

جامعة مولود معمري - تيزي وزو-
كلية الحقوق و العلوم السياسية

النظام القانوني للقيم المنقولة

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم
تخصص: القانون

تحت إشراف الأستاذ الدكتور

زوايمية رشيد

إعداد الطالبة

تغريب رزيقة

لجنة المناقشة:

أ.د. اقلولي/ولد رابح صافية، أستاذ، جامعة مولود معمري -تيزي وزو----- رئيسة؛
أ.د. زوايمية رشيد، أستاذ، جامعة عبد الرحمان ميرة - بجاية----- مشرفا ومقررا؛
أ.د. إرزيل الكاهنة، أستاذ، جامعة مولود معمري – تيزي وزو----- ممتحنة؛
د. حمليل نواره، أستاذة محاضرة "أ"، جامعة مولود معمري – تيزي وزو----- ممتحنة؛
د.تواتي نصيرة، أستاذة محاضرة "أ"، جامعة عبد الرحمان ميرة-بجاية----- ممتحنة؛
د.عسالي عبد الكريم، أستاذ محاضرة "أ"، جامعة عبد الرحمان ميرة-بجاية ----- ممتحنا.

تاريخ المناقشة: 2019/02/06

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

وَمَا أُوتِيتُمْ مِنَ الْعِلْمِ إِلَّا قَلِيلًا.

إهداء

أهدي ثمرة جهدي المتواضع إلى:

أعز من أوصى بهما الله خيرا الوالدين الكريمين.

زوجي و أولادي إيناس، ياسمين، حمزه و أنيسة.

إخوتي و أخواتي.

كل من ساعدني في انجاز هذا العمل.

كلمة شكر

أسمى عبارات الشكر و التقدير للأستاذ الفاضل زوايمية رشيد، الذي مدنا
العون و النصيح في جميع مراحل إنجاز هذا العمل، جزاه الله عنا
كل خير.

الشكر موصول للأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة، الذين شرفونا
بقبولهم مناقشة هذا البحث

قائمة أهم المختصرات

أولاً: باللغة العربية

- ج : الجزء.
- ج ج ج د ش: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.
- د.ت.ن: دون تاريخ النشر.
- ش. إ. ر. م. م: شركة الإستثمارات الرأس المال المتغير.
- ش. ت. ب. ق: شركة تسيير بورصة القيم.
- ل. ت. ع. ب. م: لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها.
- و. ع. ب: الوسيط في عمليات البورصة.

ثانياً: باللغة الفرنسية

- **AEDBF** : Association Européenne pour le Droit Bancaire et Financier.
- **AMF** : Autorité des Marchés Financiers.
- **C. Commerce** : Code de Commerce.
- **CCDVT** : Caisse Centrale de Dépôt des Virements des Titres.
- **CEE** : Communauté Economique Européenne, devenue Union Européenne.
- **COB** : Commission des Opérations de Bourse
- **Coll.** : Collection.
- **DPCI** : Droit et Pratique du Commerce International
- **Ibid** : Même référence.
- **IOB** : Intermédiaire en Operations de Bourse.

- **JOCE** : Journal Officiel de la Communauté Européenne.
- **JORF** : Journal Officiel de la République Française.
- **J. Cl. Com.** : Juris Classeur Commercial.
- **J.Cl. Société** : Juris Classeur Société.
- **L** : Loi.
- **LGDJ** : Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence.
- **Litec.** : Librairie Technique.
- **OPU** : Office des Publications Universitaires.
- **Op.cit** : Opus. citatum, (référence précitée).
- **P** : Page.
- **PUF** : Presses Universitaires de France.
- **RASJEP** : Revue Algérienne des Sciences Juridiques Economiques et Politiques.
- **RDBB** : Revue de Droit Bancaire et de Bourse.
- **RDBF** : Revue de Droit Bancaire et Financier.
- **RJC** : Revue de la Jurisprudence Commerciale.
- **Rev. Soc.** : Revue des Sociétés.
- **SEC** : Security and Exchange Commission.
- **S.D** : Sans Date.
- **SGBV** : Société de Gestion de la Bourse des Valeurs
- **SICOVAM** : Société Interprofessionnelle de Compensation des Valeurs Mobilières.
- **T** : Tome.
- **Univ.** : Université.
- **Vol.** : Volume.

مقدمة

تتعدى ممارسة التجارة دائرة الأشخاص الطبيعية لتشمل مشروعات ضخمة، ترتكز على عدد كبير من الطاقات الفردية و المالية، لتحقيق أهدافها الإقتصادية، يسمى الشكل القانوني الذي تتخذه هذه المشروعات بالشركة، و هي الرداء الذي تظهر به مدخرات جماعة من الأفراد بهدف توظيف أموالهم بما يعود بالنفع على المجتمع، كما تهدف إلى تحقيق مصلحتها، تتخذ هذه الأخيرة صورا متعارف عليها تسمى بالربح.

تعتبر الشركات التجارية تفريغ على ملكية الشائعة، ظهرت بوادر تنظيمها في القانون الروماني¹، تنقسم إلى صنفين شركات أشخاص و شركات أموال، تقوم شركات الأشخاص في تكوينها على شخصية شركائها نظرا للتعارف القائم بينهم و للثقة المتبادلة بينهم، تربطهم عادة رابطة القرابة أو رابطة امتهان الأعمال التجارية، الأمر الذي يجعلهم يتحملون مسؤولية شخصية و تضامنية اتجاه الشركة².

لا تقوم شركات الأموال و التي من بينها شركات المساهمة على الإعتبار الشخصي إنما على الإعتبار المالي، فلا يعتدّ فيها بشخصية الشريك بل بما يقدمه من أموال لتمثل حصته في الشركة، و لما كانت هذه الشركات تقوم على الإعتبار المالي وحده فقد اكتسبت أهمية تفوق ما تتمتع به شركات الأشخاص، حتى أصبحت تضطلع وحدها بالمشروعات الكبرى نظرا لضخامة رؤوس أموالها و سهولة جمعها، كون المساهمون فيها مدخرون يسعون إلى توظيف أموالهم و استثمارها فيها.

تعد شركات المساهمة أداة للتطور الإقتصادي في العصر الحديث، بدأت بوادرها في الظهور في بداية القرن السابع عشر في بريطانيا، ثم انتشرت بعد ذلك بسبب الإستعمار إلا أنها

¹ -GERMANI Michel, Traité de droit Commercial, Tome 1, Volume 2, Les sociétés commerciales, 18^{ème} édition, Librairie Général de Droit et Jurisprudence, Paris, 2002, p.09.

و ما الشركة إلا عقد يخلف شخصية معنوية. للتفصيل أنظر:

GUYON Yves, Droit des affaires, T 1, Droit commercial général et sociétés, 11^{ème} édition, Economica, Paris, 2011, p.09.

² - بن بغيث و داد، شراء الشركة لأسهمها بين الحظر و الإجازة، المجلة النقدية للقانون و العلوم السياسية، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، نيزي وزو، عدد 01، 2016، ص15.

كانت غير منظمة قانوناً، ما أدى إلى تنظيمها لأول مرة في فرنسا بموجب القانون التجاري الصادر سنة 1807³.

تمت و ازدهرت شركات المساهمة فأتسع نطاقها و استأثرت وحدها بالمشروعات الكبرى على إثر تطور الصناعة و التجارة و الإكتشافات العلمية و الجغرافية، التي نتجت عنها حاجة ملحة إلى رؤوس أموال ضخمة من أجل تأسيس المشاريع الكبرى في مختلف ميادين التجارة و الصناعة و الزراعة و النقل و المصارف و غيرها⁴.

دفعت هذه العوامل إلى تشجيع انتشار هذا النوع من الشركات الذي يشكل أمضى سلاح للإحتكار و الإثراء، تتولى المشروعات الكبرى التي تعجز عنها الإستثمارات المحدودة و أصبحت نموذجاً حقيقياً للشركات الكبرى و معياراً للتطور الإقتصادي. أتاح بناءها القانوني لقطاع كبير من أصحاب رؤوس الأموال المساهمة في ميدان التنمية سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة، و أعطى تنظيمها القانوني فرصة واسعة لتكتل عنصري الإنتاج و هما العمل و المال⁵، فقال عنها العميد "ريبير" RIPPET ضمن دراسته للنظام الرأسمالي: "أحسننا عند تكوين هذه الشركات الجديدة، تعتبر أحسن وسيلة خلفتها الرأسمالية لجمع المدخرات، حيث أصبح الإنسان يلبي رغبة الإنسانية من خلالها"⁶.

³ - كان إنشاء شركة المساهمة في فرنسا يخضع لترخيص صادر من السلطات الممثلة للدولة، إلا أن هذا الترخيص كان محكوم عليه أن يختفي كون شركات المساهمة الإنجليزية تنشأ دون هذا الإجراء و تمارس نشاطها على الأراضي الفرنسية، كما كان لها حق التقاضي أمام محاكمها، خولت لها هذه الحقوق معاهدة تجارية مبرمة سنة 1862، ما أدى بالسلطات الفرنسية بإصدار القانون المؤرخ في 23 ماي 1863، الذي يقرّ بإنشاء شركات المساهمة دون ترخيص مسبق بذلك. أنظر في ذلك:

LEGEAIS Dominique, Droit Commercial, 10^{ème} éditions, Editions Sirey, Paris, 1995, p.135.
MERLE Philippe, FAUCHON Anne, Droit commercial, Sociétés commerciales, 17^{ème} édition, Dalloz, Paris, 2014, p.285.

⁴ - سعيد يوسف البستاني، قانون الأعمال و الشركات، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2008، ص347.

⁵ - عبد الفتاح الرحمانى، انقضاء شركة المساهمة في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون، فرع عقود و مسؤولية، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، بن عكنون، 1998، ص ص 01 و 02.

⁶ - « La société anonyme est un merveilleux instrument crée par le capitalise, pour collecter l'épargne en vue de la fondation des entreprises... ».

RIPERT George, Aspect juridique du capitalisme, LGDJ, Paris, 1991, p.109.

تشكل شركات المساهمة الأساس الواقعي للنظام الرأسمالي، حيث أتاح قدر كبير من الحرية الاقتصادية للنشاط الفردي دون تدخل من الدولة، بل أن البعض وصفها كونه الأداة الرائعة للرأسمالية⁷، و الجهاز الأعلى الذي يتولى حكم الأنشطة الاقتصادية في إطار النظام الذي يسخر حالياً على مقدرات معظم دول العالم للاتجاه الحديث، الذي ينادي بمبدأ ديمقراطية الأسهم و الديمقراطية المالية، بهدف تمكين ذوي الدخل المحدود من استثمار مدخراتهم النقدية في مشروعات نفعية، للاستفادة من أرباحها و منع استئثار أصحاب رؤوس الأموال الكبيرة بتكوين رأسمال الشركة.

تحتاج شركات الأموال بصفة عامة و شركات المساهمة على وجه الخصوص من أجل تحقيق أهدافها الاقتصادية، و بناء الإقتصاد الوطني و تنميته قدرات تمويلية عالية لا تتأتى لها إلا من خلال إيجاد قدر من المال مخصص بأكمله لتنفيذ خطتها، و تكوين رأسمالها لا يكون إلا عن طريق اكتتاب الأفراد للقيم المنقولة الممثلة لرأس مالها، عند تأسيسها أو بمناسبة زيادة رأس مالها.

لا يقتصر وجود هذه الشركات على المستوى الوطني فحسب، بل يمتد إلى المستوى الدولي عند ما تتخذ شكل الشركات متعددة الجنسية أو الشركات الأخطبوطية، التي انصرفت إلى المشاريع التجارية و الاقتصادية من خلال نمط الإنتاج الكبير، و مهما يكن فإن الإستثمار الأمثل للمدخرات الفردية يكون بزجها في مشاريع ذات مردود نفعي، كون المدخر يبحث عن ضمان أمن ادخاره بتوظيفها في مشاريع يعتبرها أقل خطورة من مشاريع أخرى⁸.

تبين للمشروع الجزائري الدور الذي تلعبه شركة المساهمة للنهوض بالإقتصاد الوطني بعد المرور بالأزمة المتعددة الأوجه التي عرفت الجزائر في الثمانينات، التي اتسمت بالنقص في الموارد المالية و انخفاض مستوى النمو و تدهور الأوضاع الاجتماعية اللازمة لضمان التنمية داخل البلاد.

⁷ - سعيد يوسف البستاني، قانون الأعمال و الشركات، مرجع سابق، ص349.

⁸ - « Placer l'épargne exige la rigueur, de la confiance et de la détermination ». RAFAIT Michel, Epargne et investisseur, 3^{ème} Collection que sais-je ? Press Universitaire de France, Paris, 2000, p.06.

دفعت الحالة الإقتصادية إلى تحمّل الدولة أعباء التنمية بتجسيد كل إمكانياتها المالية، الشيء الذي انعكس سلباً على ميزانيتها العامة بشكل ملحوظ لسبب عدم كفايتها، ما أدى إلى تزايد الحاجات الإنفاقية لسبب الخيار السياسي و الإقتصادي الذي اتبعته الدولة خلال تلك الفترة، من أجل تسيير شؤون الوطن بأسلوب إداري محض.

ترجمت الدولة الجزائرية هذا الأسلوب بطريقة تمويل استثماراتها في تلك الفترة حيث كانت و لوقت طويل تعتمد على القروض البنكية من الجهاز المصرفي و الخزينة العامة، طريقة تمويل وحيدة للمؤسسات التي تحتاج إلى رؤوس أموال لتمويل مشاريعها أو لسدّ النقص الذي تعاني منه لسبب ركود الإنتاج فيها.

تعتبر الموارد المالية العنصر الجوهري لتنفيذ كل البرامج و المخططات التنموية، و إحدى أدواتها الهامة و الشرط المسبق للتجسيد المادي للتطورات الإجتماعية و الإقتصادية، مثله مثلما يمثل رأس مال شركات المساهمة لبرنامج تنفيذ خطط برنامجها، حيث تبدأ الأفكار تجول بخاطر رجال الأعمال و السياسة، فيقومون بدراساتها من كافة الجوانب، حتى إذا ما اقتنعوا بجودها سعوا إلى تحويلها إلى حقيقة ملموسة عن طريق اتخاذ الإجراءات اللازمة، فالحديث عن أي مشروع تنموي في أي قطاع يستوجب الحاجة الماسة لتمويل مؤسساته الإقتصادية، سواء كانت تابعة للقطاع العام أو الخاص.

تبين للمشرع الجزائري الدور الذي يمكن أن تلعبه الموارد المالية للنهوض بالإقتصاد الوطني، فسعى إلى إصلاحات عميقة طرأت على المنظومة الإقتصادية، ابتداء من أواخر الثمانينات بموجب صدور قوانين تجسّد استقلالية المؤسسات العمومية، و تقسيم رأسمالها الإجتماعي إلى أسهم، فأصبح بذلك مبدأ الفعالية و مبدأ المنافسة الحرة من بين القواعد المفروضة على نشاط الأعوان الإقتصادية الفاعلة، بعدما كانت تعاني من تدهور.

موازاة مع إصلاح المؤسسات العمومية الإقتصادية⁹، قامت الدولة بإصلاح النظام المصرفي¹⁰، بغرض إعطائه دفعة جديدة عن طريق إدخال أساليب جديدة في حركة رؤوس الأموال، و تشجيع المستثمرين الوطنيين و الأجانب. حرر ممارسة العمليات البنكية بعدما كانت احتكاراً للدولة

⁹ - تحولت الشركات العامة الإقتصادية إلى شركات ذات أسهم، تسيّر حسب أحكام القانون التجاري، خاصة أن معظم شركات بلادنا في تلك الآونة كانت شركات عمومية تابعة للدولة لسبب النظام الإشتراكي الذي كانت الدولة تنتهجه. تنص المادة 05 من قانون رقم 88-01 مؤرخ في 12 جانفي 1988، يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية، ج ر ج د ش عدد 02، صادر في 13 جانفي 1988، على ما يلي: "المؤسسات العمومية الإقتصادية، هي شركات مساهمة، أو شركات مسؤولية محدودة المسؤولية، تملك الدولة و/أو الجماعات المحلية فيها مباشرة أو بصفة غير مباشرة، جميع الأسهم و/أو الحصص...".

¹⁰ - قانون رقم 90-10 مؤرخ في 14 أفريل 1990، يتعلق بالنقد و القرض، ج ر ج د ش عدد 16، صاد في 18 أفريل 1990 (ملغى).

و سمح إضافة إلى البنوك العمومية إنشاء بنوك تجارية ذات رؤوس أموال خاصة وطنية أو أجنبية¹¹، تعمل على تمويل المؤسسات و المشاريع و دعمها ماليا.

أراد المشرع بإصدار هذا القانون إعطاء ديناميكية لهذا القطاع و جعله يتماشى مع الإصلاحات الاقتصادية التي عازمت عليها الدولة، بعدما كان القانون المنظم للنشاط المصرفي هو قانون رقم 86-12 مؤرخ في 19 أوت 1986 يتعلق بنظام البنوك و القروض¹²، كذلك حرصا من الدولة على رسم ملامح الاقتصاد الجديد الذي تدّعي الدولة أنه اقتصاد سوق.

وُضعت نصوص قانونية لتنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة و إنشاء بورصة القيم المنقولة¹³، لتعبر عن رغبة الدولة الجزائرية بالمرور بالإقتصاد الوطني من الإقتصاد الموجه¹⁴، إلى اقتصاد السوق لتقطع الصلة بالإقتصاد الموجه، الذي يسمح بالموازاة مع التمويل البنكي التمويل عن طريق اللجوء العلني للإدخار، آملة الخروج من الأزمة التي كانت تعاني منها. كان ذلك بالإعتماد على المبادرة الفردية لتمويل مشاريعها عن طريق السماح للأفراد الإكتتاب في القيم المنقولة الصادرة من مختلف الشركات و الهيئات في السوق الأولية ترخيص تداولها في السوق الثانوية، فلم تعد حاجة عابرة في حياة الأمم بل ضرورة تتطلب العناية

¹¹ - حدادي ريم شهاب، الوسائل القانونية الجديدة لتمويل المؤسسات في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر 1، بن عكنون، 2010-2011، ص 07.

¹² - قانون رقم 86-12 مؤرخ في 19 أوت يتعلق بنظام البنوك و القروض، ج ر ج د ش عدد 34، صادر في 20 أوت 1986. (ملغى)

¹³ - كان بموجب صدور قائمة من المراسيم التنفيذية التي ننكرها في:

- مرسوم تنفيذي رقم 91-169 مؤرخ في 28 ماي 1991، يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 26، صادر في 01 جوان 1991.

- مرسوم تنفيذي رقم 91-170 مؤرخ في 28 ماي 1991، يتضمن تحديد أنواع القيم المنقولة و أشكالها و شروط إصدار شركات الأموال لها، ج ر ج د ش عدد 26، صادر في 01 جوان 1991.

- مرسوم تنفيذي رقم 91-171 مؤرخ في 28 ماي يتضمن لجنة البورصة، ج ر ج د ش عدد 26، صادر في 01 جوان 1991.

¹⁴ - شهدت المديونية الخارجية تزايد خلال الفترة الممتدة من 1967 إلى 1994، قدرت قيمتها سنة 1967 ب 4,1 مليار ليتضاعف بحجم 19 مرة لتصل إلى 27 مليار سنة 1994.

للتفصيل أنظر بوجعيردار الهاشمي، "أزمة المديونية الخارجية للجزائر، أسبابها و آثارها"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، عدد 12، 1999، ص 96.

بها، خاصة أن القيم المنقولة تمثل الإختراع الثاني للرأسمالية، و الذي لا يقلّ روعة عن شركات المساهمة كونها تخلق ثروات جديدة¹⁵.

شجعت الدولة الجزائرية الإستثمار في القيم المنقولة بهدف تنمية الإدخار، و توجيهه لخدمة اقتصادها و تحقيق أهداف السياسة الإقتصادية الجديدة المتبناة، فأصدرت عدة نصوص قانونية تهدف إلى تنشيط السوق المالية و جعلها أكثر فعالية لاستقبال المتعاملين بالقيم المنقولة.

ترجم المشرع الجزائري تشجيعه للإستثمار في القيم المنقولة عن طريق تنظيمه للقواعد العامة لعملية اللجوء العلني للإدخار سنة 1993 بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 الذي يعدل و يتم الأمر رقم 75-59 المتضمن القانون التجاري¹⁶، و كذلك المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة¹⁷، ثم تدخلت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لإضافة إجراءات أخرى، تتعلق بإتمام عملية اللجوء العلني للإدخار.

تفتقر المكتبة القانونية الجزائرية و حتى العربية إلى البحوث العلمية المتعلقة بموضوع القيم المنقولة، فبالرغم من أهميتها القانونية و الإقتصادية، إلا أنها لم تلق من الباحثين على صعيد الدراسات القانونية القدر الكافي من الإهتمام، تناولته أغلب الكتب و فقهاء القانون ببحوث موجزة، لا تشبع رغبة الباحث في هذه الدراسة، خاصة أن موضوع القيم المنقولة يميل إلى كونه موضوع اقتصادي أكثر من كونه موضوع قانوني.

يبدو موضوع القيم المنقولة سهلا و بسيطا في ظاهره، إلا أنه في حقيقة أمره موضوع معقد كون القيم المنقولة سندات مثلية تمثل حقوق معنوية غير ملموسة، يترتب عن إصدارها و تملكها

¹⁵ - «Le capitalisme a fait une seconde invention presque aussi merveilleuse que celle des sociétés par action il a inventé les titres... réussi à créer des richesses nouvelles». GRANOTIER Julien, Le transfert de propriété des valeurs mobilières, Economica, Paris, 2010, p.01.

¹⁶ - مرسوم تشريعي رقم 93-08 مؤرخ في 25 أفريل 1993، يعدل و يتم الأمر رقم 75-59 مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري، ج ر ج د ش عدد 27، صادر في 27 أفريل 1993، معدل و متمم.

¹⁷ - مرسوم تشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 34، صادر في 23 ماي 1993، معدل و متمم بأمر رقم 96-10، ج ر ج ج ش د رقم 03، صادر في 14 جانفي 1996، معدل و متمم بقانون رقم 03-04 مؤرخ في 17 فيفري 2003، ج ر ج د ش عدد 11، صادر في 19 فيفري 2003 معدل و متمم بقانون رقم 17-11 مؤرخ في 27 ديسمبر 2017 يتضمن قانون المالية لسنة 2018، ج ر ج ج د ش عدد 76، صادر في 28 ديسمبر 2017.

أثار قانونية متعددة، جديرة بأن تُحظى بعناية المشرع و باهتمام الباحث القانوني، فهي دراسة قانونية و عملية لم نشأ أن نجعل منها دراسة مقارنة فقط لما لها في ذلك من فوائد واضحة، يتسنى للقارئ الفهم في معناها و الجهات المخولة لها الحق في إصدارها، و المستثمر فيها سواء كان شخصا طبيعيا أو اعتباريا تابع للقانون الخاص أو للقانون العام.

يستمد هذا الموضوع أهميته من أهمية القيم المنقولة في حدّ ذاتها، فهي القلب النابض للسوق المالية في كل الدول مهما كانت ايدولوجيتها، ما أدى بالدول إلى توفير المناخ القانوني للاستثمار فيها عن طريق ضمان حماية المدخر و السوق المالية المنظمة لها بصفة عامة، و كل المتعاملين بها، لذلك نتساءل عن مكانة القانون التجاري في تأطير العمليات التي تقع على القيم المنقولة.

بمعنى آخر هل تخضع القيم المنقولة في تنظيمها و تنظيم المعاملات التي تقع عليها لأحكام القانون التجاري أو لأحكام قانون السوق المالية؟ خاصة أن هذه الأخيرة مجال حساس تقوم الدولة وحدها بتنظيمها نظرا لأهميتها في تطوير اقتصاديات الدول.

للإجابة عن الإشكالية و باعتبار القيم المنقولة المحرك الأساسي لإنشاء شركات المساهمة و دفع حركة تطورها و تطور الإقتصاد الوطني كما أنها القلب النابض للسوق المالية، و اعتمادا على المنهج الوصفي و المنهج التحليلي و كذلك المقارن يجب البحث عن فحواها مرورا بالمتعاملين بها(باب أول)، ثم البحث عن تأطيرها في الأسواق المالية ابتداء من الأشخاص المؤهلين لإصدارها و توظيفها لاكتتاب جمهور المدخرين فيها آملين استحصال أرباح من جرّاء ذلك، إلى غاية تداولها في البورصة(باب ثان).

الباب الأول

الإطار النظري للقيم المنقولة

يقوم الإستثمار بصفة عامة و الإستثمار المالي بصفة خاصة على التضحية لإشباع رغبة استهلاكية حاضرة، على أمل الحصول على إشباع أكبر في المستقبل، و كون المستثمر يقبل التضحية برغبة استهلاكية حاضرة فإنه يكون مستعد لتحمل درجة معينة من المخاطرة، مقابل عائد يمثل ثمن لمخاطرته¹⁸، و يعتبر الإستثمار في شركات الأموال خاصة في شركات المساهمة أكثر الإستثمارات مخاطرة و الأكثر جذبا لأصحاب رؤوس الأموال.

أصبحت شركات المساهمة تضطلع وحدها بالمشروعات الكبرى نظرا لضخامة رؤوس أموالها و سهولة جمعه، لسبب تقسيمه إلى أسهم و تحديد مسؤولية الشريك بقدر مساهمته فيها، و الإستقلال التام لشخصيتها عن شخصية الشركاء فيها. اعتبرها "مصطفى كمال طه" أداة لتطوير الإقتصاد في العصر الحديث، فقد اتسع نطاقها حتى كادت تحتكر الشؤون التجارية و الصناعية، و تستأثر وحدها القيام بالمشروعات الكبرى التي تتطلب رؤوس أموال ضخمة¹⁹.

يعود سبب تطورها إلى الخاصية التي يتمتع بها رأس مالها، كونه يمكن تجميعه من مدخرين يرغبون في استثمار أموالهم في مرحلة تأسيسها، عن طريق كونهم شركاء فيها باقتنائهم للأسهم التي تصدرها، أو دائنين لها في أي مرحلة تحتاج فيها هذه الشركات إلى مصادر تمويلية لتوسيع نشاطها عن طريق إصدار سندات الدين.

بعد انتشار الثقافة الإستثمارية و نتيجة التطور السريع الذي عرفته المعاملات المالية في أسواق الأوراق المالية، ظهرت أنواع جديدة من السندات غير تلك المعروفة سابقا تمكن المدخر من الإستثمار فيها (فصل أول) و الحصول على قيمتها عن طريق عرضها في البورصة، بعد إصدارها من الأشخاص المخول لهم ذلك قانونا (فصل ثان).

¹⁸ - صاطوري الجودي، أكثر كفاءة سوق رأس المال على الإستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في علوم التسيير، فرع المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، ص 91.

¹⁹ - طه مصطفى كمال، الشركات التجارية، الأحكام العامة في الشركات، شركات الأشخاص، شركات الأموال، أنواع خاصة من الشركات، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1998، ص 133 و 134.

الفصل الأول

أساسيات حول القيم المنقولة

تعتبر الأسواق المالية دفعة للنمو الإقتصادي²⁰، ازدهر نشاطه و تطورت عملياته لسبب الإنتشار الواسع الذي شهدته شركات المساهمة، فهو التنظيم القانوني الوحيد الذي استطاع استيعاب و بامتياز الإستثمارات الكبرى التي تسير أكبر رؤوس الأموال²¹.

أصبحت هذه الشركات نموذجا حقيقيا للشركات الكبرى، عززت مختلف الأنشطة التجارية و الصناعية، بالإضافة لإستحواذها على قطاع واسع من تجارة الجملة و نشاط التصدير و الإستيراد²²، تستعين لتمويل مشاريعها الضخمة بمدخرات الأفراد و المؤسسات التي تحصل عليها، لقاء طرح قيمها المنقولة للإكتتاب فيها، بعدما أصبح تمويلها عن طريق البنوك لا يخدم مصالحها²³.

تمكّن تقنية اكتتاب الجمهور في أسهم أو سندات الشركة التي تصدرها سواء كان تابعة للقطاع العام أو الخاص، توظيف المدخر أمواله لقاء أرباح يحصل عليها في نهاية السنة، كما يسمح بانتعاش السوق المالية التي تستقبل القيم المنقولة المطروحة للإكتتاب.

يمثل رأس مال شركات المساهمة مجموع الأموال التي بموجبها تباشر الشركة نشاطها لتحقيق خططها الإقتصادية سواء كانت هذه الأموال سندات تمثل رأسمالها أو ديون استدانتها بهدف توسيع مشاريعها(مبحث أول). تمتاز بخصائص تسمح للمكتتبين فيها الإستثمار فيها دون تخوفهم من مستقبلهم أو مستقبل الشركة، كون الإعتبار الشخصي ينعدم في شركة المساهمة مهما كان نوع السندات المالية المكتتب فيها(مبحث ثان).

²⁰ - روس ليفين، "أسواق الأوراق المالية"، مجلة التمويل و التنمية، صادرة عن صندوق النقد الدولي و البنك الدولي للإنشاء و التعمير، عدد 01، مارس 1996، ص06.

²¹ - RIPERT Georges, ROBLOT René, Traité de droit commercial, 16^{ème} édition, LGDJ, Paris, 1996, p.230.

²² - نقلا عن الرحمانى الفتاح، انقضاء شركة المساهمة في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون الجزائري، فرع عقود و مسؤولية، معهد الحقوق و العلوم الإدارية، بن عكنون، 1998، ص ص. 02 و 03.

²³ - للتفصيل أنظر: حدادي ريم شهاب، الوسائل القانونية لتمويل المؤسسات في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، الجزائر 1، 2010-2011، ص05.

المبحث الأول

مفهوم القيم المنقولة

يعود سر نجاح شركات المساهمة إلى طبيعة رأسمالها و مختلف السندات التي تطرحها التي تسمى في مجملها بالقيم المنقولة، تقوم بطرح أسهمها في السوق الأولية في مرحلتين : مرحلة التأسيس و مرحلة زيادة رأس مالها، عن طريق عرضها للإكتتاب الخاص أو المغلق بحصر الإكتتاب في مؤسسي الشركة، أو عن طريق عرضها على الجمهور بالسماح للأشخاص الآخرين غير المؤسسين بالإستثمار فيها، سواء كانوا أشخاص طبيعية أو معنوية تابعة للقانون العام أو الخاص.

تعرض الشركة سندات أخرى غير الأسهم في مختلف مراحل حياتها عندما تكون بحاجة إلى تمويل مشاريعها بهدف توسيعها، فتعتبر بذلك وسيلة هامة لجمع مدخرات الأشخاص (مطلب أول)، كما تمتاز بخصائص تساعد الجمهور الإقبال إليها و اقتنائها تميزها عن السندات التجارية و الأوراق النقدية المعروفة (مطلب ثان).

المطلب الأول

المقصود بالقيم المنقولة

تعتبر القيم المنقولة أدوات ادخار تختلف عن الشيك و السفتجة، باعتبارها تمثل صنف خاص من الأدوات المالية، فهي وسيلة تهدف إلى تحصيل أرباح على خلاف سابقتها التي تعتبر وسائل من وسائل الدفع، أصبحت هذه القيم المنقولة التي يطلق عليها أحيانا الأدوات المالية و أحيانا أخرى السندات المالية، أهم ميزة تتميز بها السوق المالية، و المحرك الأساسي لها، سواء على مستوى السوق الأولية باعتبار سوق لإصدارها أو في البورصة باعتبارها السوق الثانوية لها. بدون قيما منقولة لا تقوم سوق أولية و لن يكون لها وجودا، كما أنها تمثل محل التداول في السوق الثانوية، خاصة أن بورصات الدول المتقدمة شهدت تطور كبيرا لاهتمامها بها، نظرا للدور الفعال الذي تلعبه في انتقال رؤوس الأموال بين الشركات المصدرة لها و المستثمرين الذين يتبادلون هذه القيم المنقولة بيعا و شراء.

تلعب دور مهم في تحريك المدخرات و توجيهها نحو الإستثمار في المشاريع الإنتاجية و الخدماتية، عندما تكون هذه الأخيرة في حاجة إلى تمويل نشاطها، اهتم الفقه و القانون بالشركات التجارية، فضمن دراساتهم لها أعطوا تعريفات مختلفة للقيم المنقولة (فرع أول)، مركزين كل على خاصية معينة منها (فرع ثان).

الفرع الأول

تعريف القيم المنقولة

تصدر الورقة المالية لأول مرة من قبل شركة المساهمة أو الدولة أو الهيئات التابعة لها عندما تكون بحاجة إلى موارد مالية لتمويل نشاطها، فهي وسيلة هامة لجمع مدخرات الأفراد و توجيهها نحو تمويل هذه المشاريع مقابل عوائد تحدّد مسبقا عند الإصدار، بمعنى آخر تصدر المنشأة القيم المنقولة للإكتتاب فيها من الجمهور.

يوجد من الفقهاء الذين لم يتعرضوا لتعريف القيم المنقولة بالرغم من كونها تمثل في مجملها السندات التي تصدرها شركة المساهمة، أكملوا دراساتهم لها تحت هذا العنوان عن طريق سرد أنواع القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة. و نظرا لأهميتها في حياة الشركة حظيت بقسط كبير من اهتمام فريق آخر من الفقهاء و أساتذة القانون التجاري (أولا)، لكونها تمثل أحد العناصر الأساسية التي لا يمكن لشركات الأموال القيام من دونها.

تحتل القيم المنقولة مكانة متميزة في الحياة الإقتصادية لكل دولة، و أحسن دليل على ذلك تزايد نطاقها المستمر في الواقع العملي، و لعلّ السبب يتمثل في دورها الواضح في تحريك المدخرات الوطنية و القومية في مجالات استثمارية ناجحة، لذلك حظيت بقدر من الإهتمام أيضا من مختلف قوانين الدول (ثانيا).

أولا- تعدد التعاريف الفقهية للقيم المنقولة: قدّم الفقه الفرنسي تعاريف مختلفة للقيم المنقولة نذكر منها تعريف "تيري برونو" THIERRY Bruneau الذي عرفها كما يلي: "القيم المنقولة هي سندات تمثل حقوق مديونية جماعية طويلة الأجل، يصدرها شخص معنوي بهدف تمويل

نشاطه، قابلة للتداول و قابلة للتسعيرة في البورصة²⁴. كما عرفها "روبلو" ROBLOT كونها سندات مثلية قابلة للتداول تمنح نفس الحقوق و تخول نفس الالتزامات كل حسب نوعها غير قابلة للتجزئة²⁵.

عرفها الفقيه "لوغال جان بيير" LE GALL Jean Pierre كما يلي : "هي سندات قابلة للتداول يمكن أن تسعر في البورصة، تصدرها الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة، و تخول لحامليها حقوق مماثلة سواء حق المساهم في شركة الأموال أو حق مديونية²⁶".

عرفت الفقيهة "بزار أليس" PEZARD Alice مصطلح القيم المنقولة بالمفهوم الضيق و المعروف عمليا كونه "السندات المصدرة من طرف الهيئات العامة(الدولة و الأشخاص الإدارية الثانوية) أو الخاصة(شركات، الجمعيات...) قابلة للتسعيرة و قابلة للتداول في سوق البورصة كل حسب خاصيتها، قيمتها، الحقوق التي تخولها و مدتها"²⁷.

يعاب على هذه التعاريف تركيزها على خاصية كونها سندات دين قابلة للتسعيرة في البورصة، فمنهم من عرفها و أكد في تعريفه كونها تصدر من أشخاص معنوية، و منهم من ركز على خاصية قابليتها للتداول، بالرغم من اشتراك مختلف هذه التعاريف على كون القيم المنقولة

²⁴- Les valeurs mobilières peuvent être définies comme suit : « Des titres qui représentent des droits de créance collectifs à long terme et qui sont émis par une personne morale pour le financement de son activité, sont négociables et susceptibles d'être cotés en bourse ».

THIERRY Bruneau, Droit bancaire, 3ème édition, Montchrestien, Paris, 1999, p.473.

²⁵- « Les valeurs mobilières sont des titres négociables suivant les formes simplifiées et étant émises par catégories qui confèrent les droits identiques. Elles sont interchangeables et fongibles ». LE CANNU Paul, « L'ambiguïté d'un concept négatif : les valeurs mobilières », Bulletin Joly, Avril, 1993, p.398.

Le GALL Jean Pierre, Droit commercial (les groupements commerciaux et G.I.E. Bourse de valeur), 13^{ème} édition, Dalloz, Paris, 1993, p.320.

²⁶- LE GALL Jean Pierre, Droit commercial ..., op.cit, p.320.

²⁷- « Le terme de valeurs mobilières désigne, dans le sens restreint consacré par la pratique, les titres émis par les collectivités publiques (États et personnes administratives secondaires) ou privées (sociétés, associations, etc.), qui sont susceptibles de cotation et de négociation sur un marché de bourse tant en raison de l'uniformité de leurs caractéristiques (montant, droits, durée) pour une même catégorie».

PEZARD Alice, « Valeurs mobilières, Répertoire commercial », Recueil Dalloz, Edition DALLOZ, Paris, p.03.

قابلة للتسعيرة في البورصة، إلا أنهم أقصوا أنواع كثيرة من القيم المنقولة حيث اكتفوا بحصرها في سندات الدين التي قد تصدرها الشركة لتمويل مشاريعها.

يرى البعض الآخر من الفقه أنه توجد أنواع أخرى من القيم المنقولة غير الأسهم و السندات كونها وسائل تمويل طويلة أو قصيرة الأجل²⁸، و هو الواقع فعلا خاصة أن خيال رجال الإقتصاد و المالية توسع بشكل كبير خلال العشرينيتين الأخيرتين، الشيء الذي أدى إلى ظهور أصناف أخرى جديدة و مركبة إلى جانب القيم المنقولة التقليدية المتمثلة في الأسهم و السندات²⁹.

عرفت الأستاذة "فيون إيف" GUYON Yves القيم المنقولة كما يلي: "هي سندات قابلة للتداول تمثل حقوق متماثلة لنفس النوع، يكتسبها الأشخاص الذين قدموا الأموال أو حقوق ضرورية لتمويل الأشخاص المعنوية العامة أو الخاصة، تمثل إما جزء من رأس مال الشخص المعنوي المصدر أو دين طويل الأجل في ذمته و أهمها السندات و الأسهم"³⁰.

اجتهد الفقه المصري كذلك للبحث عن تعريف للقيم المنقولة، أطلق عليها معظمهم تسمية الورقة المالية لتفرقتها عن السندات التجارية المتمثلة في الشيك و السفتجة، نذكر من بينها تعريف "الحنائي محمد صالح" كما يلي: "القيم المنقولة هي صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من العائد، أو الحق في جزء من أصول منشأة أو الحقين معا"³¹.

جعل هذا التعريف للشخص المالك للقيم المنقولة حقين: إما حق الحصول على العوائد (أي الفوائد المقررة على السند) بالتالي يكون مالكا لسندات الدين، أو حق الحصول على جزء من الأصول التي حققتها الشركة أي من الأرباح بالتالي يكون مساهما في المنشأة المصدرة لها، أو الحقين معا فيكون شريكا في الشركة المصدرة لها و دائنا لها.

²⁸ - MOULIN Jean-Marc, Droit de l'ingénierie financière, GUALINO éditeur, Paris 2006, p.20

²⁹ - حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، تخصص القانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2014، ص253، نقلا عن :

THEODOR Jean François, Connaitre la bourse, Edition journal des Finances, Paris, 1994.

³⁰ - GUYON Yves, Droit des affaires, T 1, Droit commercial général et sociétés, 11^{ème} éditions, Economica, Paris, 2001, p.773.

³¹ - الحناوي محمد صالح، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط 2، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص05

أورد "هنيدي منير إبراهيم" تعريف آخر في نفس السياق و ذلك كما يلي: "القيم المنقولة هي الورقة التي تمثل وفقا لشروط محددة مسبقا حق المستثمر في الحصول على عوائد و أرباح أو فائدة في المستقبل"³²، يلاحظ أنه أضاف ميزة أخرى لمالك الورقة المالية، وذلك بجعله مستثمرا سواء كان مالكا للأسهم أو للسندات.

يرى بعض من الفقه أن هذه التعاريف انطوت على ألفاظ و صيغ مختلفة إلا أنها تفيد معنى واحد، إذ ركز كلاهما على الحقوق التي توكلها هذه الأوراق لحاملها، ففي التعريف الأول خصّ نوع أول من الأوراق يمنح لحامله جزءا من العوائد و هو السندات، و نوع ثاني يمنح لحامله حق في أصول الشركة و هو الأسهم باعتبارها جزء من رأس المال، و نوع ثالث غامض يجمع بين الحقين معا. حاول التعريف الثاني لمّ شمل هذه الأوراق و جمعها في صفة واحدة تتمثل إما في الفائدة التي تحققها السندات أو في الربح الذي تحققه الأسهم³³.

وردت تعاريف أخرى أكثر وضوحا إذ جاءت كما يلي: "تتمثل القيم المنقولة في الصك الذي يفيد في علاقة الملكية في الشركة "الأسهم" أو علاقة المديونية بالشركة أو الهيئات الحكومية "السندات" أو حقوق الملكية كحقوق الإختيار، حقوق الإكتتاب، و ضمان الحق في الإكتتاب"³⁴.

ميز هذا التعريف بين حقين يمثلان علاقة صاحب السند بالمنشأة المصدرة له، عن طريق توضيح الحقوق التي يخولها كلا الحقين: جعل الحق الأول يتمثل في حق الملكية الذي يخول له نصيب من العوائد المتمثلة في الأسهم، بينما الحق الثاني يتمثل في حق المديونية الذي يربطه بالمنشأة المصدرة للسند، بين الجهات التي لها الحق في إصدار الأوراق المالية أو القيم المنقولة، في الشركات أو الهيئات الحكومية. كما أضاف أنواع جديدة من الأوراق المالية، إضافة إلى الأوراق المالية التقليدية (الأسهم و السندات)، و حقوق أخرى لم ترد في التعاريف السابقة³⁵.

³² - هنيدي منير إبراهيم، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، دار منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 07.

³³ - حمليلى نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 253.

³⁴ - أبو طالب صلاح أمين، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص 21.

³⁵ - حمليلى نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 253.

يعاب في هذا التعريف سكوته عن خاصية القيم المنقولة التي تصدرها الشركات و التي تمثل رأس مالها، المتمثلة في قابليتها للتسعيرة في البورصة، خاصة أنها من الميزات الأساسية التي تجذب المدخر للإستثمار فيها، كونها تمكنه الحصول على قيمة سنده متى شاء ذلك.

عرف "صالح البربري" القيم المنقولة كونها: "السلعة التي يتم تبادلها بيعاً و شراء في بورصة الأوراق المالية، و الورقة المالية هي صك ينشئ حقاً، يمكن تقويمه و تداوله بسهولة في بورصة الأوراق المالية، و هو يثبت بطريقة مؤكدة ما يمثله من حقوق"³⁶. ربط هذا التعريف القيم المنقولة بالبورصة كونها المكان المنظم لتداول مثل هذه الحقوق عن طريق توضيحه لخاصية تداولها، إلا أنه يؤخذ عليه سكوته عن نوع الحقوق التي تخولها هذه السندات و المنشأة المصدرة لها.

اجتهد الفقه الأردني فأورد هو الآخر تعاريف مختلفة للقيم المنقولة نذكر من بينها تعريف "أكرم ياملكي" و الذي جاء كما يلي: "يقصد بالأوراق المالية "القيم المنقولة" الوثائق ذات القيمة المالية، إسمية أو لحاملها، يصدرها أشخاص القانون الخاص أو أشخاص القانون العام بمجموعات ذات أرقام متسلسلة و قيم متساوية، ذات أجل غير محدد أو طويل نسبياً"³⁷.

عرف الفقه اللبناني القيم المنقولة كونها "الصكوك التي تصدرها أشخاص اعتبارية عامة كالدولة أو الهيئات العامة أو الخاصة كشركات الأسهم(المساهمة و التوصية بالأسهم)، تخول الصكوك ذات الإصدار الواحد حاملها حقوقاً متماثلة، تقبل التداول بالطرق التجارية و قابلة للقيّد ببورصات الأوراق المالية"، كما أنها: "صكوك تمثل حق ملكية(أسهم) أو حق دين(سندات) على الجهات التي تصدرها، تكون لحملة ذات الصك حقوق و التزامات متساوية"³⁸.

لم يرد تعريفاً جامعاً و مانعاً للقيم المنقولة، يركّز كل فقيه على خاصية معينة كما سبق ذكر ذلك، فالقيم المنقولة تختلف تعاريفها باختلاف أنواعها، قد يكون السبب في ذلك هو سرعة

³⁶ - صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية -دراسة قانونية و اقتصادية مقارنة-، مركز المساندة القانونية، القاهرة، 2001، ص56.

³⁷ - أكرم ياملكي، القانون التجاري - الشركات التجارية-، دار الثقافة، عمان، 2006، ص194.

³⁸ - نقلاً عن: عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية- دراسة قانونية مقارنة-، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2009، ص63.

المعاملات التجارية الذي أدى إلى ظهور قيم منقولة جديدة مركبة³⁹ غير تلك القيم المنقولة التقليدية المعروفة بالأسهم و السندات، لذلك يرى الفقه في فرنسا أن مصطلح القيم المنقولة مصطلح قديم يعجز عن استيعاب المفاهيم الجديدة⁴⁰.

ثانيا - عدم استقرار القوانين في تعريف القيم المنقولة: نصت مختلف القوانين على تعريف للقيم المنقولة، إلا أن كل تعريف يركز فيها القانون إما على خاصية معينة من خصائصها أو على كيفية إصدارها أو كيفية تداولها، كما أنه تطرقت إليها قوانين دول أخرى دون أن تبين معناها، فاكتفت بسرد أنواعها و مختلف الأحكام التي تخضع إليها.

1- تعريف القيم المنقولة في القانون الفرنسي: وردت في القانون الفرنسي عدة تعريف نذكر منها ما نصت عليه المادة 264 من القانون المؤرخ في 24 جويلية 1966 المتعلق بالشركات التجارية حيث عرفت القيم المنقولة كما يلي: "مصطلح القيم المنقولة تعني بالمفهوم الضيق المعروف عمليا السندات الصادرة عن الهيئات العامة أو الخاصة القابلة للتسعيرة و التداول في سوق البورصة"⁴¹، كما عرفتھا التعليمة الصادرة في 08 أوت 1983 في المادة 09 مكرر 2 كما يلي: "القيم المنقولة تعني مجموع السندات من نفس النوع، مسعرة أو قابلة للتسعيرة و صادرة من نفس المصدر تخول لأصحابها حقوق متساوية و كل حق ناتج عن قيمة منقولة قابلة للتداول تعتبر قيمة منقولة"⁴².

³⁹- DANNENBERGER Frédéric Roger, La liberté de créer des valeurs mobilières, donnant accès au capital, Thèse de doctorat, Univ. Strasbourg III, 2007, p.02.

⁴⁰- « La notion de valeur mobilière a vieilli, elle n'est plus le siège d'une catégorie juridique ». OPPEPIT (S), « La notion de valeur mobilière », Revue Banque et Droit, N° hors- série, 1991, p.04.

⁴¹- «Le terme valeurs mobilières désigne dans son sens restreint consacré par la pratique, les titres émis par les collectivités publiques ou privées qui sont susceptibles de cotation et de négociation sur un marché de bourse ». Cité par : VIDAL Dominique, Droit des sociétés, LGDJ, Paris, 1993, p.383.

⁴²- « Valeurs mobilières s'entend un ensemble de titres de même nature, cotés ou susceptibles de l'être issues d'un même émetteur et conférant des droits identiques à leur détenteur, tous droits détachés d'une valeur mobilière et négociable sont eux-mêmes assimilables à une valeur mobilière ».

Circulaire du 08 Aout 1983, relative à l'application des dispositions de l'article 94-II de la loi N° 81-1160 du 30 décembre 1981 et du décret n° 83-259 du Mars 1983. www.legifrance.gouv.fr

عرفت القيم المنقولة بعد ذلك في القانون رقم 84-371 الصادر في 23 ماي 1984 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، في المادة 03 منه كما يلي: "القيم المنقولة هي مجموعة من السندات من نفس النوع مقيدة في البورصة أو قابلة لذلك صادرة من نفس المصدر و التي تخول حقوقا مماثلة لأصحابها"⁴³.

جاء المشرع الفرنسي لأول مرة بتعريف قانوني للقيم المنقولة بصدور القانون رقم 88-1201 صادر في 23 ديسمبر، 1988، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة SICOVA في المادة 01 منه، التي تنص على ما يلي: "تعتبر قيما منقولة نظرا لهذا القانون السندات الصادرة عن الأشخاص المعنوية العامة و الخاصة و القابلة للتداول بتسجيلها في الحساب أو بالمناولة اليدوية، و التي تعطي صاحبها حقوقا مماثلة لصنفها الذي هو من إصدار واحد و التي تعطي له الحق في ملكية جزء من رأسمال الشخص المعنوي المصدر لها، أو حقوق مديونية عامة على أصولها و ذلك بصفة مباشرة أو غير مباشرة"⁴⁴.

يلاحظ في هذا التعريف أن القانون الفرنسي جعل القيم المنقولة كل ما يمكن تداوله و ملكيته بالقيود في الحساب و حتى بالمناولة اليدوية، شرط أن يكون محل التداول يمثل جزء من رأسمال الأشخاص المعنوية الخاصة أو العامة⁴⁵.

Voir aussi: RIVIERE Isabelle, Les contrats portant sur les valeurs mobilières, Thèse de doctorat, Univ. Paris I, Panthéon-Sorbonne, 1997, p.07.

⁴³- L'article 03 du règlement de la SICOVAM homologué par l'arrêté du 23 Mai dispose :
« Pour l'application du présent règlement général le terme de valeurs mobilières s'entend d'un ensemble de titres de même nature coté ou susceptible de l'être, issus d'un même émetteur, et conférant par eux-mêmes des droits identiques à tous leurs détenteurs ».
www.legifrance.gouv.fr

⁴⁴- L'article 01 de la loi n° 88-1201 de 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et du règlement général de la SICOVAM dispose :
« sont considérés comme valeurs mobilières pour l'application de la présente loi les titres émis par des personnes morales , publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou tradition , qui confèrent des droits identiques par la catégorie et qui donne accès directement ou indirectement, à une quantité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine ».

Cité par : RIVIERE Isabelle, Les contrats portant sur les valeurs mobilières, op.cit, p.08.
GOZIAN Maurice et VIANDIER Alain, Droit des sociétés, 8^{ème} éditions, Litec, Paris, 1995, p.372.

⁴⁵- للتفصيل عن تعريف القانون الفرنسي للقيم المنقولة أنظر :

MOULIN Jean-Marc, Droit de l'ingénierie financière, op.cit, p.20

2- تعريف القيم المنقولة في القانون المصري: لم يعرف المشرع المصري القيم المنقولة لا في قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 و لا في لائحته التنفيذية⁴⁶ المعدل سنة 2015، بينما بيّن أنواع القيم المنقولة بصفة ضمنية حيث تطرق إلى ذكر أنواعها و حصرها في الأسهم و السندات.

3- تعريف القيم المنقولة في القانون الأمريكي: عرف المشرع الأمريكي الورقة المالية تعريفاً واسعاً، بهدف ضمان خضوع جميع الأوراق المالية التقليدية و المستحدثة للنصوص القانونية⁴⁷، فنص في الفقرة 3/ أ بند 10 من قانون البورصة الصادر سنة 1934 على أن مصطلح الورقة المالية يقصد به ما يلي:

"كل صك يمثل سهماً أو سند خزنة، أو سند، أو شهادة فائدة أو مشاركة أو أي اتفاق لإقتسام الأرباح، أو أي شهادة تعطي الحق في أي ملكية نفط أو غاز أو ملكية معدنية أخرى أو إيجار أو شهادة ضمان انتمان أو شهادة اشتراك أو سهماً قابلاً للتحويل أو عقد استثمار أو شهادة اتحاد التصويت، أو شهادة الضمان الإضافي، أو شهادة الإيداع، أو أي حق خيار في الشراء أو البيع أو خيار مزدوج أو على مؤشر أو مجموعة مؤشرات للأوراق المالية لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما أو الحقين معا"⁴⁸.

يعاب على هذا التعريف جمعه لكل الأوراق المالية المعروفة في سوق رأس المال الأمريكية و سردها، دون وضع ضوابط قانونية تساعد على معرفة ما هو داخل في حيز الأوراق المالية عن غيرها. كما أن كمية و نوعية الأوراق المذكورة في هذا التعريف تدل على مدى تقدم و تطور البورصة الأمريكية آنذاك⁴⁹.

⁴⁶ عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص 61. و صالح راشد الحمراي ، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية وفقاً للقانون رقم 95 لسنة 1992 في شأن سوق رأس المال، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الحقوق، جامعة القاهرة، 2000، ص 219.

⁴⁷ حمليلى نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 151.

⁴⁸ نقلاً عن: صالح راشد الحمراي دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 220.

⁴⁹ حمليلى نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 251.

4- تعريف القيم المنقولة في القانون الجزائري: عرف القانون الجزائري لأول مرة القيم المنقولة في المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 91-169 الذي يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة كما يلي: "تعتبر قيما منقولة بحسب طبيعتها الديون المعينة المقدار و المستحقة لشركات رؤوس الأموال و السندات مهما كانت طبيعتها و حصص الشركاء في شركة التوصية و أسهم التمتع و الريع الأبدية و سندات الرسملة، و سندات المشاركة في الأرباح و بصفة عامة كل منتج مالي قابل للتفاوض في البورصة"⁵⁰.

لم تُورد هذه المادة تعريفا للقيم المنقولة، بل ذكرت أنواع السندات التي يمكن أن تكون قيما منقولة، مع الإشارة إلى أنها لم تذكرها على سبيل الحصر هذا ما يفهم من سياق عبارة "و بصفة خاصة كل منتج مالي قابل للتفاوض في البورصة"، خاصة أن المنتجات المالية القابلة للتفاوض في البورصة عديدة.

حدد هذا التعريف مصدر القيم المنقولة في شركات الأموال التي تكون إما في شكل شركات أسهم أو شركات التوصية، بالرغم من أن ما هو متعارف عليه هو أن شركات الأسهم وحدها لها الحق في إصدار القيم المنقولة هذا من جهة، و من جهة أخرى أقصى أشخاصا آخرين هم الدولة و الأشخاص المعنوية التابعة لها⁵¹ مثل الهيئات المحلية و الأشخاص العمومية الاقتصادية.

جاء بعد ذلك المرسوم التشريعي رقم 93-08 المتضمن تعديل القانون التجاري بتعريف آخر مغاير لسابقه، معتمدا في تعريفه للقيم المنقولة على تحديد خصائصها عملا بما قام به المشرع الفرنسي في القانون رقم 66-11 الصادر في 23 ديسمبر 1988 المتعلق بالشركات التجارية و المتمثلة في خاصية قابليتها للتداول، و قابليتها للتسعيرة في البورصة و ذلك كما يلي: "القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة و تكون مسعرة في البورصة، أو يمكن أن تسعر و تمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف و تسمح بالدخول بصورة

⁵⁰ - مرسوم تنفيذي رقم 91-169، يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، مرجع سابق.

⁵¹ - تحليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 251.

مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأس مال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها⁵².

حصر هذا التعريف الشركات المصدرة للقيم المنقولة في شركات الأسهم فقط مقصيا شركات التوصية، التي خول لها ذلك وفقا للمرسوم التنفيذي رقم 91-169 السالف الذكر، إلا أنه أبقى الدولة و الهيئات التابعة لها غير مؤهلة لإصدار هذه الأوراق المالية، بالرغم من أن المشرع الفرنسي ألحّ على إمكانية إصدارها من طرف أشخاص عامة أو خاصة في مختلف تعاريفه للقيم المنقولة.

تدارك المشرع خطأه فصحح ذلك بمناسبة إصداره المرسوم التشريعي رقم 93-10 حيث أجاز في مادته الأولى الدولة و الهيئات المحلية بإصدار قيم منقولة، التي تنص على ما يلي: "تعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم و سير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة و الأشخاص الآخرون من القانون العام و الشركات ذات الأسهم".

عاد القانون الجزائري مرة أخرى على موقفه المتمثل في عدم السماح للدولة و الهيئات المحلية بإصدار أوراق مالي قابلة للتداول و قابلة للتسعيرة في البورصة في النظام العام لبورصة القيم المنقولة التي حصرت مصدر الأوراق المالية في شركات الأسهم، في نص المادة 30 من النظام رقم 97-03 الذي جاء كما يلي: "لا تقبل في التداول في البورصة إلاّ القيم الصادرة عن شركات الأسهم طبقا للأحكام المنصوص عليها في القانون التجاري".

الفرع الثاني

خصائص القيم المنقولة

وردت تعاريف فقهية و تشريعية متعددة للقيم المنقولة تختلف باختلاف خصائصها، يعود ذلك إلى تركيز كل تعريف على إحدى خصائصها ، فهي قيم متماثلة القيمة في الإصدار

⁵² - المادة 71 مكرر 30 من الأمر رقم 75-59 مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري، معدل و متمم، ج ر ج د ش عدد 100، صادر في 19 ديسمبر 1975. تنص المادة 01 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، على ما يلي: "تعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم و سير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم".

الواحد(أولاً)، متساوية القيمة كل حسب صنفها(ثانياً)، غير قابلة للتجزئة(ثالثاً)، تمكّن صاحبها بيعها في البورصة كونها قابلة للتسعيرة(رابعاً) تضمن نفس الحقوق لأصحابها إذا كانت من الإصدار الواحد(خامساً)، و أهم خاصية لها تتمثل في قابليتها للتداول دون التقيد بالإجراءات التي فرضها القانون المدني عند انتقال الحقوق(سادساً).

أولاً- القيم المنقولة متماثلة في الإصدار الواحد La fungibilité: يعني أن القيم المنقولة التي تكون ضمن إصدار واحد تتماثل من حيث صنفها، قيمتها، و الحقوق التي تخولها لأصحابها⁵³. إن كونها متساوية في القيمة فالأصل أنها تخول لأصحابها حقوقاً متساوية و بالمقابل تفرض عليهم نفس الواجبات، غير أن هذه القاعدة ليست من النظام العام، إذ يجوز الإتفاق على خلاف ذلك⁵⁴، نص المشرع الجزائري على خاصية التساوي من حيث قيمتها⁵⁵ في المرسوم التشريعي رقم 93-08 المذكور أعلاه.

ثانياً-التساوي من حيث صنفها: لا يمكن للشركة أن تمزج بين الأسهم و السندات في إصدار واحد، فيجب أن يكون الإصدار الواحد من أسهم فقط أو من سندات فقط. للقيم المنقولة عند إصدارها قيمة نقدية تسمى بالقيمة الاسمية، إلا أن هذه الأخيرة قد تزداد أو تنقص، حسب ازدهار أو خمول نشاط الشركة المصدرة لها.

1- القيمة الاسمية للسند La valeur nominale: هي القيمة التي تُكتب على ذات الصك، أي في الشهادة المثبتة لقيمتها وفقاً للبيان المدون بها⁵⁶، يُعبّر عنها بالمبلغ المدفوع لقاء الإكتتاب للقيم المنقولة⁵⁷.

⁵³- GUYON Yves, Droit des affaires, T 1, Droit commercial général et sociétés, Economica, Paris 1994, p.748.

يقصد بالأشياء المثلية تلك الأشياء التي يوجد لها نظير من جنسها يساوي أو يقارب في القيمة، و يكون تعيينها بذكر نوعها و بيان مقدارها بالعدد أو الوزن أو بالكيل أو بالمقياس، حيث يقوم بعضها مقام البعض الآخر عند الوفاء بها. للتفصيل أنظر: هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004، ص185.

⁵⁴- أحمد سعيد أحمد الشهراني، عمليات الأوراق المالية العاجلة و الآجلة، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2007، ص101.

Voir aussi : OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, 2^{ème} édition, Litec, Paris, 2005, p.112.

⁵⁵- " القيم المنقولة سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة. تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر وتمنح حقوق مماثلة حسب الصنف....". المادة 715 مكرر 30 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

⁵⁶- القليوبي سميحة، الشركات التجارية، ط 3، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص245.

⁵⁷- طه مصطفى كمال، الشركات التجارية، الأحكام العامة للشركات، دار الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1998، ص223.

حددت مختلف التشريعات القيمة الإسمية للأسهم مسبقا و ذلك بتحديد القيمة الإسمية الأدنى و القيمة الإسمية الأقصى لها، كالمشرع المصري مثلا، حيث جعل قيمة السهم لا تقل عن خمسة (5) جنيها و لا تزيد عن ألف جنيه، وفقا لنص المادة 31 فقرة 1 من قانون الشركات المصري و المادة 07 من اللائحة التنفيذية.

سلك المشرع الأردني نفس مسلك المشرع المصري في وضع الحد الأدنى و الأقصى لقيمة السهم بين درهم واحد و 100 درهم لكل الشركات الأردنية التي تتأسس على التراب الأردني⁵⁸، أما المشرع الجزائري فقد عمل مثل نظيره المشرع الفرنسي، حيث اكتفى بتحديد الحد الأدنى للقيمة الإسمية لأسهم الشركات عند تأسيسها⁵⁹، نص عليها القانون الجزائري في الأمر رقم 59-75 المتضمن القانون التجاري، ب 100 دينار جزائري⁶⁰، كما نص على نفس المبدأ كذلك القانون اللبناني⁶¹

سلك المشرع الجزائري نفس مسلك المشرع الفرنسي بشأن تحديد الحد الأدنى للقيمة الإسمية للأسهم تاركا الحرية الكاملة للشركة المصدرة في تحديد القيمة الإسمية لأسهمها عند تأسيسها و حتى بعد ذلك عند زيادة رأس مالها، هذا ما يتبين من نصوص القانون الفرنسي المؤرخ في 05 جانفي 1978⁶². نفس الحرية منحها المشرع الجزائري للمؤسسين عند تأسيس شركاتهم، يظهر ذلك جليا في نص المادة 715 مكرر 50 من المرسوم التشريعي رقم 93-08⁶³، قد يكون الهدف من

⁵⁸- إلياس ناصف، الكامل في قانون التجارة، الشركات التجارية، ج 2، عويدات للطباعة و النشر، بيروت، 1999، ص233. يحظر إصدار الأسهم دون قيمة اسمية محددة و ذلك تحت طائلة تطبيق العقوبات المقدرة لذلك قانونا، على خلاف القانونين الأمريكي و البلجيكي حيث أجازا إصدار و أسهم دون قيمة اسمية. للتفصيل أنظر في ذلك: DUPONTAVICE Emmanuel, DUPICHOT Jaques, Traité de droit commercial, vol 2, 3^{ème} éditions, Montchrestien, Paris, (S. d), p.157.
MERLE Philippe, La protection de l'épargne, Dalloz, Paris, 1996, p.276.
⁵⁹- OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, op.cit, p.112.

⁶⁰- المادة 702 من التقنين التجاري.

⁶¹- حدد القانون اللبناني الحد الأدنى للقيمة الإسمية للسهم، فيجب أن لا تقل عن 25 ليرة لبنانية. أنظر: إلياس ناصف، الكامل في قانون التجارة، الشركات التجارية، منشورات عويدات للنشر، 1982، ص233.

⁶²- نقلا عن: حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص256.

⁶³- تنص المادة 715 مكرر 50 من المرسوم التشريعي رقم 93-08، مرجع سابق، على ما يلي: " تحدد القيمة الإسمية للأسهم عن طريق القانون الأساسي...".

ذلك هو نح فرصة و السماح للمستثمرين و صغار المدخرين في الإكتتاب في شركات المساهمة عندما تكون أسهمها بقيمة معقولة⁶⁴.

2- القيمة الحقيقية للسند La valeur réelle: هي قيمة ما يمثله السهم من موجودات الشركة في صافي أصولها بعد خصم كل ما عليها من ديون⁶⁵، و تعني الناتج عن قيمة أصول الشركة على عدد أسهمها⁶⁶، لا تبقى قيمة السهم الإسمية معادلة لقيمة السهم الحقيقية بعد انطلاق مشروع الشركة، فإذا كانت الشركة غير مدينة فإن أصولها تتساوى مع رأسمالها، و بالتالي تتساوى القيمة الحقيقية مع القيمة الإسمية للسهم، و فإذا حققت الشركة أرباحا و زادت موجوداتها، فإن أصولها تزيد على رأسمالها، و بالتالي تزداد قيمة السهم الحقيقية عن قيمته الإسمية.

3- القيمة السوقية للسند La valeur marchande ou boursière: يطلق على القيمة السوقية القيمة التجارية للسهم، تمثل هذه القيمة قيمة السهم في سوق الأوراق المالية، كما تمثل أيضا سعر تداول السند داخل البورصة وفقا لقانون العرض و الطلب، تخضع أسعار القيم المنقولة لقانون العرض و الطلب، و لتأثيرات العوامل الإقتصادية و السياسية و كذلك على وضعها في الإحتكار و المضاربة⁶⁷.

ثالثا- عدم قابليتها للتجزئة: إن عدم قابلية القيم المنقولة للتجزئة مبدأ قرره معظم التشريعات، إلا إذا اقتضت الظروف و أن أصبحت مملوكة لعدة أشخاص، كحالة الميراث

⁶⁴- يقول في هذا الشأن الأستاذ "عجيمي عدنان" ADJIMI Adnene ما يلي:

« Le prix d'émission des actions doit être fixé à un niveau attractif de façon à exercer un effet de captation aussi bien sur la petite épargne que sur la grande ».

ADJIMI Adnene, L'épargne en Tunisie, Thèse de doctorat, Univ. Panthéon- Assas, Paris II, 1992, p.109.

⁶⁵- القليوبي سميحة، الشركات التجارية، ج 2، ط 3، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص246.

⁶⁶- « On obtient la valeur intrinsèque en divisant l'actif par le nombre des titres ».

DUPONTAVICE Emmanuel, DUPICHOT Jaques. Traité de droit commercial, op,cit, p.147.

للتفصيل أنظر: حنفي عبد الغفار و قرياقص رسمية، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص246.

⁶⁷- إلياس ناصف، الكامل في قانون التجارة و الشركات التجارية، ج 2، عويدات للطباعة و النشر، بيروت، 1999، ص223. تتحدد عوامل العرض و الطلب بناء على الدافع السلوكي لجمهرة المستثمرين، و القيمة السوقية هي القيمة التي تظهر على نشرات حركة الأسهم التي تصدر عن هيئة سوق المال و بورصة الأوراق المالية و تنشرها في الصحف و القنوات التلفزيونية و مختلف وسائل البث و الإعلام لتكون مؤشرات التداول. أنظر: صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الإستثمار ...، مرجع سابق، ص251.

مثلا(الملكية الشائعة)، حيث يتوقف استعمال الحقوق التي تخولها القيم المنقولة حتى يتفق الملاك على الشيوع على اختيار شخص من بينهم، أو تعيين نائب مؤقت لممارسة هذه الحقوق في مواجهة الشركة.

يكون الشخص المختار في الملكية الشائعة بمثابة المالك المقرر للسهم، و في حالة عدم الاتفاق بينهم يتعين على القضاء بناء على طلب المالك الأكثر عجلة في أمره⁶⁸. إن الحكمة من تقرير خاصية عدم القابلية للتجزئة هي تسهيل ممارسة الحقوق للصيقة بالقيم المنقولة، و التي تمنح لأصحابها لاسيما حق التصويت في الجمعيات العامة، إذ من غير المتصور أن يكون هذا الحق قابلا للتجزئة⁶⁹.

رابعاً - قابليتها للتسعيرة: تعتبر خاصية القابلية للتسعيرة من أهم الخصائص التي تتوفر في القيم المنقولة، و تنفرد بها باعتبارها سندات طويلة الأجل، أكد المشرع الجزائري على هذه الخاصية في المادة 715 مكرر 30 من التقنين التجاري⁷⁰، حيث وحد الأحكام المطبقة على القيم المسعرة و القيم غير المسعرة، على خلاف المشرع الفرنسي الذي جعل القيم غير المسعرة تخضع لقواعد القانون التجاري الفرنسي، و جعل القيم المسعرة تخضع لقواعد و أحكام قانون السوق المالية⁷¹.

خامساً - التساوي من حيث الحقوق التي تخولها: يتحقق تماثل القيم المنقولة بمنحها لأصحابها نفس الحقوق⁷²، و ترتّب عليهم نفس الالتزامات كالحق في حضور الجمعيات

⁶⁸- تنص المادة 2/679 التقنين التجاري، مرجع سابق، على ما يلي: "يمثل المالكون الشركاء الأسهم المشاعة في الجمعيات العامة لواحد منهم أو بوكيل وحيد. وإذا لم يحصل اتفاق عين الوكيل من القضاء بناء على طلب أحد المالكين الشركاء الذي يهمه الاستعجال"، أما المشرع المصري فنص على تملك الأسهم لأكثر من شكل واحد بطريق الإرث في المادة 21 من قانون الشركات و المادة 128 من اللائحة التنفيذية. للتفصيل أنظر:

GERMANI Michel, Traité de droit commercial, op.cit, p.832.

⁶⁹- إلياس ناصف، الكامل في قانون التجارة، مرجع سابق، ص 234. في القانون الجزائري حق التصويت المرتبط بالسهم يرجع إلى المنتفع في الجمعيات العامة العادية و إلى مالك الرقبة في الجمعيات العامة غير العادية. المادة 679-1 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

⁷⁰- تنص المادة 715 مكرر 30 من التقنين التجاري، مرجع سابق، على ما يلي: "القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة و تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر....".

⁷¹- نقلا عن: حملي نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص258.

⁷²- الفليوي سميحة، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص257.

العامّة و الاشتراك في مداولاتها، التصويت على قراراتها، الحق في إدارة الشركة، الحق في الحصول على نصيب من الأرباح و الحق في اقتسام فائض التصفية عند حل الشركة.

يستمد المساهم هذه الحقوق من صفته شريك في الشركة، تستند إلى نية المشاركة، حيث يقع باطلا كل قرار صادر من الجمعية العامة أو نص في نظام الشركة من شأنه المساس بها⁷³، و اشتراك المساهم في إدارة الشركة عن طريق المناقشة و التصويت في الجمعيات العامة⁷⁴ تعتبر من الحقوق الجوهرية التي يخولها السهم لحامله، هذا الحق ثابت منذ حصول الإكتتاب، و لا يمنع التخلف عن باقي قيمة السهم من ممارسة هذا الحق⁷⁵، في حين يخول السند لحامله حق مديونية طويل الأجل⁷⁶ ما يؤدي إلى التساوي في الحقوق و الواجبات المرتبطة بها⁷⁷.

تمنح القيم المنقولة التي تنتمي إلى صنف واحد نفس الحقوق و تفرض نفس الإلتزامات على أصحابها، فتساوى قيمة السهم يستتبع المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم، فهو يقضي المساواة في الأرباح و المساواة في التصويت، إلا أن مبدأ المساواة بين المساهمين ليس من النظام العام⁷⁸.

⁷³ نص المشرع المصري صراحة على هذه الحقوق في نص المادة 38 من القانون رقم 159 لسنة 1981 التي جاءت كما يلي: "يقع باطلا كل قرار يصدر من الجمعية العامة يكون من شأنه المساس بحقوق المساهم الأساسية التي يستمدّها من صفته شريكا".

⁷⁴ محمد مومن، "حق المساهمين في التصويت داخل الجموع العامة، شركات المساهمة في القــــانون المغربي"، مجلة الحقوق المغربية، كلية العلوم القانونية و الإقتصادية، جامعة الحسن الثاني، الدار البيضاء، عدد 08، أكتوبر 2009، ص28 و ما يليها.

⁷⁵ يترتب حق الاشتراك في إدارة الشركة عن واقعة الاشتراك في إدارة الشركة، لا على حصول الوفاء الكامل بقيمة أسهمه. أنظر في ذلك: إلياس ناصف، الكامل في قانون التجارة، مرجع سابق، ص241.

⁷⁶ سيد طه بدوي محمد، عملية بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة من الوجهة القانونية، دراسة لنيل درجة الدكتوراه في القانون، جامعة عين الشمس، القاهرة، 2000، ص123.

⁷⁷ تنص المادة 715 مكرر 81 من التقنين التجاري، مرجع سابق، على ما يلي: "سندات الإستحقاق هي سندات قابلة للتداول تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الإسمية".

⁷⁸ هذا ما تنصت عليه المادة 2/35 و المادة 48/5 من القانون المصري رقم 159 لسنة 1981.

« Les valeurs mobilières ne peuvent être fongibles, alors qu'elles sont issues d'une même émission par exemple une action et une action de préférence peuvent être issues d'une même émission, pourtant elles ne sont pas fongibles car elles confèrent chacune des droits différents.... ». OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, op.cit, p.320.

نص المشرع الجزائري على خاصية التساوي في الحقوق و الإلتزامات التي تخولها القيم المنقولة لأصحابها⁷⁹ لكن بصفة مرنة، و يقصد بذلك أن الحقوق و الإلتزامات نسبية إلى الصنف الذي تنتمي إليه، فإذا كان الإصدار أسهما يجب أن تتمتع كلها بالحق في الدخول في رأس مال الشركة، أما إذا كان الإصدار سندات يجب أن يمنح كل الإصدار حق المديونية للمكتتبين فيه⁸⁰.

سادسا- قابلية السند للتداول Négociable: تعتبر قابلية القيم المنقولة للتداول من أهم الخصائص التي تتميز بها، تعرف عملية التداول بأنها "صفة تلحق ببعض السندات الممثلة لحق، تسمح بنقله في مواجهة الغير دون إتباع الإجراءات المنصوص عليها في القانون المدني"⁸¹. تعني كذلك: "جواز التنازل عنها بالطرق التجارية"⁸²، فيجوز التنازل عنها بطريق القيد في سجلات الشركة إذا كانت إسمية، و بالتسليم إذا كان لحاملها⁸³ و عن طريق التظهير إذا كانت إذنية⁸⁴.

تمنح هذه الخاصية لحامل الورقة المالية الحق في التنازل عنها في أي وقت بإتباع الطرق التجارية، و تفادي الإجراءات المعقدة المنصوص عليها في القانون المدني⁸⁵، فهي تسمح لها بالإنقال بسرعة كبيرة دون قيود شكلية و دون إتباع إجراءات حوالة الحق المعقدة. لا يترتب على التداول ضرر يلحق برأس مال الشركة، بل هي صفة رئيسية تتمتع بها، فهي العامل الرئيسي في ازدهار هذا النوع من الشركات، تتيح الفرصة لجمهور المستثمرين

⁷⁹ - المادة 715 مكرر 30 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

⁸⁰ - حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص257.

⁸¹ - هشام فضلي، تداول الأوراق المالية و القيد في الحساب، دراسة قانونية مقارنة في نظام الإيداع و القيد المركزي في الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2005، ص06.

⁸² - إلياس ناصف، موسوعة الشركات المغفلة، الأسهم، ج 8، منشورات الحلبي، بيروت، 2004، ص107. للتفصيل: GUIRAMAND France, HERAUD Alain, Droit des sociétés, 3^{ème} édition, Edition Dunod, Paris, 2009, p.398.

⁸³ - إبراهيم سيد أحمد، العقود و الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1999، ص171.

⁸⁴ - VIDAL Dominique, Droit des sociétés, op.cit, p.386.

للتفصيل أنظر: محمد سعيد الراضي، "تداول القيم المنقولة في القانون التجاري المغربي"، مجلة القانون المغربي، كلية

العلوم القانونية و الإقتصادية و الإجتماعية، الرباط، عدد 13، فيفري 2009، ص31.

⁸⁵ - أنظر المواد من 239 إلى 250 من التقنين المدني الجزائري، مرجع سابق.

للدخول في الشركة بحرية، و الخروج بسهولة و يُسر كلما أحوجتهم ظروفهم إلى ذلك، أو بدت بؤادر نظرة استثمارية أخرى ذات عائد أفضل.

كرس المشرع الجزائري خاصية التداول للقيم المنقولة، يظهر ذلك جليا في نص المادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المعدل و المتمم للقانون التجاري، التي تنص على ما يلي: "القيم المنقولة سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة، تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر....".

1- عن شكل الأوراق المالية: تتجسد الأوراق المالية موضوع التداول في شهادات تستخرج من دفتر ذات قسائم (كوبونات)، تعطي أرقاما متسلسلة، يوقع عليها عضوان من أعضاء مجلس الإدارة يُعيّنهم المجلس و تُختم بخاتم الشركة، يجب أن تتضمن شهادة الورقة المالية البيانات التي حدّدها القانون الذي يحكم نشاط الشركة، تنقسم إلى ثلاثة أنواع و هي كما يلي.

أ-السندات الإسمية Titres nominatifs: هي السندات التي تحمل اسم صاحبه، يسجل في سجل الشركات التجارية أو الهيئات المصدرة لها المخصص لذلك، تتضمن شهادته تاريخا هو تاريخ يوم توقيعه على اقتنائه لها. تنتقل ملكيته أو أي تصرف يقع عليها بالقيّد بسجلاتها.

ب-السند لحامله Titres au porteur: لا يشمل السند اسم الشخص المكتتب به (صاحبه)، بل يعتبر مالكا له كل حامل شرعي له، بمعنى أن الحق الثابت في الورقة المالية يندمج في الصك ذاته، فتصبح حيازته دليلا على ملكيته، لأنه يطبق عليه قاعدة الحيازة في المنقول سند الملكية⁸⁶.

هذا النوع من السندات نادر الإستعمال عمليا من قبل الشركات لأن السند الإسمي يقوم مقامه بطريقة أفضل و أسرع، فلم تجزه القوانين العربية التي نذكر منها القانون المصري و الأردني و التونسي، على خلاف القانون التجاري الجزائري الذي نص في المادة 715 مكرر 34 على ما يلي: "تكتسي القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة، شكل سندات للحامل أو سندات إسمية".

ج-السند لأمر Titre à ordre: هي السندات التي تنتقل بطريق التظهير، و تظهيرها يخضع للقواعد نفسها التي تخضع لها سندات السحب، يتضمن هذا السند اسم صاحبه مضافا إليه شرط

⁸⁶ - عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص. 464 و 465.

"الأمر"، يخول له هذا الشرط الانتقال بطريق التظهير (Par endossement)، من دون الرجوع إلى الشركة للحصول على موافقتها أو لإعلام الغير عن طريق التسجيل في دفاتها، هذا النوع من السندات نادرة الإستعمال عمليا من قبل الشركات، لأن السند لحامله يقوم مقامه بطريقة أفضل و أسرع، لم تجيز إصداره هذا النوع أيضا مختلف القوانين العربية⁸⁷، و التي من بينها الدولة الجزائرية.

يعاب على الورقة المالية صفتها الملموسة أو كونها في صكوك ورقية تقطع من قسائم تضعها الشركة الجهة المصدرة لها، يسمح شكلها لحاملها دسها و حملها و الحفاظ عليها بتخزينها مثلها مثل الورقة النقدية، بيد أن ذلك ينتج إمكانية سرقتها و تلفها، هذا إلى جانب كل ما تحمله هذه السندات من أتعاب، نفقات، وقت و مجهود على الشركة المصدرة لها، لذلك تبنّت مختلف التشريعات نظاما جديدا بشأنه تصليح وضع الأوراق المالية أو تقادي النظام الذي يحكم شكلها، يقوم على مبادئ نذكرها فيما يلي:

- تداول الأوراق المالية كان يتم عن طريق عمليات مالية يقوم بها الوسيط (المقاصة و التسوية) في البورصة، إلا أنه بعد تطور الأنظمة المالية استحدثت أجهزة متخصصة لنظام التسوية و المقاصة، أطلق عليه المشرع الجزائري تسمية المؤتمر المركزي للسندات⁸⁸.

- نقل الأوراق المالية بالتحويل بطرق الكترونية بحسابات العملاء لدى أمناء الحفظ بعد إتمام تسوية العمليات الواردة عليها و حلول محل سجلات الأوراق المالية لدى الشركة المصدرة بسجلات أخرى لدى شركة الإيداع المركزي⁸⁹.

قام المشرع الفرنسي بالإلغاء المادي للدعامات المحسوسة، التي كانت تترجم على شكل صك ورقي يمثل الأوراق المالية، و تمّ تحويلها إلى مثاليات تحل محل بعضها في التعامل، و كل صك موجود تحت شكل آخر يعتبر باطلا مجرد من كل آثار قانونية⁹⁰.

⁸⁷ - لم يجيز إصداره لا القانون المصري و لا القانون الأردني و حتى القانون التونسي. أنظر: إلياس ناصف، الشركات المغفلة، الأسهم...، مرجع سابق، ص108.

⁸⁸ - قانون رقم 03-04 مؤرخ في 17 فيفري 2003، يعدل و يتم المرسوم التشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر ج عدد 11، صادر في 19 فيفري 2003، معدل و متمم.

⁸⁹ - عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص ص. 465 و 466.

⁹⁰ - DE VAUPLANE Hubert, BORNET Jean Pierre, Droit des marchés financiers, Litec, Paris, 1998, p.42.

سلك المشرع الجزائري نفس مسلك المشرع الفرنسي بشأن تجريد الأوراق المالية من طبيعتها المادية الملموسة (dématérialisation)، يظهر ذلك من أحكام القانون رقم 03-04 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة⁹¹، الذي جعل على مستوى بورصة القيم المنقولة جهازا جديدا يتمثل في المؤتمن المركزي على السندات، إلى جانب لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، فبإنشاء هذا الجهاز عمد المشرع على سريان نظام تحول الأوراق المالية إلى قيد حسابي⁹².

2- طرق نقل ملكية الأوراق المالية: الأوراق المالية متنوعة لذلك طريقة نقل ملكيتها تختلف، فالأسهم يتم تداولها عن طريق القيد فتسجل ملكية أصحابها في السجل الذي تمسكه الشركة في مقرها الرئيسي⁹³، و ذلك بناء على قرار يقدم إلى الشركة، يتضمن إتفاق المتنازل و المتنازل إليه على التنازل عن السهم، موقعا عليه من كل منهما، أو من ينوب عنهما، يؤثر على صك السهم، كما يفيد نقل الملكية باسم من انتقلت إليه.

تنتقل ملكية الأسهم لحاملها بمجرد اتفاق الفريقين المتنازل و المتنازل له، أما بالنسبة للشركة المصدرة فلا يتم الانتقال إلا بالتسليم الفعلي من يد البائع المتنازل إلى يد المشتري المتنازل له، لذلك لا يستطيع هذا الأخير قبل أن يستلم هذا السند أن يحصل من الشركة على الحقوق التي تعود إليه من جراء عملية التنازل. فالتسليم هو طريقة تداول السند لحامله، و كل حائز لهذا السند يعد أهلا لإستعمال الحقوق للصيقة به⁹⁴.

⁹¹ - قانون رقم 03-04 مؤرخ في 17 فيفري 2003، يعدل و يتم المرسوم التشريعي 93-10 مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق. لم يتم تنصيب هذا الجهاز على الأرض الواقع إلا بعد سنة من إصدار القانون، أي في سنة 2005.

⁹² - يتولى مهام هذا الجهاز في القانون المصري شركة الإيداع المركز، أنظر: عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص 638. للتفصيل أنظر: هشام فضلي، تداول الأوراق المالية و القيد في الحساب، مرجع سابق، 2005، ص 18.

⁹³ - المادة 715 مكرر 38 من التقنين التجاري، مرجع سابق. للتفصيل حول السجل الذي تمسكه الشركة أنظر: المادتين 15 و 16 من مرسوم تنفيذي رقم 95-438 مؤرخ في 23 ديسمبر 1995، يتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمعات، ج ر ج عدد 80، صادر في 24 ديسمبر 1995.

⁹⁴ - إلياس ناصف، الشركة المغفلة، مرجع سابق، ص 61.

أصبحت ملكية الأوراق المالية في ظل تطبيق قوانين أسواق المال و البورصات، و بصدر القوانين المكرسة لزوال الكيان المادي للورقة المالية المتمثل في الدعامات المحسوسة⁹⁵، وذلك بعد إنشاء المؤتمر المركزي للسندات سنة 2003، فلا تنتقل بالطرق المعروفة سابقا إنما عن طريق قيدها بالبورصة و لا تتداول إلا بالوسائل و الطرق المعدة لذلك، حيث تقوم إدارة البورصات بإخطار الجهة المصدرة بانتقال الملكية لتقوم بدورها بإثبات نقل الملكية بسجلاتها الذي تجريه شركة الإيداع⁹⁶.

المطلب الثاني

تمييز القيم المنقولة عن المفاهيم المشابهة لها

بلغ تشابه الأوراق المالية مع غيرها من الأوراق التجارية و الأوراق المالية النقدية حد كبير، قد يعود ذلك إلى عدم إمام الجهود الفقهية و لا المفاهيم التشريعية للقيم المنقولة بما يزيل الخلط بينها، كونها منقولات معنوية تمثل حقوق معنوية مجردة من الدعامة الملموسة أو المحسوسة، و حتى قبل زوال دعامتها أو كيانها الملموس، الذي عملت مختلف القوانين على تنفيذه، لتسهيل عملية تداولها في حسابات مركزية و حفظها من الضياع و التلف، ما يفيد ضياع الحقوق التي تمثلها، خاصة القيم التي تمثل سندات لحاملها.

قد لا يفهم في القيم المنقولة إلا رجال الإقتصاد و المال المتخصصين في هذا المجال، خاصة بعد ظهور إلى جانب القيم المنقولة التقليدية المتمثلة في الأسهم و السندات قيم منقولة حديثة، ساعد في ظهورها تطور الصناعة و التكنولوجيا، مما أدى إلى تطور التجارة و سرعة المعاملات التي تتم بموجبها، لذا ظهرت ضرورة تمييز الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية عن غيرها من الأوراق التي نذكر من بينها الأوراق التجارية (فرع أول)، و الأوراق النقدية (فرع ثاني).

⁹⁵- ARCHAMBAULT Anne Laure, La nature juridique des valeurs mobilières, Thèse de doctorat en droit, Univ. Paris I, 1998, p.58.

⁹⁶- GRANOTIER Julien, Le transfert de propriété des valeurs mobilières, Thèse pour le doctorat, Univ. Panthéon-Assas, Paris II, 2006, p.270.

الفرع الأول

تمييز القيم المنقولة عن الأوراق التجارية

تمثل الأوراق التجارية الأداة الفعالة و سر رواج التعامل التجاري كونها تقوم مقام النقود، يرتبط مفهومها ارتباطا شديدا بمفهوم لفظ التاجر و تستمد صفتها منه⁹⁷، استند المشرع الجزائري في تحديد صفة التاجر إلى نظرية الأعمال التجارية، تنص المادة 01 من القانون التجاري على ما يلي: "يعد تاجرا كل شخص طبيعي أو معنوي يباشر عملا تجاريا و يتخذ مهنة معتادة له، ما لم يقضى القانون خلاف ذلك"⁹⁸.

تعتبر الأوراق التجارية صكوكا تثبت حقوقا شخصية تمثل مبالغ معينة من النقود، و من تمّ اعتبرت أداة وفاء و ائتمان الذي يعني الثقة، يهدف الائتمان التجاري الذي يُقصد به التنازل عن مال حاضر في مقابل الحصول على مال آجل، مع زيادة تعوُّض هذا الأجل، يكون الهدف منها تنشيط الحياة التجارية⁹⁹.

يتم الائتمان التجاري بعدة وسائل قانونية و التي نذكر في مقدمتها الأوراق التجارية، حيث تحل محل النقود في الوفاء بالالتزامات، تتشابه الأوراق المالية و الأوراق التجارية في أحكام كثيرة كقابليتها للتداول بالطرق التجارية و ذلك عملا بمقتضيات المعاملات التجارية التي تمتاز بالسرعة. لا تخضع لأحكام القانون المدني لإنقال الحقوق عن طريق حوالة الحق و إجراءاتها الطويلة، لأن كل من السندات المالية التي نعني بها القيم المنقولة و الأوراق التجارية تمثلان مبالغ مالية¹⁰⁰، إلا أنها تختلف عن بعضها البعض في أحكام تتعلق بتنظيمها (أولا)، و في الطريقة التي

⁹⁷ - عبد الحكم فـود، الأوراق التجارية على ضوء الفقه و قضاء النقض، دار الفـكر الجامعي، الإسكندرية، (د.س.ن)، ص05.

⁹⁸ - للتفصيل عن شروط الواجب توفرها لاكتساب صفة التاجر طبيعيا كان أو معنويا أنظر: عمورة عمار، الوجيز في القانون التجاري الجزائري، دار المعرفة، الجزائر، 2000، ص99 و ما يليها.

⁹⁹ - عبد الحكم فوده، الأوراق التجارية على ضوء الفقه و قضاء النقض، مرجع سابق، ص45.

¹⁰⁰ - تعتبر الورقة التجارية صك يثبت حق شخصيا و تعتبر كذلك أداة وفاء تحل محل النقود في الوفاء بالالتزامات، و من تمّ فإذا لم يكن محل الصك نقودا فإنه لا يعتبر ورقة تجارية.

يتم بموجبه إصدارها (ثانيا)، و من حيث قيمة الورقة المالية التي تصدر بها (ثالثا) و الأجل التي تمتد إليها لاستقفاء قيمتها (رابعا)، و المخاطر التي تتعرض لها طيلة حياتها (خامسا).

أولا- من حيث القوانين المنظمة لهما: إن الأوراق المالية تخضع حسب التشريع الجزائري إلى أحكام القانون التجاري، سردها المشرع في مواد عدة¹⁰¹ ضمن باب خاص بالقيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة، بالإضافة إلى أحكام أخرى تنظمها وردت في قوانين البورصة و مختلف الأنظمة المتعلقة بلجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، أما الأوراق التجارية تخضع في تنظيمها لأحكام القانون التجاري، ضمن الكتاب الرابع من القانون التجاري المتضمن المواد من 389 إلى 543 مكرر 18 منه.

نظمت الأوراق المالية عن طريق أحكام القانون التجاري كما نظمتها أيضا الأحكام الصادرة من الهيئات المنظمة للسوق المالية الجزائرية، و التي على هرم تدرجها الإداري لجنة تنظيم عملية البورصة و مراقبتها، عن طريق إصدارها لمختلف الأنظمة و القرارات¹⁰² المتعلقة بإصدار القيم المنقولة من طرف الهيئات و الشركات التي خول لها القانون ذلك، و شروط إصدارها سواء عند إنشاءها، أو عند زيادة رأس ماله بمناسبة توسيع مشاريعها أو النهوض بها، و تداولها في البورصة بهدف استحصال قيمتها المالية، لمن أراد إنهاء عملياته الإستثمارية فيها أو شراء أوراق مالية أخرى.

تخضع الأوراق المالية في التشريع المصري في تنظيمها لقواعد تستمد أحكامها من قوانين مختلفة، كقانون الشركات التجارية رقم 03 لسنة 1998 المعدل للقانون رقم 159 لسنة 1981، و قانون شركات تلقي الأموال رقم 146 لسنة 1988، و قانون شركات قطاع الأعمال رقم 253 لسنة 1991، و قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 و غيرها من القواعد المكملّة لها، أما الأوراق التجارية فتخضع لقانون التجارة المصري فحسب.

أخضع المشرع الفرنسي تنظيم الأوراق المالية إلى القانون الصادر في 24 جويلية 1966 وما أتى بعده من تعديلات، و التي نذكر من بينها التعديل الصادر في سنة 1981، و القانون

¹⁰¹ - المادة 715 مكرر 30 و ما بعدها من التقنين التجاري، مرجع سابق.

¹⁰² - تم استبيان البعض منها، و سيتم استكمال الباقي منها على طول هذا البحث، كلما استدعت الضرورة الإشارة إليها.

الصادر سنة 1988 المتعلق بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة وغيرها من القوانين التي سنبنينها لاحقا كلما استوجبت هذه الدراسة .

ثانيا- من حيث إجراءات اصدارهما: نقصد بإصدار الأوراق المالية عرضها على الجمهور للاكتتاب فيها لأول مرة¹⁰³ عند تأسيس الشركة أو إثر عملية زيادة رأس مالها، الذي يكون وفقا لإجراءين هما: الاكتتاب الخاص الذي يدعى الاكتتاب المغلق أو الاكتتاب العام أي الاكتتاب عن طريق اللجوء العلني للإدخار¹⁰⁴.

يتم الاكتتاب المغلق بدون أية عملية إخبارية عند تأسيس الشركة لتنفيذ خطتها الاقتصادية و تجسيدها على الأرض الواقع أو عند زيادة رأس مالها رغبة منها في توسيع مشاريعها. يكون الأشخاص المكتتبين في الأوراق المالية في الاكتتاب المغلق، مهما كان نوعها سواء كانت سندات تمثل حقوق ملكية (أسهم) أو سندات تمثل حقوق مديونية (سندات دين) معروفين و محددين مسبقا. يتمثل المكتتبين في الاكتتاب الخاص أو في الاكتتاب المغلق في المساهمين القدامى¹⁰⁵، خاصة الذين يملكون منهم حق الأفضلية في الاكتتاب في الإصدارات الجديدة لا سيما إذا كانت الشركة ناجحة، لأن زيادة مساهمين جدد فيها سيخفض من نسبة الأرباح التي يُحتمل استحصالها في نهاية كل سنة مالية، ضف إلى ذلك تخوُّف المساهمين القدامى من انتقال الإدارة إلى أيدي غير مرغوب فيها.

تُوجّه الشركة في الاكتتاب العام سواء عند تأسيسها أو في مختلف مراحل حياتها دعوة عامة لجمهور الأفراد المدخرين¹⁰⁶، و كل أصحاب الفائض المالي بهدف الاكتتاب في سنداتها

¹⁰³- « L'émission des valeurs mobilières est l'offre contre souscription des titres pour la première fois ».

Valeurs mobilières, Répertoire commercial, T 5, Dalloz, Paris, 1997, p.11.

¹⁰⁴- سنتعرض إليه بالتفصيل في الفصل الأول من الباب الثاني من هذه الدراسة.

¹⁰⁵- « Une souscription est dite privée lorsqu' elle s'effectue sans aucune publicité ».

AOUAD Hussein, La protection des actionnaires dans les sociétés anonymes libanaises, Thèse de doctorat, Univ. Paris II, 1992, p.26.

¹⁰⁶- يرى البعض أنها إصدار الأوراق المالية عن طريق اللجوء العلني للإدخار هي الطريقة الأنسب للبحث عن المستثمرين كون الدعوة عامة، موجهة إلى جمهور الأفراد أصحاب الفائض المالي.

NEUVILLE Sébastien, Droit de la banque et des marchés financiers, Edition Gualino, Paris, 2006, p.303.

المالية الممثلة لرأس مالها أو لمقدار زيادته بهدف تمويل مشاريعها، لتتمكن من تنفيذ خطتها و برنامجها و إخراجها من صيغتها المعنوية لتتجسد على الأرض الواقع.

مهما كان الإجراء المتبع لإصدار الأوراق المالية فهي تصدر دفعة واحدة من صنف واحد و بصفة متماثلة، و تماثل الأوراق المالية يعني منح أصحابها نفس الحقوق و ترتيب عليهم نفس الإلتزامات¹⁰⁷، أما الأوراق التجارية فهي لا تصدر دفعة واحدة¹⁰⁸، حيث يصدرها الساحب بناء على تصرفات منفصلة لا تشترط طبيعتها التجانس و التساوي بينها.

يتم اصدار السندات التجارية بطرق مختلفة كل حسب طبيعة السند، فإذا أخذنا السفتجة كنموذج و باعتبارها أعمال تجارية بحسب الشكل فالمشرع أعطى الحرية لأطرافها في كيفية إنشاءها على أن تستجيب للشروط الشكلية المنصوص عليها في القانون التجاري، ونفس الأمر بالنسبة للشيك حيث أجاز للمتعاملين بهذا السند إصدارها حسب الشروط الشكلية و الموضوعية المنصوص عليها قانونا والتي من بينها أن يكون المسحوب عليه مؤسسة مصرفية.

ثالثا - من حيث قيمتهما: تشترك الورقة التجارية و الورقة المالية في كون قيمتهما تُحدّدان مسبقا عند الإصدار، إلا أن حامل الورقة التجارية يضمن استيفاء قيمة الإصدار عند حلول آجالها بواسطة تظهيرها، لأن الحق الثابت في الورقة التجارية يكون مستحق الأداء بعد أجل قصير أو بمجرد الإطلاع¹⁰⁹، إلا إذا لجأ إلى طريقة الخصم.

¹⁰⁷ - الحق في حضور الجمعيات العامة، الحصول على نصيب من الأرباح، الحق في إدارة الشركة و غيرها من الحقوق التي تم الإشارة إليها سابقا.

¹⁰⁸ - صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مؤسسة البيان للطباعة و النشر و التوزيع، دبي، ص226.

وضع المشرع الجزائري لأول مرة مجموعة من الشروط تلتزم الشركة الراغبة في قيد أوراقها المالية في البورصة احترامها و السهر على توفيرها، من بينها ضرورة توزيع أسهمها بين الجمهور، حيث نظمت المادة 44 من النظام رقم 97-03 يتضمن النظام العام لبورصة القيم المنقولة، الحد الأدنى لانتشارها، يتمثل في 300 مساهم على الأقل مع ملكية كل منهم 5% على الأكثر من رأسمال الإجمالي للشركة، إلا أنها عُدلت بموجب المادة 08 من نظام اللجنة رقم 12-01 مؤرخ في 12 جانفي 2012، يعدل و يتم النظام رقم 97-03 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 41، صادر في 15 جويلية 2012.

¹⁰⁹ - حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص262.

كلما زاد معدل تداول الورقة التجارية بالخصم قلّت القيمة التي يحققها آخر من قدمها قبل حلول موعد الإستحقاق، فإذا كان ميعاد الدفع في الأوراق التجارية بعد أجل طويل فإن الصك يفقد صفته كورقة تجارية، كسندات الحكومة أو القيم المنقولة التي تصدرها شركة المساهمة التي تستحق الدفع بعد آجال طويلة¹¹⁰.

لا تحتفظ الأوراق المالية بنفس قيمتها عند الإصدار كونها عرضة لتأثير عدة عوامل اقتصادية و سياسية، كما أنها تخضع لقاعدة العرض و الطلب الذي تمّ الإشارة إليه سابقاً(القيمة الحقيقية و القيمة السوقية للسندات)، الأمر الذي يجعل حامل الورقة المالية غير ضامن لاسترجاع مقدار القيمة التي دفعها عند شراءه لهذه الأوراق المالية.

لا يمكن أن تقوم الورقة المالية مقام الورقة التجارية لسبب اختلاف طبيعة و وظيفة كل منهما، فالورقة المالية أو القيم المنقولة أداة لتوجيه المدخرات و الإستثمار فيها، بينما الورقة التجارية تعتبر أداة لائتمان المتعاملين بها أحياناً و أداة للدفع و الوفاء أحياناً أخرى¹¹¹.

يتميز الإستثمار في الأوراق المالية بأنه حافل بالمخاطر، خاصة إذا كان بكميات كبيرة، على خلاف الأوراق التجارية التي تنعم بشيء من الإستقرار عند التعامل بها، لذلك ينصح الأخصائيون في هذا المجال للتقليل من هذه المخاطر، التنويع في المحفظة المالية و عدم التركيز على صنف واحد من الأوراق التي إذا أصابها نكسة في الأسعار تلحق بصاحبها خسارة كبيرة¹¹².

رابعاً- من حيث آجالهما: تعتبر الأوراق المالية صكوكاً متوسطة أو طويلة الأجل¹¹³، تصل بالنسبة للأسهم إلى مدى حياة الشركة، حدّدها المشرع الجزائري ضمن أحكام القانون التجاري بـ 99 سنة و السندات لفترة قد تصل 30 سنة، فطول هذه المدة يمنح فرصة للشركة

¹¹⁰ - عبد الحكم فوده، الأوراق التجارية، مرجع سابق، ص46.

¹¹¹ - عمورة عمار، شرح القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق، ص78 و ما يليها. و عبد الحكم فوده، الأوراق التجارية ...، مرجع سابق، ص05 و ما يليها.

¹¹² -.

¹¹³ - يكون السند طويل الأجل حسب القانون الفرنسي إذا كانت مدته تعادل سبع سنوات على الأقل، إلّا أنه في سنة 1992 عدل هذا الأخير هذه المدة و جعلها خمسة سنوات على الأقل. للتفصيل أنظر:

GUYON Yves, Droit des affaires, op.cit, p.790.

المصدرة لها لإستيفاء قيمتها و تنفيذ سياستها، على خلاف المستثمر فيها الذي تتأثر قيمة ورقته زيادة و نقصانا وفقا لقواعد العرض و الطلب، التي تسود في الأسواق المالية.

إن هذه الخاصية (مدة استحقاق الأوراق المالية) تجعلها تخضع لقواعد العرض و الطلب التي تؤثر على أسعارها في السوق، لذلك فالشخص الذي يستثمر فيها لا يردّ حتما القيمة التي استثمر فيها، فقد ترتفع أو تنخفض كل حسب أحوال سوق الأوراق المالية، على خلاف الأوراق التجارية التي تصدر غالبا لأجال قصيرة أو متوسطة الأجل، تكون واجبة الدفع بمجرد الإطلاع عليها كالشيك مثلا¹¹⁴، حيث يتضمن مواعيد محددة لإستحقاقها.

خامسا - من حيث مخاطر الإستثمار فيهما: قد يلجأ المدخر إلى استثمار أمواله¹¹⁵ رغبة منه في تحقيق الأمان و الوقاية من غد أو مستقبل غير مؤكّد، الشيء الذي يدفعه إلى تحويل جزء من ماله في مرحلة من حياته لمرحلة أخرى، ترقباً لمرحلة صعبة يمكن أن تواجهه فالفرد يرغب بذلك في تحقيق الربح السريع و السهل، عن طريق ما توفّره له مختلف التوظيفات المقترحة عليه¹¹⁶ خاصة أن هدف المساهم هو تحقيق أرباح رأسمالية مرتفعة دون الإهتمام كثيرا بعنصر المخاطر¹¹⁷.

¹¹⁴ - صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية، مؤسسة البيان للطباعة و النشر و التوزيع، دبي، 2004، ص225 و 226.

¹¹⁵ - عرفت ARNAUD- VALLE Anne المدخر كونه "الشخص الحائز على رأس مال و يخصصها لاستثمارات خارجة عن نشاطه المهني أو رغبة منه في تحقيق الربح".

« Le détenteur de capitaux qui affecte ses capitaux à des emplois étrangers à son activité professionnelle ou à sa compétence dans l'espoir d'en tirer profit ».

ARNAUD-VALLEE Anne, La protection de l'épargnant Thèse de doctorat, Univ. Montpellier, 2002, p.13.

أنظر كذلك: محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة و مخاطر الإستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، (د.س.ن)، ص28.

¹¹⁶ - أيت مولود فاتح، حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، تخصص القانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012، ص11. نقلا عن:

REFAIT Michel, Epargne et investissement, Col. Que sais-je ? P.U.F, Paris, 1998.

¹¹⁷ - يعبّر عن سياسة المستثمر المتمثلة في المساهمة في شركات المساهمة أنها سياسة هجومية. للتفصيل أنظر:

محمد كبيبة و أمير محمد عاطف، "النظرية الحديثة للمحافظ الإستثمارية و إمكانية تطبيقها على سوق الأسهم السعودية"، مجلة الإدارة العامة، مجلد 29، عدد 02، جوان 2009، ص12.

قد يستثمر المدخر أمواله إما بادخارها في البنوك أو استثمارها عن طريق شراء أوراق مالية، إلا أن لهذه الأخيرة مخاطر، أهمها تذبذب العائد المنقول عنها لأنها تخضع لقانون العرض و الطلب، فالمستثمر في الأوراق المالية قد لا يتحصل على نفس قيمة إصدار ورقته المالية، لسبب عوامل اقتصادية، تؤثر في سوق الأوراق المالية¹¹⁸، و المخاطرة هو عدم التأكد من الحصول على عائد آمن أمام هذه المخاطر التي تواجه الورقة المالية.

قصد التقليل من هذه المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية و التي تمثل محفظة أموال المستثمر، اقترح المتخصصون التنويع فيها و عدم حصر الإستثمار في نوع واحد من الأوراق المالية¹¹⁹، أمام جملة هذه المخاطر هناك من اعتبر الورقة المالية أداة استثمار و توجيه المدخرات، فالإكتتاب فيها أو شراءها يشكل استثمار حافل بالمخاطر يقوم به المدخر، أما الورقة التجارية ما هي إلا أداة ائتمان و أداة للدفع يستعملها التجار، كون معاملاتهم التجارية لا تحتمل التباطؤ و التماطل، إنما تتسم بالسرعة و الحركة المستمرة.

الفرع الثاني

تمييز القيم المنقولة عن الأوراق النقدية

تعتبر الورقة النقدية أداة وفاء و هي واجبة الدفع لدى الإطلاع عليها، يحكم إصدارها ضوابط سياسية اقتصادية تحددها الدولة¹²⁰، و باعتبار الورقة النقدية تمثل مبلغ مالي مثلها مثل القيم المنقولة، إلا أنهما يختلفان في عدة جوانب نذكر منها القواعد القانونية التي تخضع لها (أولاً)، الجهة المختصة بإصدارها (ثانياً)، القيمة المالية التي تمثلها (ثالثاً)، الهدف المرجو تحقيقه من إصدارها (رابعاً)، السوق الذي تنتمي إليه كليهما (خامساً)، الحقوق التي تخولها لأصحابها (سادساً) و طرق تداولها (سابعاً).

¹¹⁸- GRANOTIER Julien, Le transfert de propriété des valeurs mobilières, Thèse pour le doctorat, Univ. Panthéon-Assas, Paris II, 2006, p.03.

¹¹⁹- محمد محمود عبد ربه، طريقك إلى البورصة ...، مرجع سابق، ص28 و ما يليها.

¹²⁰- صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص229.

أولاً- من حيث القوانين المنظمة لهما: يتم تنظيم الأوراق المالية بموجب قوانين خاصة بالنقد و الصرف، كذلك مختلف اللوائح البنكية الصادرة من البنك المركزي الجزائري¹²¹، فيحكم الأوراق النقدية في الجزائر قانون النقد و القرض رقم 11-03¹²² و مختلف الأنظمة، حيث تنص المادة 03 من الأمر رقم 11-03 مؤرخ في 26 أوت 2003 يتعلق بالنقد و القرض على ما يلي: "يحدد عن طريق أنظمة تتخذ طبقاً لأحكام هذا الأمر ما يأتي:

- إصدار الأوراق النقدية و القطع النقدية المعدنية.
- إشارات تعريف الأوراق النقدية و القطع النقدية المعدنية، لا سيما قيمتها الوجهية و مقاساتها وأنماطها و مواصفاتها الأخرى.
- شروط و كفاءات مراقبة صنع وإتلاف الأوراق النقدية و القطع النقدية المعدنية".

يحدد الهيئات المكيفة بإصدار الأوراق النقدية الورقية أو المعدنية و كفاءات ذلك و طرق تغطيته، إلى جانب أنظمة أخرى صادرة من مجلس النقد والقرض، بينما تنظم الأوراق المالية بموجب القانون التجاري في باب خاص بالقيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة، تناولتها المواد 715 مكرر 30 و ما بعدها، إلى جانب أساليب أخرى سيتم ذكرها لاحقاً، تتمثل في قوانين البورصة و أنظمة لجنة عمليات البورصة و مراقبتها.

ثانياً- من حيث جهة إصدارهما: إن الجهة المختصة في إصدار الأوراق النقدية تتمثل في الدولة دون غيرها، إلا أن هذه الأخيرة فوّضت حق ممارسة هذا الإمتياز للبنك المركزي الجزائري بموجب

¹²¹- للتفصيل أنظر: تدرست كريمة، النظام القانوني للبنوك في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في قانون الأعمال، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2003، ص 65 و ما يليها.

¹²²- أمر 11-03 مؤرخ في 26 أوت 2003، يتعلق بالنقد و القرض، ج ر ج د ش عدد 52، صادر في 27 أوت 2003، معدل و متمم بأمر رقم 01-09 مؤرخ في 22 جويلية 2009، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2009، ج ر ج د ش عدد 44، صادر في 26 جويلية 2009، و بالأمر رقم 04-10 مؤرخ في 26 أوت 2010، ج ر ج د ش عدد 50، صادر في 01 سبتمبر 2010، متمم بموجب قانون رقم 08-13 مؤرخ في 30 ديسمبر 2013، يتضمن قانون المالية لسنة 2014، ج ر ج د ش عدد 68، صادر في 31 ديسمبر 2013 معدل و متمم بموجب قانون رقم 14-16 مؤرخ في 28 ديسمبر 2016، يتضمن قانون المالية لسنة 2017، ج ر ج د ش عدد 77، صادر في 29 ديسمبر 2016 معدل و متمم بالأمر رقم 10-17 مؤرخ في 11 أكتوبر 2017 ج ر ج د ش عدد 57، صادر في 12 أكتوبر 2017.

نص المادة 02 من القانون رقم 03-11 يتعلق بالنقد و القرض التي تنص على ما يلي: "تتكون العملة النقدية من أوراق نقدية وقطع نقدية معدنية.

يعود للدولة امتياز إصدار العملة النقدية عبر التراب الوطني.

ويفوض ممارسة هذا الامتياز البنك المركزي دون سواه الذي يدعى في صلب النص ضمن علاقاته مع الغير "بنك الجزائر" ويخض لأحكام هذا الأمر".

تتمثل الجهة المختصة لإصدار الأسهم و السندات في الجمعية العامة في شركات المساهمة عند تأسيسها و ظهورها على الأرض الواقع ككيان قانوني، أو في الجمعية العامة غير العادية لها عند إصدارها للأسهم بمناسبة زيادة رأس مال الشركة¹²³ للنهوض بها لسبب سوء تسييرها، أو لتطويرها عن طريق توسيع مشاريعها، أو من الدولة و الهيئات المحلية التابعة لها بمناسبة إصدارها لسندات دين.

ثالثا - من حيث قيمتهما: يتم تحديد قيمة الأوراق النقدية بموجب القانون مع مراعاة الإتفاقيات الدولية، يجب أن تكون قيمة النقود مكافئة لقيمة احتياطي الذهب المغطاة به¹²⁴، بينما يتم تحديد قيمة الأوراق المالية من طرف هيئة خبراء تعيّنها الجهة المصدرة، و ذلك على أساس وقائع و معطيات اقتصادية و مالية، خاصة أن أسعار الأوراق المالية تخضع لقانون العرض و الطلب¹²⁵.

لم يحدد القانون الجزائري القيمة الاسمية التي يجب أن تبلغها القيم المنقولة، لا في السندات و لا في الأسهم، حيث سلك المشرع نفس مسلك المشرع الفرنسي، تاركين الحرية المطلقة لمؤسسي الشركة المصدرة لها عند تأسيسها، على خلاف ما هو عليه في التشريع المصري¹²⁶ و الأردني¹²⁷، حيث وضع كلاهما حدّ أدنى و حدّ أقصى لا يجوز تجاوزهما.

¹²³ - المادة 674 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

¹²⁴ - المادة 03 من الأمر رقم 03-11 يتعلق بالنقد و القرض، مرجع سابق. للتفصيل أنظر: صالح راشد الحمراي ، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص229

¹²⁵ - أحمد محمد اللوزي، الحماية الجزائية لتداول الأوراق المالية-دراسة مقارنة-، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، 2010، ص65. و حمليلى نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص260.

¹²⁶ - القليوبي سميحة، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص246.

¹²⁷ - إلياس ناصف، الكامل في قانون التجارة، مرجع سابق، ص233. يحظر إصدار الأسهم دون قيمة اسمية ، و ذلك تحت طائلة تطبيق العقوبات المقررة لذلك قانونا، على خلاف القانونين الأمريكي و البلجيكي اللذان أجازا إصدار أسهم دون قيمة اسمية. للتفصيل أنظر:

رابعاً - من حيث الغرض من إصدارهما: يتمثل الغرض من إصدار الأوراق المالية في جلب رؤوس أموال جديدة لتمويل نشاطات الشركة المصدرة لها¹²⁸، سواء عند تأسيسها أو في أحد مراحل حياتها بمناسبة زيادة رأس مالها، عن طريق الإكتتاب المغلق أو العام لسندات المالية، بهدف النهوض بها أو لإنتشار و تنويع مجال عملها هذا من جهة، و تلبية لرغبة المستثمرين في توظيفات سهلة التسييل و عالية المردودية¹²⁹ من جهة أخرى.

يكون الغرض من إصدار الأوراق النقدية هو تلبية حاجيات الأفراد من السلع و الخدمات التي تقدم لهم مقابل جهود جسدية أو فكرية يقومون بها¹³⁰، بيد أن المبادلات التجارية وجدت بوجود المجتمعات البشرية، سبب عجزها على تحقيق اكتفاءها الذاتي و إشباع رغباتها و حاجياتها بنفسها البحث و التنقل لزاما عليها لسد حاجاتها، حيث شهدت المبادلات التجارية في بدايتها معاملات تتم بدائية و بسيطة، كتبادل سلعة بسلعة لتتلاشى شيئا فشيئا، ليحل محلها العقود ثم العملات النقدية¹³¹.

خامساً - من حيث انتمائهما: تنتمي الأوراق المالية إلى السوق المالية، التي يرجع تاريخ نشأتها إلى عهد الرومان، حيث كانوا أول من عرفوها في القرن الخامس قبل الميلاد. تطورت في العصور الوسطى و اعتبرت كل من بروج وانفيرز و ليون و أمستردام أكبر المراكز المالية السندات المالية المعروفة آنذاك. قامت فيها البورصات إلى جانب الأسواق التجارية و تمّ فيها التبادل على السلع و النقود و الحوالات و أسهم الشركة التجارية¹³².

DUPONTAVIE Emmanuel, DUPICHOT Jacques, op.cit, p.157.

MERLE Philipe, Doit commercial et sociétés commercial op.cit, 1996, p.276.

¹²⁸ - الحمروني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 229.

¹²⁹ - فريد باجورج أبي صالح، بورصة الأوراق المالية ، بيروت، 1999، ص 05.

¹³⁰ - صاطوري الجودي، أكثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 05.

¹³¹ - THIVAUD (T.M), « Le phénomène financier et les marchés financiers en perspective historique: des sociétés antique à la création de la bourse de Paris, N°1724 », Revue économique financière, N° 48, Juillet 1998, p.21.

للتفصيل أنظر: حسين علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية، مفاهيم و تطبيقات، دار زهران، عمان، 1998، ص 13.

¹³² - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 27.

ساهم التطور المطرد للإقتصاد الرأس المالي و التوجيه نحو العولمة إلى تطوير الأسواق المالية لتشغل حيزا أكبر، فتنوّعت السلعة محل التداول فيها، انتقلت من أسواق محلية إلى أسواق عالمية، و هو ما يعرفه المؤلفين بتحرير الأسواق و تخطّيها الحدود الوطنية¹³³، بلغ هذا التطور قمته بعد إرساء مبدأ التخصص، الذي ساهم في خلق أسواق مختلفة عن بعضها البعض بالرغم من تداخلها¹³⁴.

عرف البعض الأسواق المالية بأنها نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين و المشترين، لنوع معين من الأوراق و لأصل مالي معين¹³⁵، عرفها البعض الآخر بالسوق التي يتم التعامل فيها بأوراق مالية طويلة الأجل كالأسهم و السندات، تكون العلاقة بين طرفي التعامل مباشرة، و ذلك عندما تقوم الوحدات ذات العجز المالي بإصدار صكوك ليكتتب فيها الجمهور مباشرة، ثم تصبح العلاقة غير مباشرة بمجرد حدوث تعامل ثاني عليها¹³⁶.

تنقسم السوق المالية إلى سوق نقدية أو سوق الإقتراض و سوق الأوراق المالية، تمثل السوق النقدية البيئة التي تنتمي إليها الأوراق النقدية، و التي تهتم بتداول السيولة القصيرة الأجل، أما الأوراق المالية التي نقصد بها القيم المنقولة محل الدراسة فهي تنتمي إلى سوق الأوراق المالية.

سادسا - من حيث الحقوق التي تخولها لأصحابها: تخوّل الأوراق المالية لأصحابها حقوقا مختلفة تختلف باختلاف أنواعها، فاعتبار المساهم مالكا لحصة في الشركة يجعله يشارك الجمعيات العامة العادية و غير العادية و التصويت على قراراتها و الحصول على الأرباح التي

¹³³ - حلمي سعد زغلول خالد، "العولمة و التحديات الإقتصادية و موقف الدول النامية"، مجلة الحقوق، جامعة الكويت، عدد 01، 26 مارس 2012، ص12.

¹³⁴ - ظهرت أسواق متخصصة من حيث نشاطها و ذلك بالنظر إلى السلع المتداولة فيها و المؤطرين لها و المتدخلين فيها. للتفصيل أنظر: صادق حسين، "بحوث في أعمال البورصات"، مجلة القانون و الإقتصاد، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، عدد 01، السنة الثامنة، 2009، ص80.

¹³⁵ - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة...، ص17.

¹³⁶ - عرفت الأستاذة "جافو كورين" JAFFEUX Corynne الأسواق المالية كما يلي: "السوق المالية مكان النقاء العرض و الطلب على أموال طويلة الأجل، تنقسم هذه السوق إلى سوق أولية يتم فيها إصدار القيم المنقولة، و سوق ثانوية تتبادل أو تتداول فيها القيم المصدرة سابقا". للتفصيل أنظر:

JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, op.cit, p.09.

تحققها بقدر ما يمتلكه من أسهم، إلى غيرها من الحقوق¹³⁷، أما أصحاب السندات و صكوك التمويل فهي تخول لهم حق استيفاء مبلغ السند عند حلول أجله، مع الفوائد المتفق عليها عند إصدارها¹³⁸، في حين فإن الأوراق النقدية لا تمنح لأصحابها أي حق، إلا الإنتفاع بالقيمة التي تمثلها هذه الصكوك.

تضمن الدولة قبول الأوراق النقدية للتداول بالتالي لا يحق للمتعاملين رفض قبولها، بمعنى أن الدولة وحدها ضامنة لسيولتها، عكس الأوراق المالية التي لا يمكن للجهة المصدرة أن تضمن لها السيولة، كونها لا يمكن اقتطاعها من رأس مالها إلا في حالة تصفيتها، كون هذا الأخير يمثل الضمان العام لدائنها.

سابعاً- من حيث أسلوب تداولهما: يتم تداول الأوراق المالية بالطرق التجارية، تخضع لأحكام القانون التجاري، كونه المنظم لها نظراً لسرعة المعاملات التجارية و تطورها، استبعد خضوعها لأحكام القانون المدني لإنتقال الحقوق، نظراً لتعقيد إجراءاته و طولها، ما لا يتماشى و المعاملات التجارية التي تتسم بالسرعة، يتم تداولها أيضاً عن طريق البورصة و تحت رقابتها¹³⁹.

¹³⁷ - للتفصيل أنظر :

BOMPOINT Dominique, "Les assemblées générales d'actionnaires servent-elles encore à quelque chose ?", Revue trimestrielle de droit financier, N°3, Mai 2011, p.32.

¹³⁸ - تستخدم السندات للحصول على التمويل اللازم في سوق المال باستقطابه للمستثمرين. أنظر في ذلك: نشأت عبد العزيز، محمد صلاح سالم، "سوق السندات في مصر، توظيف للواقع ومقترحات للتطوير"، مجلة كتاب الأهرام الإقتصادي، مؤسسة الأهرام، القاهرة، عدد 150، جويلية 2000، ص13.

¹³⁹ - GRANOTIER Julien, Le transfert de propriété des valeurs mobilières, op.cit, p.12.

المبحث الثاني

أنواع القيم المنقولة

يرى الأستاذ "فان هورن" أن الصكوك و الأدوات المالية لا يمكن عدّها إلاّ إذا كان الهدف منها الوصول بالأسواق المالية إلى درجة من الكفاية عن طريق طرح أوراق مالية مُبتكَرة، تهدف إلى تحقيق المنفعة للجهة المصدرة لها¹⁴⁰، فلذلك ظهرت أنواع جديدة لم تكن في الوجود.

كانت الأسهم و السندات وحدها تمثل أدوات لجذب المستثمرين، لأنها أصبحت عند البعض مصدر دخل إضافي، لما تزدّه هذه الصكوك من عوائد على شكل أرباح و فوائد¹⁴¹، كون الهدف الأساسي و النهائي للمساهم هي أمله و طموحه في تحقيق نصيب من الأرباح في المستقبل القريب، عن طريق استثمار مشروع الشركة.

عرفت الأسواق المالية منذ ظهورها أنواع كثيرة من الأوراق المالية، فمنها الأوراق المالية التقليدية المتمثلة في الأسهم و السندات (مطلب أول) سمح المشرع الجزائري تداولها في البورصة بموجب نظام اللجنة رقم 03-97¹⁴²، و أوراق مالية حديثة و مستحدثة من رجال الإقتصاد و المالية، بهدف تلبية الحاجة إلى تمويل سريع و فعال للشركات¹⁴³، يطلق عليها الأوراق المالية المركبة، سمينهاها القيم المنقولة الحديثة (مطلب ثان) نظرا لحدثة السماح تداولها في البورصة كون نظام اللجنة رقم 03-97 لم ينص قبول التداول فيها إلاّ القيم المنقولة التقليدية.

¹⁴⁰ - نفلا عن: هاني دويدار، العقود التجارية و العمليات المصرفية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، (د.س.ن)، ص271. و صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص222.

¹⁴¹ - تتكون ذمة شركات المساهمة من رأس مالها الذي يمثل مجموع القيم الإسمية لأسهمه، و التي من خصائصها انفصال ذمتها عن ذمة الشريك فيها، فإذا حققت هذه الأخيرة أرباحا فلا تستأثر بها، بل يحصل توزيعها سنويا على المساهمين فيها. للتفصيل عن حق المستثمر في الحصول عن نصيب من الأرباح التي تحققها الشركة التي استثمر فيها أمواله أنظر: تغريب رزيقة، النظام القانوني للسهم في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2004، ص62 و ما يليها.

¹⁴² - نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 03-97 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997، معدل و متمم.

¹⁴³ - القزويني شاكور، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992، ص122.

المطلب الأول

القيم المنقولة التقليدية

ازدهرت شركات المساهمة على إثر التطورات الصناعية و التجارية و الإكتشافات العلمية الجغرافية، التي نتجت عنها حاجة ماسة إلى رؤوس أموال ضخمة، من أجل تأسيس المشاريع الكبرى و الضخمة، في مختلف الميادين الصناعية و التجارية و الزراعية و غيرها ، فتعد شركات المساهمة أنجح وسيلة للإستثمار و جمع الأرباح¹⁴⁴، لتوزيعها على المستثمرين فيها، كون الحصول على نصيب من الأرباح أحد الحقوق الملازمة لملكية السهم، يستمدها من صفته شريكا في الشركة، تستند إلى نية المشاركة و ما يستتبعها من وجود المساواة بين الشركاء. ساعدت هذه العوامل أصحاب رؤوس الأموال إلى انتشار هذا النوع من الشركات، التي تشكل أمضى سلاح للإحتكار و الإثراء، فقال عنها العميد "ريبر" Rippert ضمن دراسته للنظام الرأسمالي: "أحسنا عند تكوين هذه الشركات الجديدة، إن الإنسان أصبح يلبي رغبة الإنسانية من خلالها".

تتولى شركات المساهمة المشاريع الكبرى التي تعجز عليها الإستثمارات المحدودة، لذلك تضطلع هذه الشركات بدور كبير في بناء الإقتصاد الوطني و تنميته و تحقيق أهداف، لأن الدور الحقيقي لشركات المساهمة يتمثل في تعبئة و جلب الإدخار¹⁴⁵، يكون عن طريق الإكتتاب في أسهمها (فرع أول) أو سندات الدين التي تقوم بإصدارها (فرع ثان).

الفرع الأول

Les actions الأسهم

تحتل الأسهم مكانة مرموقة بين القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة، إذ يكون الإعتماد فيها للحصول على الأموال التي تستغلها الشركة في مشاريعها سواء عند تأسيسها أو عند النهوض بها باستثمارات أخرى عن طريق زيادة رأسمالها¹⁴⁶، تعتبر الأسهم من أقدم القيم

¹⁴⁴ - إلياس ناصف، الكامل في قانون التجارة، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص172.

¹⁴⁵ - ZAHY Amar, « Contribution du décret législatif n° 93-08 du 25 Avril 1993, modifiant et complétant le code de commerce de 1975 », RASJEP, N°01, 1995, p.40.

¹⁴⁶ - حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص265.

المعروفة، تخضع لأحكام قانونية خاصة بها (أولاً)، تختلف أنواعها باختلاف الحقوق التي تخولها لأصحابها (ثانياً).

أولاً- تعريف الأسهم: تعددت التعاريف المقدّمة للأسهم في مختلف قوانين دول العالم، و في غياب البعض من هذه الأخيرة اجتهد فيها الفقه ليعض بعض التعريفات لها.

1- التعريف الفقهي للأسهم: لقد جرى الفقه التقليدي على تقديم عدة تعاريف الأسهم، يختلف كل تعريف عن الآخر بسبب الخاصية التي اعتمد عليها في ذلك، فمنهم من عرفها بأنها: "الصك الذي تصدره شركات المساهمة و شركات التوصية بقيمة اسمية معينة، يمثل حصة الشريك في رأسمال الشركات"¹⁴⁷.

اعتمد هذا التعريف على خاصية كون الأسهم يمثل صكوك تثبت حق الشريك في الشركة أو مقدار اشتراكه فيها، لذلك ركز فريق آخر من الفقهاء في تعريفهم للأسهم على خاصية التداول، فعرفوها بأنها "النصيب الذي يشترك به المساهم، يكون وسيلة لإثبات حقوقه، فيندمج الحق في الصك، فيكون التنازل عن السهم في درجة التنازل عن هذه الحقوق"¹⁴⁸. عرفها البعض الآخر كما يلي: " الأسهم تمثل حقوق الشريك قابلة للتداول و التسعيرة"¹⁴⁹.

¹⁴⁷ - محمد فريد العريني، القانون التجاري، النظرية العامة للشركات، شركات الأشخاص، شركات الأموال، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص264. في نفس المعنى يعرفه الأستاذ مصطفى " كمال طه" كما يلي: "السهم هو صك يمثل حصة الشريك في رأس مال شركة الأموال، و بمعنى آخر تمثل حق المساهمة في الشركة و يثبتة".

« L'action représente une part de capital d'une société de capitaux (société anonyme, société en commandite par action, société par action simplifiée) ».

Cité par : GUIRMAND France, H ERAUD Alain, Droit des sociétés, des autres groupements et des entreprises en difficulté, 12^{ème} édition, DUNOD, Paris, 2005, p.259.

¹⁴⁸ - علي نديم الحمصي، الشركات المساهمة في ضوء القانون الوضعي و الفقه الإسلامي، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر والتوزيع، بيروت، (د.س)، ص252. عرفت الأسهم كذلك كونها "صكوك لها قيمة اسمية قابلة للتداول بالطرق التجارية". فايز نعيم رضوان، الشركات التجارية، مكتبة الجلاء الجديدة، القاهرة، 1994، ص390.

¹⁴⁹ - « Les actions sont des droits d'associés négociables et fongibles ».

DIDIER Paul, Droit commercial, la monnaie, les valeurs mobilières, les effets de commerce, Edition presses Universitaires de France, 1999, p.88.

تمثل الأسهم "وثيقة قابلة للتداول تكون اسمية أو لأمر أو لحاملها، تعبر عن حصة المساهم النقدية أو العينية في رأسمال شركة المساهمة، فتمثل أقساماً متساوية و غير قابلة للتجزئة". إلياس ناصف، موسوعة الشركات التجارية، الشركات القابضة (هولدننج) و الشركات المحصور نشاطها خارج لبنان، ج 3، ط 3، عويدات للطباعة و النشر، بيروت، 1998، ص80.

ركز فريق آخر على خاصية أخرى للسهم تتمثل في الحقوق التي يخولها لأصحابها، منهم "يعقوب يوسف صرخوه" الذي اعتبر السهم "حق المساهم في شركة الأموال، كما يطلق على الصك الذي يثبت هذا الحق، و لأنه توجد علاقة وطيدة بين المعنيين، فالتمثيل المادي للحق يمارس تأثيرا إن لم يكن في مضمون الحق، فعلى الأقل في شروط تداوله، فالتمثيل المادي يعطي للحق نفسه طابعا خاصا و يعد أمرا جوهريا، تعني به قابلية الصك للتداول"¹⁵⁰.

يأخذ على هذه التعاريف تركيزها على خاصية التداول و تجاهلها لخاصية أخرى تتمثل في الحقوق التي تخولها لأصحابها، لذلك عرفت بأنه "سند يمنح لصاحبه ملكية جزء من رأسمال الشركة مرفقا بكل الحقوق المرتبطة بهذه ، يسمح له من جهة التدخل في إدارة الشركة، و من جهة أخرى الحصول على عوائد معتبرة، حسب الأرباح التي تحققها الشركة تسمى هذه العوائد بالفائدة"¹⁵¹.

اختلفت هذه التعاريف لسبب تركيز البعض منها على خاصية كون صاحبه شريكا، و البعض الآخر على أحد خصائصه المتمثلة في قابليتها للتداول أو كونها تخول حقوقا لأصحابها، إلا أنهم أجمعوا على تعريف شامل يحمل كل الخصائص التي يتميز بها السهم و ذلك كما يلي: "للسهم معنيين هما كونه: الحصة التي يقدمها الشريك في شركات الأموال التي تمثل جزءا معينا في رأس مال الشركة، و الصك المعد لإثبات حق الشريك و هو قابل للتداول"¹⁵².

2- التعريف القانوني للأسهم: اكتفى المشرع المصري بتعريف السهم كما يلي "يقسم رأسمال

الشركة إلى أسهم اسمية متساوية القيمة، بالتالي فإن رأسمال شركة الأموال هو عبارة عن ما

¹⁵⁰ - يعقوب يوسف صرخوه، الأسهم و تداولها في شركات المساهمة في القانون الكويتي، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 1982، ص88.

¹⁵¹ - « L'action est un titre conférant à son détenteur la propriété d'une part de capital avec tous les droit attachés à cette propriété. Cette action lui permet d'une part d'investir dans la gestion de l'entreprise et d'autre part de retirer un revenu variable en fonction des bénéfices réalisés par l'entreprise. Le revenu est appelé dividende ».

AMOUR Benhlma, Pratique des techniques bancaires avec référence à l'Algérie, op.cit, p.113.

¹⁵² - سيد طه محمد بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة...، مرجع سابق، ص87.

تمثّله قيمة الأسهم المصدرة من الشركة¹⁵³، فلم يرد أي تعريف قانوني للسهم في التشريع المصري سواء في قانون الشركات المصري أو قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1982. سلك المشرع الفرنسي نفس مسلك المشرع المصري بشأن الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة، و أورد لكل منها تعريفا مستقلا عن الآخر¹⁵⁴، إذ لم يورد تعريفا خاصا بالسهم، إنما اكتفى بالتمييز بين كل أنواعها، يظهر ذلك جليا من خلال نص المادة 267 من قانون الشركات التجارية الفرنسي¹⁵⁵.

ركز المشرع الجزائري على خاصية قابلية السهم للتداول، التي تكون إما بالطرق التجارية أو عن طريق البورصة، كما أنه حصر الشخص المصدر للأسهم فقط في الشخص المعنوي المتمثل في شركة المساهمة، و كأن غير هذا الشخص لا يمكن أن يصدر أسهما، خاصة أننا نعرف بأنه يمكن للدولة و الهيئات التابعة لها إصدار مثل هذه الأوراق المالية¹⁵⁶.

تختلف كميّات تداول الأسهم بحسب شكلها، فإذا كانت الأسهم اسمية تتداول عن طريق تسجيلها في سجلات الشركة المعدّة لهذا الغرض، و إذا كانت الأسهم لحاملها فإن تداولها يكون عن طريق المناولة باليد، و إن كانت إذنية فإنها تُتداول عن طريق التظهير¹⁵⁷.

¹⁵³ - المادة 1/31 من قانون الشركات التجارية رقم 159 لسنة 1981 المعدل بالقانون رقم 03 لسنة 1998. نقلا عن: الحمراي صالح رشيد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة من الوجهة القانونية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في القانون، جامعة عين الشمس، القاهرة، 2000، ص235.

¹⁵⁴ - La définition législative des actions comporte en premier lieu la distinction entre différentes catégories d'actions. Voir : VIDAL Dominique, Droit des sociétés, op.cit, p.386.

¹⁵⁵ - « Les actions numéraires sont celles dont le montant est libéré en espèces ou par compensation. Celles qui sont émises par suite d'une incorporation ou capital de réserve, bénéfiques ou prime d'émission, et celle dont le montant résulte pour partie d'une incorporation de réserves bénéfiques. Et pour partie d'une libération en espèce... ».

Code de commerce Français, www.legifrance.gouv.fr

¹⁵⁶ - المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 01-352 مؤرخ في 10 نوفمبر 2001، يتضمن شروط ممارسة السهم النوعي و كميّات ذلك، ج رج ج عدد 67، صادر في 11 نوفمبر 2001.

للتفصيل أنظر: آيت منصور كمال، "حماية مصلحة الأجراء في قانون الخصصة الجزائري"، المجلة النقدية للقانون و العلوم السياسية، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2001، ص ص 69 - 71.

¹⁵⁷ - إبراهيم سيد أحمد، العقود و الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1999، ص 171. و أنظر كذلك:

VIDAL Dominique, Droit des sociétés, op.cit, p.386

تتساوى القيمة الإسمية للأسهم مهما بلغت كمية الإصدار، إلا أنه إذا اختلف الإصدار، تكون الأسهم المصدرة غير قابلة للتجزئة¹⁵⁸، إلا أنه لا مانع في أن يشترك أكثر من شخص في ملكية السهم حسب نص المادة 2/679 من التقنين التجاري، ففي هذه الحالة يعتبر الشركاء في ملكية السهم مسؤولين بالتضامن عن الإلتزامات المترتبة على السهم في مواجهة الشركة كحالة الميراث مثلاً¹⁵⁹.

ثانياً - أنواع الأسهم: تنقسم الأسهم إلى أنواع مختلفة تُحدّد وفقاً للزاوية التي ينظر من خلالها إليها، و ذلك كما يلي:

1- من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم: تنقسم إلى أسهم نقدية و أسهم عينية.

أ- الأسهم النقدية Les actions numéraires: هي الأسهم التي تُستوفى في الشركة قيمتها نقداً¹⁶⁰، تعتبر الأسهم نقدية حسب المشرع الجزائري ما يلي:

- الأسهم التي تمّ وفاؤها نقداً أو عن طريق المقاصة.
- الأسهم التي تصدر بعد ضمّها إلى رأس المالي الاحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار.
- الأسهم التي يتكون مبلغها في جزء منه نتيجة ضمه في الإحتياطيات أو الفوائد أو علاوات الإصدار و في جزء منه عن طريق الوفاء نقداً¹⁶¹.

تختلف هذه الأسهم في طريقة الوفاء بقيمتها بالرغم من كونها أسهما نقدية، فالنوع الثالث من هذه الأسهم يجب الوفاء بقيمتها بتمامها عند الإكتتاب، بينما النوعان الأول و الثاني يجب أن يدفع نسبة الربع على الأقل من قيمتها الإسمية عند الإكتتاب، و في أجل أقصاه خمس (05) سنوات من تسجيل الشركة في السجل التجاري¹⁶².

¹⁵⁸ - المادة 115 مكرر 32 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

¹⁵⁹ - إلياس ناصف، الكامل في قانون التجارة، منشورات البحر الأبيض المتوسط و منشورات عويدات، بيروت، 1992، ص 234.

¹⁶⁰ - علي نديم الحمصي، شركات المساهمة، مرجع سابق، ص 278.

¹⁶¹ - المادة 715 مكرر 41 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

¹⁶² - المادة 576 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

ب- **الأسهم العينية Les actions d'apports**: يعرف السهم العيني كما يلي: "هو السهم الذي يمثل قيمة المقدمات التي يقدمها المساهم في رأس مال الشركة، و يستوي في ذلك أن تكون الحصة عقارا أو منقولاً"¹⁶³، كما يعرف كونه "تلك الأسهم التي تمثل الحصص العينية في رأس مال الشركة، يلتزم المساهم بتقديمها مقابل الأسهم التي حصل عليها، شرط أن تكون مسددة القيمة عند الإصدار"¹⁶⁴.

خوفا من استغلال المؤسسين صلتهم بالشركة، فقد يُقدروها بمبالغ باهظة تزيد عن حقيقتها، ألزم المشرع الجزائري إخضاع تقدير الحصص العينية لمندوب الحصص، الذي يعينه القضاء، و ذلك بناء على طلب المؤسسين أو أحدهم، و إيداع تقريره بعد القيام بمهمته لدى المركز الوطني للسجل التجاري مع القانون الأساسي للشركة، و يجعله تحت تصرف المكتتبين¹⁶⁵ بهدف منح الفرصة لجمهور المكتتبين للتحقق ما إذا كانت القيمة المقررة لها في مستوى قيمتها الحقيقية من عدمها، كما أن هذا يوفر لهم الإطمئنان للدخول في الشركة أو الرغبة في ذلك¹⁶⁶.

حماية لجمهور المدخرين من المبالغة في تقدير الحصص العينية من أصحابها، جعل المشرع الفرنسي هذه الأسهم التي تمثلها غير قابلة للتداول، إلا بعد مرور سنتين من تاريخ تسجيل الشركة المصدرة لهذه الأسهم العينية في السجل التجاري الفرنسي، خوفا من إعادة بيعها مباشرة بعد إصدارها و ضياع أصحابها في الطبيعة من أجل استغلال قيمتها¹⁶⁷.

¹⁶³ - نادية محمد عوض، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص296.

¹⁶⁴ - عَرَفَ الفقه الفرنسي الأسهم العينية بأنها تلك الأسهم الأخرى غير الأسهم النقدية. أنظر في ذلك: GUIRMAND France, HERAUD Alain, Droit des sociétés, op.cit, p.400.

أخذ المشرع الجزائري نفس التعريف للأسهم العينية، يظهر ذلك في المادة 715 مكرر 2/41 من التقنين التجاري، مرجع سابق، التي تنص على ما يلي "...أما جميع الأسهم الأخرى فتدعم الأسهم العينية".

¹⁶⁵ - المادة 601 من التقنين التجاري. اتخذ المشرع الفرنسي نفس الموقف و ذلك في نص المادة 8/225 من التقنين التجاري الفرنسي. للتفصيل أنظر:

GUIRMAND France, HERAUD Alain, Droit des sociétés, op.cit, p.242.

¹⁶⁶ - اشترط المشرع المصري أن تتضمن نشرة الإكتتاب المعلومات و البيانات المتعلقة بالحصص العينية ، شروط تقديمها و مدى إفادة الشركة منها، القيمة المطلوبة لها و جميع المفاوضات التي وردت على العقارات المقدمة خلال الخمس سنوات السابقة على تقديمها. للتفصيل أنظر: يونس علي حسن، الشركات التجارية، شركة المساهمة و التوصية بالأسهم و شركات ذات المسؤولية المحددة، مطبعة أبناء وهبة، القاهرة، (د.س.ن)، ص100.

¹⁶⁷ - « Afin d'éviter que, « l'apporteur en nature » après avoir agi en faveur d'une surévaluation de son apport ne s'empresse de vendre ses titres et disparaître ». DUPONTAVICE Emmanuel, DUPICHOT Jaques, Traité de droit commercial, op.cit, p.169.

يلاحظ غياب تعريف قانوني لهذا النوع من الأسهم، اكتفت بعض التشريعات مثل الفرنسي و التشريع الجزائري بتقديم تعريف للأسهم النقدية، و جعلت ما يخرج عن إطار ذلك التعريف أسهما عينية، تختلف ما إذا كانت الحصة العينية عقارا أو منقولا قدمت إلى الشركة على سبيل الإنتفاع أو على سبيل الملكية، ففي الحالة الأولى فإن المكتتب بها لا تُحوّل له أسهمه حق الإشتراك في توزيع موجودات الشركة عند التصفية، كونه يستعيدها عند تصفيتها، أما الحالة الثانية تولى لأصحابها جميع الحقوق، من بينها حق توزيع موجودات الشركة عند التصفية¹⁶⁸.

2- من حيث شكل الأسهم: تنقسم الأسهم حسب شكلها إلى أسهم اسمية و أسهم لحاملها و أسهم لأمر، يمكن تحويلها من شكل إلى آخر.

أ- أنواع الأسهم من حيث شكلها: تتمثل في الأسهم الإسمية و الأسهم لحاملها و الأسهم لأمر.

أ¹- الأسهم الإسمية **Actions nominatives**: هي الأسهم التي تحمل اسم صاحبها، يسجل هذا الأخير في سجل الشركة المخصص لذلك، تنشأ ملكية السند من هذا التسجيل¹⁶⁹، كما تعتبر الأسهم اسمية تلك التي يُدوّن فيها اسم مالكةا على ذات الصك، و التي تثبت ملكيتها بالقيد في سجل الشركة المصدرة، و لا يُعتد بنقل ملكيتها في مواجهة الشركة أو الغير إلاّ من تاريخ القيد في هذا السجل، فضلا عن قيد تداولها في البورصة متى كانت هذه الأسهم مقيدة فيها¹⁷⁰.

نظرا لمزايا هذه الأسهم حيث تسمح للشركة بمعرفة مساهميها و قدرتها على الإتصال بهم كلما اقتضت الظروف، فرضت بعض التشريعات على شركاتها أن لا تصدر أسهما غير الأسهم الإسمية مثل التشريع البريطاني¹⁷¹ و المصري¹⁷²، في حين رفضت دول أخرى هذا

¹⁶⁸ - إلياس ناصف، الكامل في قانون التجارة و الشركات التجارية، مرجع سابق، ص236.

¹⁶⁹ - Article anonyme, Valeurs mobilières, Répertoire commercial, N° 05, Edition Dalloz, Paris 1997, p.05.

¹⁷⁰ - MERLE Philippe, Droit commercial, société commerciales, op.cit, p. 284 et 285.

¹⁷¹ - PAYRAD Josette, Les bourses européennes, Edition Vuibert, Paris, 1995, p.12.

¹⁷² - المادة 1/31 من القانون رقم 159 لسنة 1981. نقلا عن: محمد فريد العريني، القانون التجاري، شركات المساهمة و البورصة بالأسهم و ذات المسؤولية المحدودة، دار المطبوعات الجامعية الإسكندرية، 1999، ص83.

النوع من الأسهم¹⁷³، و في دول أخرى يشترط الشكل الإسمي في بعض الأوراق المالية دون غيرها، حيث يفرض المشرع الشكل الإسمي للأسهم النقدية إلى أن تدفع كامل قيمتها كالقانون التجاري الجزائري¹⁷⁴.

أ2- الأسهم لحاملها **Actions au porteur**: هي تلك التي لا يذكر فيها اسم المالك و يعتبر حامله مالكا له، و لو حصل عليه بطريقة غير قانونية¹⁷⁵، فالحق الثابت في السهم يندمج في الصك ذاته، فتصبح حيازته دليلا على ملكيته، و بمأن السهم للحامل لا يذكر فيه اسم صاحبه فإن ملكيته تنتقل بطريقة تغيير القيد في سجلات الشركة المصدرة لها.

يتم تداول الأسهم لحاملها بين المتنازل و المتنازل له دون الحاجة إلى إتباع إجراءات شكلية¹⁷⁶ تتميز بسهولة و بسرعة تداولها، إلا أنه يعاب عليها صعوبة معرفة الحامل و إمكان تبليغه بموعد الإجتماع، خصوصا في الأمور المستعجلة، كما يعاب عليها ما تؤديه من ضعف الرقابة على جنسية الشركاء¹⁷⁷.

كما يؤخذ على الأسهم للحامل خطورتها بالنسبة للحكومة في مجال التهرب الضريبي، و ضعف و صعوبة الرقابة على تداولها، سواء للمستثمرين في حالة فقدانها أو تلفها أو سرقتها أو التصرف فيها مما يصعب إثبات ملكيتها، خاصة أن تداولها بين المتنازل و المتنازل إليه يتم عن طريق المناولة اليدوية، دون الحاجة إلى إتباع أية إجراءات أخرى شكلية.

نص القانون الجزائري في المادة 82 من المرسوم التنفيذي رقم 134/96 المتعلق بشروط تملك الجمهور للأسهم و القيم المنقولة الأخرى في المؤسسات العمومية التي ستخصص

¹⁷³ - للتفصيل أنظر: يعقوب يوسف صرخوه ، "القيود الواردة على تداول الأسهم و أزمة سوق الأوراق المالية"، مجلة الحقوق الكويتية، عدد 64، 1983، ص77.

¹⁷⁴ - "يكون السهم النقدي اسميا إلى أن يدفع كاملا". المادة 715 مكرر 52 من التقنين التجاري، مرجع سابق.
¹⁷⁵ - PILVERDIER Juliette, HAMET Joanne, Le marché financier français, 4^{ème} édition, Economica, Paris 2001, p.72.

يعتبر السهم للحامل من قبل المنقولات المادية التي تطبق عليها قاعدة الحيازة سند الملكية. فياض عطية، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، 1998، ص183.

¹⁷⁶ - شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 1999، ص23.

¹⁷⁷ - CARREAU Dominique, TREUHOLD Robert, « L'évolution du droit boursier, au service des privatisations », Edition Banque, N° 545, 1993, p.41.

و كفاءات ذلك¹⁷⁸، على إمكانية الهيئة المكلفة بالخصوصية أن تحدد نسبة الأسهم القابلة للتنازل أولاً لصالح أشخاص طبيعية من جنسية جزائرية¹⁷⁹، ليتقاضي مخاطر عدم التعرف على أصحابها.

أ- الأسهم لأمر **Actions à ordre** : هو السند الذي يصدر لإذن شخص معين، يتضمن اسم صاحبه مضاف إليه شرط الأمر، يخول له هذا الشرط الانتقال بطريقة التظهير Par endossement دون الرجوع إلى الشركة لاستحصال موافقتها، أو لإعلام الغير من المساهمين عن طريق التسجيل في دفاتر الشركة¹⁸⁰، لا يكون اسم من نظم السند مدرجاً في سجلات الشركة، و يعتبر المظهر له الأخير هو صاحب الحق اتجاه الشركة¹⁸¹.

يشترط في الأسهم لحاملها أن تكون قد دفعت كامل قيمتها الإسمية، لأن الشركة لا يمكنها أن تتابع عملية تداول الأسهم، و لا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد قيمة السهم¹⁸²، هو نادر الإستعمال عملياً من قبل الشركات لأن السند لحامله يقوم مقامه بطريقة أفضل لذلك لم تنص عليه القوانين العربية، كالقانون المصري و السوري و الأردني¹⁸³.

ب- تحويل شكل الأسهم: نقصد بتحويل الأسهم تبديل و تغيير شكل السهم الإسمي إلى سهم لحامله، و العكس بالعكس¹⁸⁴.

عرفت بعض الدول موجة تحويل الأسهم في الثمانينات و على رأسها فرنسا، كان ذلك بموجب المادة 94 من القانون رقم 81-1160 المتضمن قانون المالية الفرنسي لسنة 1982

¹⁷⁸ - مرسوم تنفيذي رقم 96-134 مؤرخ في 13 أبريل 1996، يتعلق بشروط تملك الجمهور للأسهم و القيم المنقولة الأخرى في المؤسسات العمومية التي ستخصص و كفاءات ذلك، ج ر ج د ش عدد 23، لسنة 1996، صادر في 14 أبريل 1996.

¹⁷⁹ - للتفصيل أنظر: آيت منصور كمال، خصوصية المؤسسات العامة ذات الطابع الإقتصادي عن طريق بورصة القيم المنقولة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2001، ص 58.

¹⁸⁰ - GRANOTIER Julien, Le transfert de propriété des valeurs mobilières, op.cit, p.218.

¹⁸¹ - سميحة القليوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 271.

¹⁸² - إلياس ناصف، موسوعة الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 30 و 31.

¹⁸³ - يوسف علي حسن، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 256.

¹⁸⁴ - شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، مرجع سابق، ص 23.

الصادر في 30 ديسمبر 1981، المعدل و المتمم بموجب المادة 111 من القانون رقم 83-1179، حيث قضت بضرورة تحويل الأسهم لحاملها إلى أسهم اسمية ابتداء من 01 أكتوبر 1982، و ذلك في أجل أقصاه ستة (06) أشهر، كان الغرض من إجبارية هذا التحويل غرضاً جبائياً محضاً¹⁸⁵، انتهت عملية التحويل في نوفمبر 1934 و ذلك بقيد كل الأسهم لحاملها في سجلات الشركات¹⁸⁶.

كان القانون المصري صريحاً في رفضه عملية تحويل الأسهم و في الإتجاهين، على عكس القانون الجزائري الذي يسمح بتحويل الأسهم الإسمية إلى أسهم لحاملها أو العكس، يكون ذلك بطلب من مالكا حسب ما تقضي به المادة 715 مكرر 35 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المذكور أعلاه التي جاء نصها كما ما يلي: "يجوز لكل مالك لسندات إصدار تتضمن سندات للحامل، أن يطالب تحويلها إلى سندات اسمية أو العكس".

3- من حيث الحقوق التي تقرها للمالك: تصدر الأسهم متساوية القيمة إلا أنه يجوز أن تصدر لأصحابها حقوقاً غير تلك التي يمنحها غيرها من الأسهم لأصحابها الآخرين، إذا نص القانون الأساسي للشركة على ذلك.

أ- الأسهم العادية Actions ordinaire: تنقسم إلى أسهم عادية تقليدية و حديثة و هي كما يلي:

أ¹- الأسهم العادية التقليدية: تعرّف بأنها أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول¹⁸⁷، تمثل لحاملها حق ملكية في ذمة الجهة المصدرة لها، و تمكّنه من الحصول على عوائد ثابتة إلى جانب حصته في رأسمال الشركة و المثبتة بشهادة السهم¹⁸⁸، تمنح الحق في المشاركة في الجمعيات

¹⁸⁵ - كانت تفرض ضريبة على انتقال الأسهم الإسمية ، في حين تنتقل الأسهم لحاملها بمجرد المناولة اليدوية دون رسوم. للتفصيل في ذلك أنظر:

Répertoire commercial, N°05, Editions Dalloz, Paris, 1997, p.06.

¹⁸⁶ - حميل نواره، عمليات بورصة القيم المنقولة في النظام القانوني الجزائري و القوانين المقارنة، مرجع سابق، 2003، ص31.

¹⁸⁷ - DANNENBERGER Frédéric Roger, La liberté de créer des valeurs mobilières donnant accès au capital, op.cit, p.66.

¹⁸⁸ - أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية، دار الميسرة للنشر و التوزيع، عمان، ص30.

العامة، في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها، في وضع قانونها الأساسي¹⁸⁹ و الحق التصويت وفي تحصيل الأرباح، عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها¹⁹⁰.

2- الأسهم العادية الحديثة: إلى جانب الأسهم العادية التقليدية ظهرت في الدول المتقدمة التي شهدت حركة كبيرة لرؤوس الأموال أسهم حديثة، نذكر منها ما يلي:

أ2-1- الأسهم العابرة¹⁹¹ **Actions traçantes**: تعتبر من أهم التطورات المالية التي وصلت إليها الولايات المتحدة الأمريكية، عرفت بعد ذلك لأول مرة في أوروبا من الدولة الفرنسية، بموجب قرار الجمعية العامة لمؤسسة Alcatel الفرنسية. يعكس هذا النوع من الأسهم أصول قطاع معين تصدرها الشركة الأم، لتعزل عملية اقتصادية خاصة لقطاع معين¹⁹².

أ2-2- الأسهم العادية لأقسام الإنتاجية: الأصل أن تكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم ترتبط فيها التوزيعات بالفوائد التي تحققها المنشأة ككل¹⁹³، لكن رغبة من الشركة في ترويج نشاط أحد الأقسام الإنتاجية فقد تظهر أسهم عادية لأقسام الإنتاجية يرتبط بالنشاط الإنتاجي للقسم

¹⁸⁹- حماد طارق عبد العال، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص22. شبهت هذه الحقوق الأساسية المقررة للمساهم بحقوق الإنسان التي تتضمنها الدساتير و لو لم تنص عليها صراحة. أنظر: أحمد محرز، القانون التجاري الجزائري، ج 2، (د.د.ن)، مصر، 2000، ص272.

¹⁹⁰- عطوان مروان، الأسواق النقدية و المالية، ج 02، مشكلات البورصة و انعكاساتها على الدول النامية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1993، ص84. للتفصيل أنظر:

BOUCOBZA Xavier, « La loi de la majorité dans les sociétés de capitaux », In droit bancaire et financier, sous la direction de DE VAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean-Jacques, Mélanges AEDBF-France, Juillet, 2001, p.29

¹⁹¹- تسمى كذلك **Actions sectorielles** أو **Actions reflètes**.

¹⁹²- COURET Alain, « les actions traçantes, Actes pratiques sociétés », Edition J.Cl, Septembre-Octobre, 2000, p.03.

هناك من المؤلفين من سماها بالأسهم الأمريكية **actions de type Américain** DUPONTAVICE Emmanuel, DUPICHOT Jaque, *Traité de droit commercial*, op.cit, p.157.

و عن قابليتها للتداول أنظر:

MORTIER Renaud, « Action de concert », *Revue de droit des sociétés*, N°05, Mai 2011, p.32.

للتفصيل أنظر:

RONTCHEVSKY Nicolas, « Une nouvelle définition de l'action de concert », *Revue LAMY de droit des affaires*, N° 56, Janvier 2011, p.p.10-12.

¹⁹³- حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان، 2002، ص148.

و معدلات الأرباح التي يحققها تعدّ أساساً لتوزيعات هذا السهم¹⁹⁴. هذا النوع من الأسهم يخلق تضارباً بين مصالح المستثمرين، بالرغم من المزايا التي يحققها لأصحابها¹⁹⁵.

أ2-3- الأسهم العادية المضمونة: الأصل في السهم العادي هو أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المنشأة المصدرة التي أصدرته في حالة انخفاض قيمته السوقية، غير أنه سنة 1984 ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية و لأول مرة أسهما عادية، تخوّل لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين¹⁹⁶.

ب- الأسهم الممتازة: الأسهم الممتازة هي صكوك ملكية تخوّل لأصحابها بعض الإمتيازات في الحقوق المالية و غير المالية، لا تخولها لأصحابها الأسهم العادية كأولوية على أرباح الشركة أو على الفائض عند التصفية أو حق التصويت التي يفوت عدد الأسهم التي بحوزته، فتسمى بذلك الأسهم ذات الصوت المتعدد¹⁹⁷.

¹⁹⁴ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، عمان، (د.س.ن)، ص100.
¹⁹⁵ - هندي منير ابراهيم، الأسواق المالية و أسواق المال، مرجع سابق، ص12. نذكر مثلاً شركة Général Motors التي أصدرت في الثمانينات مجموعتين من الأسهم العادية لأقسام الإنتاجية إضافة إلى الأسهم العادية المعروفة. تتمثل المجموعة الأولى أطلقت عليها اسم « E.class » ارتبطت توزيعات أرباحها بقسم انتاج المعلومات الالكترونية، أما المجموعة الثانية أطلقت عليها اسم « H.class » ارتبطت توزيعات أرباحها بقسم إنتاج أجزاء الطائرات. الحناوي محمد صالح، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية الإسكندرية، 2005، ص35.
و حسين بني هاني، الأسواق المالية...، مرجع سابق، ص148.

¹⁹⁶ - حسين بني هاني، الأسواق المالية طبيعتها تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكيندي، عمان، (د.س.ن)، ص149.
لهذا النوع من الأسهم مزايا عديدة تتمثل في ضمان تصريف الإصدارات مهما كانت كبيرة، الشيء الذي يحقق ربحاً و ضماناً للهيئات المكلفة بذلك كبنوك الإستثمار، إلا أنه يعاب عليها صعوبة التعويض لمالكها في حالة الخطر. أنظر: حنفي عبد الغفار و قرياقص رسيمة، البورصات و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، بيروت، 2000، ص229 و ما يليها.

¹⁹⁷ - صدر هذا النوع من الأسهم لأول مرة في ألمانيا بعد الحرب العالمية الأولى، عندما دخل الأمريكيون السوق المالية لشراء أسهم الشركات، بعدما أثّرت الحرب على أسعارها، فاستغلّ الأمريكيون هذا الموقف و قاموا بشراء أسهم الشركات بأسعار زهيدة، ما نبّه الألمان من خطر سيطرة الأجانب على شركاتها، فأصدرت أسهما ممتازة لمواطنيها تعطيهم الحق في عدد أكثر من الأصوات، لتكون لهم الأغلبية في الأصوات، بهدف التحكم في أداء الشركة. انتقل هذا النوع بعد ذلك إلى فرنسا و الدول الأوروبية الأخرى. للتفصيل أنظر:

علي قابوسة، "أثر هيكل التمويل علي ربحية السهم العادي و معدلات نمو الوحدات الإقتصادية"، مجلة الدراسات الإقتصادية و المالية، المركز الجامعي بالوادي، عدد 01، جانفي 2008، ص162.

لا يؤدي إصدار هذا النوع من الأسهم الممتازة إلى الإخلال بقاعدة المساواة بين الشركاء، طالما القانون الأساسي للشركة يقضي بذلك¹⁹⁸، بالرغم من ما تخوله الأسهم الممتازة لأصحابها من حقوق لا يمتلكها أصحاب الأسهم العادية، إلا أنهم لا يستفيدون من حق جوهري يتمثل في حق تسيير الشركة¹⁹⁹، ظهر هذا النوع من الأسهم في ألمانيا وفرنسا²⁰⁰، ثم انتقل و انتشر في الدول العربية.

أخذ المشرع الجزائري نفس موقف المشرع المصري بشأن جواز إصدار الأسهم الممتازة، خول لأصحابها حقوق لا يتمتع بها حملة الأسهم العادية²⁰¹، إلا أنه باستقراء نص المادة 715 مكرر 44 يلاحظ مزج بين المصطلحات، حيث لا يتوافق ما ورد منها في الفقرة الأولى مع مضمون الفقرة الثانية باستعماله مصطلح "الأسهم العادية الإسمية".

يلاحظ من جهة أنه يشير إلى وجود امتيازات معينة، لكن بالمقابل استعمل عبارة "الأسهم العادية الإسمية"، قد يكون المشرع وقع في خطأ تسمية مثل هذه الأسهم، فبدلاً من أن يضع الأسهم الممتازة وضع الأسهم العادية الإسمية، لذلك يلتزم بإعادة صياغة هذه المادة و ذلك بوضع مصطلح "الأسهم الممتازة"، سواء كانت اسمية أو لحاملها بدلاً من مصطلح "الأسهم العادية الإسمية".

لا يخلو النظام الأساسي للشركة التي تصدر أسهم ممتازة من الحالات التالية:

- أن ينص على أن تكون طائفة من الأسهم ممتازة، كما لو جعل لأصحاب الأسهم النقدية الحق في الحصول على جزء من الأرباح بمثابة الأرباح التي قدموها، قبل أن يشتركوا مع أصحاب الأسهم العينية في الباقي من الربح.

¹⁹⁸- BOUCOBZA Xavier, « La loi de la majorité dans les sociétés de capitaux », op.cit, p.30.

¹⁹⁹- حنفي عبد الغفار و قرياقص رسمية، أسواق المال، مرجع سابق، ص254.

²⁰⁰- لقد جرد المشرع الفرنسي الأسهم الممتازة من حق التصويت، و سماها أسهم الأولوية دون حق التصويت بموجب القانون رقم 88-741 صادر بتاريخ 03 جويلية 1988.

²⁰¹- تنص المادة 715 مكرر 44 من التقنين التجاري، مرجع سابق، على ما يلي: "يمكن تقسيم الأسهم العادية الإسمية إلى فئتين اثنتين حسب إرادة الجمعية العامة التأسيسية.

تتمتع الفئة الأولى بحق تصويت يفوق عدد الأسهم التي بحوزتها، أما الفئة الثانية فتتمتع بامتياز الأولوية في الإكتتاب لأسهم أو سندات استحقاق جديدة".

- أن تصدر أسهم الشركة متساوية في ما تخوله لأربابها من حقوق ، لكن نظامها ينص على أن يكون الحق في إصدار أسهم ممتازة في المستقبل، سواء للأسهم القديمة أو للأسهم الجديدة²⁰².
- أن تصدر الشركة أسهما متساوية في الحقوق، و لا يوجد نص في نظامها يسمح لها أو يحرم عليها إصدار أسهم جديدة.

4- من حيث اهتلاكها²⁰³: تنقسم إلى أسهم التمتع و أسهم رأس المال.

أ-أسهم التمتع **Actions de jouissances**: هي تلك السهم التي يحصل مالکها على قيمتها أثناء قيام الشركة المصدرة لها، خروجاً على الأصل العام²⁰⁴، حيث لا ينتظر مالک السهم حل الشركة أو تصفيتها لاسترداد حقوقه، يتم تعويض المبلغ الإسمي للأسهم إلى المساهم عن طريق الإهلاك إما من الفوائد و إما من الإحتياطات²⁰⁵.

لا يعني اهتلاك الأسهم رد المال الذي قدّمه المساهم للشركة، لأن رأس المال يعتبر الضمان العام لدائني الشركة، و لا يعتبر كذلك توزيعاً استثنائياً للأرباح، بالنظر إلى أنه يتم عن طريق الإقتطاع من الأرباح، إذ ليس من حق الشركة أن تعطي أحد المساهمين أرباحاً و لا تمنحها للبعض الآخر²⁰⁶.

1- طرق اهتلاك رأس المال: يتم بالطريقتين التاليتين و حسب ما يحدده نظام الشركة:

1-1- رد القيمة الإسمية للأسهم التي يتم اختيارها سنوياً بطريقة القرعة: تمتد هذه الطريقة إلى نهاية حياة الشركة و في كل سنة تستحصل أرباحاً، حضرها المشرع الجزائري بصريح العبارة في

²⁰²- يونس علي حسن، الشركات التجارية، مرجع ابق، ص 314 و 315.

²⁰³- قد يجد القراء مصطلح "استهلاك الأسهم" في بعض المؤلفات و الصحيح هو اهتلاك الأسهم، يقابلها باللغة الفرنسية مصطلح l'amortissement في حين مصطلح الإستهلاك هو la consommation .

²⁰⁴- الأصل العام هو أنه لا يجوز ردّ قيمة الأسهم إلّا عند حلّ الشركة أو تصفيتها و بعد الوفاء بديونها. للتفصيل أنظر: طه مصطفى كمال، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 229.

²⁰⁵- PILVERDIER Juliette, HAMET Joanne, Les marchés financiers français, 4^{ème} édition, Economie, Paris, 2001 p.85.

جمع المشرع الجزائري كل هذه الخصائص عندما عرف أسهم التمتع في المادة 715 مكرر 2/45 من التقنين التجاري، مرجع سابق، التي تنص على ما يلي: "أسهم التمتع هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الإستهلاك المخصوص إما من الفوائد أو الإحتياطات".

²⁰⁶- محمد فريد العريني، القانون التجاري، النظرية العامة للشركة، مرجع سابق، ص 270. للتفصيل في ذلك أنظر: MERLE Philippe, Droit commercial..., op.cit, p.289.

المادة 715 مكرر 46 من التقنين التجاري، و جعل ذلك تحت طائلة البطلان²⁰⁷.

أ1- 2- رد جزء من القيمة الإسمية لجميع الأسهم سنويا: بهذه الطريقة يتم الإهلاك الكلي للأسهم على المدى الزمني الذي يحدده نظام الشركة²⁰⁸، و هي الطريقة التي أخذ بها المشرع الجزائري²⁰⁹.

أ2- الطبيعة القانونية لاهلاك الأسهم: إن الإهلاك ليس رد لرأس المال إنما هو توزيع لنصيب استثنائي من أرباح الشركة على المساهمين، بحيث يحصل كل مساهم على حصة من الأرباح معادلة لحصته في رأس المال، مع بقاء حصته ممثلة في رأس مال الشركة، ومعرضة لأخطار المشروع حتى نهاية الشركة²¹⁰.

ب- أسهم رأس المال **Actions de capital**: هي الصورة المألوفة للأسهم تمثل جزء من رأس مال الشركة الذي لم يسترد صاحبه القيمة الممثلة له، فعلى خلاف أسهم التمتع تحتفظ أسهم رأس المال بقيمتها الإسمية و نصيبها من التصفية إلى غاية حدوثها، فالفرق بين أسهم التمتع و السهم رأس المال هو عملية الإهلاك²¹¹.

²⁰⁷ - تنص المادة 715 مكرر 46 من التقنين التجاري، مرجع سابق، على ما يلي: "يحظر استهلاك الأسهم عن طريق القرعة، وتعد كل مداولة تتخذ خرقا لهذا المنع باطلة".

²⁰⁸ - القيلوبي سميحة، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 258.

²⁰⁹ - المادة 1/709 من التقنين التجاري، مرجع سابق. أما المشرع المصري فقد أجاز الأخذ بالطريقتين معا في المادة 114 من اللائحة التنفيذية للشركات.

²¹⁰ - طه مصطفى كمال، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 298.

عن الجدل الفقهي الذي ثار حول الطبيعة القانونية لاهلاك الأسهم. أنظر في ذلك: يونس علي حسن، الشركات التجارية، شركات المساهمة...، مرجع سابق، ص 43 و 44.

²¹¹ - MERLE Philippe, Droit commercial, op.cit, p. 289.

الفرع الثاني

السندات Les obligations

ظهرت السندات²¹² في النصف الثاني من القرن 19 في فرنسا²¹³، و كان أول إصدار لها

كان عن طريق شركة La compagnie des chemins de fer et crédit foncier de France، كان أساس هذا الإصدار هو الحرية التعاقدية للمؤسسين²¹⁴، تمثل السندات صكوك مديونية (أولا) تمتاز بخصائص (ثانيا) تميزها عن الأسهم (ثالثا)، يستوجب توفر شروط لإصدارها (رابعا) تختلف باختلاف أنواعها (خامسا)، تخول لأصحابها حقوقا اتجاه مصدرها (سادسا).

أولا- تعريف السند: وردت عدة تعريف للسند منها الفقهية و منها القانونية.

1- التعريف الفقهي للسند: حضيت السندات بتعاريف كثيرة نذكر منها ما يلي: "السند قرض جماعي طويل الأجل يصدر في شهادات اسمية أو لحاملها"²¹⁵، و "السند هي الصكوك التي تثبت دين الشركة أمام المقرض"²¹⁶. يعاب على هاذين التعريفين تركيزهما على صيغة السند كونه يمثل سند مديونية، حيث يعتبر حاملوها دائني الشركة و ليسوا شركاء فيها مثل حاملو السهم²¹⁷.

²¹²- قد يجد القارئ في بعض المؤلفات مصطلح "سندات الدين" و يقصد بها "سندات القرض"، أما المشرع الجزائري أطلق عليها تسمية سندات الإستحقاق، تحمل في مجملها نفس الدلالة.

²¹³- صدر أول قانون ينظم إصدار السندات في فرنسا سنة 1907، ثم عدل بالمرسوم الصادر في 30 أكتوبر 1935، ثم بالمرسوم الصادر في سنة 1948، إلا أن هذه القوانين تشمل أحكام عامة غير دقيقة، بعدها صدر القانون المؤرخ في 24 جويلية 1966 المتعلق بالشركات التجارية، ينظم بصورة محكمة و دقيقة النظام العام للسندات و الحقوق التي تخولها.

²¹⁴- RIPERT George, ROBLOT René, Traité de droit commercial, op.cit, p.1029.

²¹⁵- GUYON Yves, Droit des affaires, op.cit, p.780.

²¹⁶- سميحة القليوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص311.

عرفها الفقيه الفرنسي BIRTH Ran Bee بأنها "سندات أو قيم ذات الدّخل الثابت" Les valeurs à revenu fixe. عرفها الفقه الأنجلو أمريكي بأنها "وعد من المدين لدفع مبلغ معين في تاريخ الإستحقاق مع دفع فائدة معينة". نقلا عن: نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية و المحافظ المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2003، ص ص191 و192.

²¹⁷- نشأت عبد العزيز، محمد صلاح، "سوق السندات في مصر...."، مرجع سابق، ص131. و الموسوي ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال و إدارتها، الأسهم و السندات، منشورات Image، الجزائر، 1998، ص37.

اهتم جانب آخر من الفقه على خاصية التداول فجاءت تعاريفهم للسندات كما يلي: "السندات هي صكوك مديونية تمثل قرض جماعي قابلة للتداول في السوق"²¹⁸، و أنها "عبارة عن صكوك قابلة للتداول، تصدر من الشركة بمناسبة اقتراض رؤوس أموال ضخمة"²¹⁹.

عرفها البعض الآخر من الفقه بأنها "صكوك قابلة للتداول، يُثبت حق حاملها فيما قدّمه من أموال على سبيل القرض للشركة"²²⁰، و إذا كانت كل القيم المنقولة سندات قابلة للتداول فإن العكس غير صحيح، بمعنى آخر فإن كل السندات القابلة للتداول ليست قيما منقولة بالضرورة مثل الكمبيالة، فهي قابلة للتداول إلا أنها لا تمثل قيمة منقولة²²¹.

ذهب فريق آخر من الفقهاء فعرف السندات كونها: "قرض جماعي تصدر على شكل شهادات اسمية أو لحاملها قابلة للتداول، تصدرها شركات المساهمة و التجمعات ذات المنفعة الاقتصادية، كذلك الأشخاص المعنوية من القانون العام"²²². يعاب في هذا التعاريف تركيزها على الشخص المصدر و تجاهله خصائص أخرى.

حاول آخرون من الفقهاء الإلمام بها فعرفها البعض كونها "السند وسيلة مالية، هو دين على الشخص المعنوي الذي أصدره، يمثل دين يلتزم بتسديده في المواعيد المنصوص عليها في عقد الإصدار، يخول لحامله بالنسبة للإصدار الواحد، نفس حقوق المديونية لنفس القيمة، قابلة للتداول بالطرق التجارية"²²³.

أمام هذه التعاريف التي تركز كل منها على خاصية معينة فلم تتفق على تعريف جامع و مانع، لذلك نحاول تعريفه كما يلي: "السندات هي صكوك تمثل اتفاق على قرض جماعي طويل الأجل، تمثله سندات قابلة للتداول، تصدرها الأشخاص المعنوية ليكتتب فيها

²¹⁸- JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, op.cit, p.155.

²¹⁹- « Les obligations sont des titres négociables émis par une société qui emporte un capital important ». VIDAL Dominique, Droit des sociétés, op.cit, p.39.

²²⁰- نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص191.

²²¹- يرجع منشأ القابلية للتداول إلى أصول جرمانية (ألمانية) في بداية القرن 19، و مصطلح "قيم منقولة" فيه عبارة "منقولة" و هي نعت يميّز القيم، ترمز لشيء متحرك mobile من جهة، و قابلية هذا الشيء للانتقال من جهة أخرى.

أنظر: محمد سعيد الراضي، "تداول القيم المنقولة في القانون التجاري المغربي"، مرجع سابق، ص 31 و 32.

²²²- GUYON Yves, Droit Des Affaires, op.cit, p.780.

²²³- ROLIFRATH Gilles, JOURNAL Thomas, "Marchés monétaires", Revue Banque, N°6, 2003, p.50.

أشخاص طبيعية أو معنوية، عن طريق الدعوة للاكتتاب العام فيها، تكون اسمية أو لحاملها تعطي مالکها عوائد سنوية ثابتة، متفق عليها مسبقا و واجبة الدفع سنويا، إضافة إلى حق استرداد حامله قيمته عند حلول الأجل".

2- التعريف القانوني للسند: عرف المشرع المصري في اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 بموجب مادته 1/37 كما يلي: "تصدر سندات و صكوك التمويل في شكل شهادات اسمية و لحاملها قابلة للتداول و تخول الصكوك أو السندات من ذات الإصدار و حقوق متساوية لحاملها في مواجهة الشركة". يخضع نظام السندات في القانون النقدي و المالي الفرنسي إلى أحكام المادة 8/222 و ما يليها، حيث عرفتها المادة 5/213 منه²²⁴.

منع المشرع الجزائري شركات المساهمة من إصدار سندات الإستحقاق في الأمر رقم 59-75 المتضمن القانون التجاري²²⁵، إلا أنه عدل عن موقفه نظرا لما تحققه هذه السندات من فوائد للشركة، باعتبارها وسيلة من وسائل التمويل²²⁶ من جهة و للسوق المالية من جهة أخرى. نقل تعريف السندات من نظيره الفرنسي و ذلك كما يلي: "سندات الإستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الإسمية"²²⁷.

وضع المشرع الجزائري أحكاما خاصة لإصدار السندات حيث لا يسمح بإصدارها لشركات المساهمة الموجودة منذ سنين و التي أعدت موازنيتين، صادق عليهما المساهمون بصفة منتظمة، التي يكون رأسمالها مسددا بكامله حسب نص الفقرة الأولى من المادة 715 مكرر 82 من التقنين التجاري الجزائري، كما يلاحظ كذلك حصر المشرع دائرة الأشخاص المؤهلين

²²⁴ - « Les obligations sont des titres négociables qui dans une même émission confèrent les mêmes droits de créance identiques pour une même valeur nominale ».

²²⁵ - المادة 699 من الأمر 59-75 مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري، ج ر ج د ش عدد 101، قبل تعديله بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08، مرجع سابق.

²²⁶ - لقد أجمع الفقهاء على تعريف التمويل كونه "مجموعة من الفعاليات التي تؤدي إلى توفير الأموال اللازمة للدفع، يكون الغرض منها تزويد المنشأة أو أي قطاع عامل بالأموال اللازمة لتحقيق الربح". أنظر في ذلك: عبد العزيز بن علي بن عزيز الغامدي، "التمويل بالتوريق في المعاملات المالية المعاصرة"، مجلة البحوث الفقهية المعاصرة. أنظر الموقع www.fiqhia.com :

²²⁷ - المادة 715 مكرر 81 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

لإصدار هذه السندات في شركات المساهمة فقط، خلافا لما عمل به المشرع الفرنسي²²⁸.

ثانيا - خصائص السندات: تتسم السندات بعدة خصائص نذكر أهمها فيما يلي:

1- التساوي في القيمة الإسمية للسندات: تصدر السندات بقيمة اسمية متساوية في الإصدار

الواحد، و هذا ما يؤدي إلى التساوي في الحقوق و الواجبات التي تخولها لحاملها²²⁹.

2- قابلية السند للتداول: تختلف طرق تداولها باختلاف ما إذا كانت اسمية أو لأمر

أو لحاملها، و تخضع لنفس المبادئ المذكورة بشأن تداول الأسهم.

3- عدم قابلية السند للتجزئة: إن تملكه من أكثر من شخص أو انتقاله بالميراث إلى أكثر

من وارث، يعني اختيار شخص واحد ينوب عنهم في مواجهة الشركة²³⁰.

4- السند قرض جماعي طويل الأجل: يعني أن الشركة لا تقترض من كل مكتب على

حدة، إنما تتعاقد مع مجموع المكتتبين على قرض يتم إجمالا كوحدة واحدة²³¹.

ثالثا - تمييز السندات عن الأسهم: تتمثل أهم الفروق الجوهرية بينهما في ما يلي:

1- من حيث طبيعتها: السند صك مديونية على الجهة التي أصدرته، في حين السهم عبارة عن

جزء من رأس مال الشركة، فحامل السهم شريك في الشركة المصدرة له، في حين أن صاحب

السند دائن لها.

²²⁸ - الأشخاص المؤهلين لإصدار السندات في فرنسا هي: شركات المساهمة، التجمعات ذات المنفعة الاقتصادية، الأشخاص المعنوية التابعة للقانون العام و الجمعيات. للتفصيل أنظر:

PILVERDIER Juliette, Le marché boursier, des agents de change à Nyse- Euronext. 3^{ème} éditions, Economica, Paris, 2008, p.p.42 et 43

²²⁹ - المادة 715 مكرر 81 من التقنين التجاري، مرجع سابق. لم يحدد المشرع الجزائري القيمة الإسمية للسندات، لا بحد أدنى و لا بحد أقصى. أما المشرع المصري فقد اكتفى بالإحالة إلى الأحكام الخاصة بالأسهم.

²³⁰ - نادية محمد معوض، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص331.

للتفصيل أنظر: ميشال بيار الشرتوني، الوجيز في الدراسات المصرفية و التجارية، المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، 2010، ص06.

²³¹ - دادي عدوان ناصر، اقتصاد المؤسسة، ط 2، دار المحمدية، الجزائر، 2003، ص116.

إن أصحاب السندات يفيدون الاقتصاد حيث يوجهون نحو اقتصاد السوق، يستطيعون توفير التمويل لنطاق واسع من العملاء. للتفصيل أنظر: تشيريل و جراي، "دور المفوضين الحاسم في توجيه الشركات"، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، مجلد 34، عدد 02، جانفي 1997، ص30.

2- من حيث حق الإشتراك في إدارة الشركة: لا يمنح حامل السند حق الإشتراك في إدارة الشركة، في حين حامل السهم يملك حق التصويت و الرقابة من خلال حضور الجمعيات العامة للمساهمين²³².

3- من حيث استرداد قيمة السند: يسترد حامل السند رأس ماله في الموعد المحدد للإستحقاق كاملاً، بينما صاحب السهم لا يمكنه استرداد قيمة سهمه إلاّ ببيعه في البورصة، أو الإنتظار إلى حين تصفية الشركة.

4- من حيث الأولوية في استيفاء حقهم: يتقدم حاملي السندات على حاملي الأسهم في استيفاء حقه، و استرداد مستحقاتهم من التصفية، لأن رأس الشركة يضمن دينهم و لهم حق الرجوع على كل أموال الشركة، كما أن الربح المستحصل من السند ثابت لا يتغير، فلا يتأثر بالخسارة التي تلحق الشركة²³³، عكس السهم الذي ترتبط أرباحه بأرباح الشركة²³⁴.

رابعا- شروط إصدار السندات: قيد المشرع الجزائري إصدار شركات المساهمة للسندات بشروط ثلاثة و هي:

1- صدور قرار الإصدار من الجمعية العامة للمساهمين: لا يجوز إصدار السندات إلاّ بقرار من الجمعية العامة للمساهمين، إلاّ أنه يمكن لها أن تفوض هذا الإختصاص لمجلس المراقبة أو لمجلس المديرين²³⁵.

2- تحرير المساهمين رأس المال بكامله: لا يسمح لشركة المساهمة أن تصدر السندات إلاّ إذا كان رأسمالها مسددا بكامله.

²³² - تنص المادة 715 مكرر 91 من التقنين التجاري، مرجع سابق، على ما يلي: "لا يجوز لأصحاب سندات الإستحقاق و ممثلي الجماعة التدخل في تسيير شؤون الشركة، غير أنه يجوز لممثلي أصحاب سندات الإستحقاق حضور الجمعيات العامة للمساهمين بصفة استشارية.

و لهم الحق في الإطلاع على وثائق الشركة حسب نفس الشروط المطبقة على المساهمين".

²³³ - أحمد سعيد أحمد الشهراني، عمليات الأوراق المالية العاجلة و الآجلة، مرجع سابق، ص123.

²³⁴ - شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، مرجع سابق، ص33.

²³⁵ - المادة 715 مكرر 81 من التقنين التجاري، مرجع سابق، تقابلها المادة 157 من القانون التجاري الفرنسي، مرجع سابق.

3- انقضاء مدة سنتين من وجود الشركة: إن هذا الشرط مقترن بإعداد ميزانيتين صادق عليها المساهمون بصفة منتظمة²³⁶، هذا الأمر منطقي إذ من غير المعقول أن تلجأ الشركة إلى الغير لتمويلها بما تحتاجه من أموال، في حين أنّ جزءاً من رأس مالها مازال ديناً على ذمة المساهمين.

خامساً- أنواع السندات: وجدت عدة تقسيمات للسندات نذكر منها:

- 1- من حيث الجهة المصدرة للسند:** تنقسم السندات وفقاً لهذا المنظور إلى ما يلي:
 - أ-السندات الصادرة عن الشركات:** هي صكوك الدين التي تطرح في السوق المالية من طرف شركات القطاع الخاص أو العام، كمصدر تمويلي طويل الأجل²³⁷، تلجأ إليه الشركة كخيار بديل عن إصدار أسهم جديدة، الذي قد لا يناسب الشركة أو لا توافق عليه الجمعية العامة رغبة في عدم إدخال مساهمين جدد، و عن اللجوء إلى الاقتراض من البنوك و كل ما ينجر منه من تعقيدات و طيلة الإجراءات، و ما يترتب من فوات للوقت و ضياع القيم²³⁸.
 - ب-السندات السيادية:** قد تلجأ الدولة إلى إصدار سندات سيادية لتمويل مشاريعها²³⁹ حيث تفضل اللجوء إلى إخبارات الأفراد عن اللجوء إلى مصادرها الخاصة (الخزينة العامة) لمواجهة العجز في ميزانيتها.

²³⁶ - لا تطبق هذه الشروط على إصدار سندات الإستحقاق التي تستفيد إما من ضمان الدولة أو بأشخاص معنويين من القانون العام أو ضمان شركات تستوفي الشرطين معا (انقضاء مدة السنتين، و تحرير المساهمين رأس المال بكامله).

²³⁷ - للتفصيل عن وسائل التمويل أنظر: حداد ريم شهاب، الوسائل القانونية الجديدة لتمويل المؤسسات في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر 1، بن عكنون، ص05.

²³⁸ - محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية و البورصات العامة، مؤسسة طوبجي للطباعة و النشر، القاهرة، 2004، ص84. منع المشرع المصري شركات القطاع العام إصدار السندات و ذلك بموجب القانون رقم 1971/60. للتفصيل في ذلك أنظر: علي البارودي، القانون التجاري، المنشأة التجارية، الإسكندرية، 1986، ص62.

²³⁹ - تنص المادة 93 من قانون رقم 17-11 مؤرخ في 27 ديسمبر 2071 يتضمن قانون المالية لسنة 2017 المعدلة للمادة 04 من قانون 83-04 مؤرخ في 18 ديسمبر 1983 المتضمن قانون المالية لسنة 1984، ج ر ج د ش عدد76، صادر في 28 ديسمبر 2017، على ما يلي: "يرخص لوزير المالية القيام بما يلي:.....إصدار سندات سيادية على المدى المتوسط و الطويل موجهة للأشخاص الطبيعيين و المعنويين من أجل تمويل المنشآت و/أو التجهيزات ذات الطابع التجاري للدولة...".

تتميز هذه السندات بأنها قليلة المخاطر تصدرها الدولة في حالة احتياجها الملحّ للأموال الجاهزة كحالة الطوارئ أو الحروب²⁴⁰. تهدف السندات العامة التي تكون الدولة الطرف المدين و البنوك و شركات القطاع العام أو الخاص الطرف الدائن إلى تحقيق ما يلي:

- تغطية العجز في الميزانية العامة.

- الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأشير على سيولتها.
- تنمية الوعي الإدخاري لدى الأفراد لضمان الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد.

- التحكم في الأزمات الاقتصادية خاصة في فترة التضخم، حيث تلجأ الدولة إلى إصدار سندات حكومية للتقليل من حجم السيولة المتداولة، و في حالة الكساد تقوم بشراء السندات و الزيادة في السيولة العامة بهدف تحقيق التوازن الكلي²⁴¹.

2- من حيث الفوائد التي تحققها: تنقسم إلى سندات ذات عائد ثابت و سندات ذات عائد متغير.

أ-سندات ذات عائد ثابت Les obligations à taux fixe : هي تلك السندات التي تكون فوائدها السنوية ثابتة و محددة عند الإصدار، يكون حاملها على علم بقيمة الفائدة التي يستوفيهها في ميعاد الإستحقاق سواء حققت الشركة أرباحا أو لم تحقق لأن فائدة السند تدوم طول عمره²⁴² تم إصدار هذا النوع من طرف شركة سوناطراك الجزائرية²⁴³.

²⁴⁰- « Les bons de trésor ce sont des titres de créance à court ou à moyen terme en compte courant. Les bons de moyen terme ce sont des bons de 02 ans à intérêt annuel et remboursable à leurs acquis (capital + intérêt).

Ils sont émis par le trésor public et négociable par des spécialiste en valeur du trésor (SVT), qui sont des banques et institutions financières ».

MANSOURI Mansour, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Edition HOUMA, Alger 2002, p. 213 et 224.

و تحليل نواة، عمليات بورصة القيم المنقولة في النظام القانوني الجزائري و القوانين المقارنة، مرجع سابق، ص36.

تسمى هذه السندات بالسندات الحكومية. للتفصيل أنظر: محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، الإستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2012، ص82.

²⁴¹- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص62.

²⁴²- محمد ابراهيم الشلبي، طارق ابراهيم الشلبي، مقدمة في الأسواق المالية و النقدية، دار الشروق، عمان، 2000، ص105.

²⁴³- أصدرت مثل هذا النوع من السندات و حددت لها فائدة ثابتة سنويا تمثل نسبة 13% من قيمتها و مدة القرض هي 05 سنوات.

SONATRACH, Notice d'information, Emprunt obligatoire, Visa de la COSOB, N° 97/0001 du 18 Novembre 1997.

ب-سندات ذات عائد متغير **Les obligation à taux variable**: إن حامل السند يستفيد بفوائد متغيرة غير ثابتة سنويا، يكون هذا التغيير مقترنا بأساسيات حسابية²⁴⁴، تتعلق إما بنسبة من الأرباح التي تحصل عليها الشركة أو بمتوسط الإنتاجية²⁴⁵.

3- من حيث الضمان: تنقسم السندات من حيث ضمانها إلى سندات مضمونة و سندات غير مضمونة.

أ-سندات مضمونة: هي تلك السندات المضمونة بضمان شخصي كالكفالة المصرفية، أو بضمان عيني بأصول عقارية كالرهن العقاري مثلا²⁴⁶، تلجأ الشركة لإصدار هذا النوع من السندات إذا ما خشيت ضعف إقبال المدخرين على الإكتتاب في السندات المطروحة من قبلها، فالضمان على هذه السندات وسيلة لجلب رؤوس الأموال²⁴⁷، لحملة السندات المضمونة الحق في الأولوية و التتبع على المال المرهون، من أمثلة هذه السندات السندات الحكومية²⁴⁸.

²⁴⁴ - تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري-دراسة مقارنة-، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في القانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2013، ص115. و تحليل نواره، النظام القانوني لسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص278.

²⁴⁵ - للتفصيل أنظر: الموسوي ضياء مجيد، البورصات، أسواق رأس المال و أدواتها، الأسهم و السندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، صص.34 و 35.

²⁴⁶ - يشترط لصدور قرار ضمان السندات في مصر موافقة الجمعية العامة العادية للشركة المصدرة لها، و الإشارة إليه في نشرة الإكتتاب، و قبول الممثل القانوني للجهة التي تضمن السندات، تقوم بإتمام إجراءات الضمان سواء كانت رهنا أو كفالة و كتابته في ورقة موثقة تشمل كل البيانات. يشترط فتح الإكتتاب إتمام كل الإجراءات المتعلقة بالرهن و ذلك تطبيقا لنص المادة 1040 من القانون المدني المصري. للتفصيل أنظر: أحمد سعيد أحمد الشهراني، عمليات الأوراق المالية العاجلة...، مرجع سابق، ص122.

²⁴⁷ - هذا النوع من السندات معروف كثيرا في بريطانيا. للتفصيل أنظر: شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، مرجع سابق، ص29.

²⁴⁸ - حسين علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة الأسواق المالية، مفاهيم و تطبيقات، مرجع سابق، صص.87 و 88.

نص المشرع الجزائري على إمكانية إصدار سندات الإستحقاق المضمونة من طرف الدولة و أشخاص معنويين من القانون العام في المادة 715 مكرر 82 من التقنين التجاري، دون التفصيل في قواعد و شروط إجراء هذا الضمان، على خلاف المشرع المصري الذي أحال ذلك إلى القانون المدني. للتفصيل أنظر:

CHOUNEL Alain ROUYER Gérard, Le marché financier, structure et acteurs, 5^{ème} édition, Coll. banque et ITB, Paris, 1993, p.235

ب-سندات غير مضمونة: هي تلك السندات التي تصدر بدون أية ضمانات (شخصية و لا عينية) عند إصدارها والضامن الوحيد لها هو القدرة و المركز المالي للجهة المصدرة له²⁴⁹ ، يعتمد حاملها في استيفاء قيمة هذا الأخير عند حلول الآجال على إجمالي أصول الشركة المصدرة و مركزها المالي، أي قدرتها على الوفاء بالتزاماتها اتجاه دائنيها و سمعتها في السوق²⁵⁰.

سادسا- حقوق حاملي السندات: تتمثل حقوق حاملي السندات في ما يلي:

- 1- لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحا أو تحملت خسائر، و لا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، هذه الأخيرة تستقطعها من الأرباح التي تحققها الشركة أو تدفعها من المال الإحتياطي، و إذا اقتضى الأمر من رأس مالها²⁵¹.
- 2- الحق في إقامة دعوى الإفلاس في حالة تأخرها عن دفع قيمة السند.
- 3- الحق في الإعلام حيث يسمح لهم القانون الحضور في الجمعيات العامة على سبيل المشورة.
- 4- الحق في الأولوية في الحصول على مستحقاته عند التصفية، قبل الدائنين الآخرين و حملة الأسهم العادية و الممتازة.
- 5- الحق في استرداد قيمة القرض التي اكتتب بها السند و هي القيمة الاسمية له، و ذلك تطبيقا للشروط التي بينتها الجهة المصدرة لها في الإعلان الذي يحتوي على بيانات القرض²⁵².

²⁴⁹- محمد ابراهيم الشلبي، طارق ابراهيم الشلبي، مقدمة في الأسواق المالية و النقدية، مرجع سابق، ص107.

²⁵⁰- عطون مروان، الأسواق النقدية و المالية، البورصات و مشكلات في عالم النقد و المال....، مرجع سابق، ص09.

²⁵¹- فوزي محمد سامي، شرح القانون التجاري، دار مكتبة التريبة، بيروت، 1997، ص225.

²⁵²- المادتين 20 و 23 من المرسوم التنفيذي رقم 95-438، مؤرخ في 23 ديسمبر 1995، يتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمعات، ج ر ج د ش عدد 80، صادر في 24 ديسمبر 1994.

المطلب الثاني

القيم المنقولة الحديثة

تخضع القيم المنقولة الجزائرية إلى نظام مختلط في تأطيرها، نظمها القانون التجاري بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المعدل و المتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون التجاري، إلا أن السلطات العامة لم تترك تأطيرها للقانون الخاص فحسب بل تتدخل من حين إلى آخر عن طريق إصدار أنظمة من لجنة تنظيم عمليات البورصة²⁵³.

تقبل في التداول داخل البورصة السندات التقليدية (الأسهم و السندات) الصادرة عن شركات المساهمة فقط حسب نص المادة 30 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة رقم 97-03، إلا أنه تواجدت سندات جديدة قبلت للجنة تداولها داخل السوق المالية سنة 1998 بموجب قرار وزير المالية²⁵⁴ تسمى بالقيم الصادرة عن الخزينة العمومية (فرع أول).

يتضمن هذا الأخير تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري و سيرها، بموجب ما يتضمنه المقرر رقم 07 الصادر من المديرية العامة للخزينة العمومية²⁵⁵، إلا أن اللجنة أصدرت بعد ذلك النظام رقم 12-01 المعدل للنظام رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة فجعلت بموجبه كل القيم المنقولة المصدرة قابلة للتداول في البورصة (فرع ثاني).

الفرع الأول

القيم الصادرة عن الخزينة العمومية

أحدث وزير المالية قيما منقولة جديدة في السوق المالية الجزائرية تخضع لسلطة بنك الجزائر، تتمثل في قيم الخزينة و سندات الخزينة، بالرغم من تحديد لجنة تنظيم عمليات البورصة

²⁵³ - حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق ص 248.

²⁵⁴ - قرار مؤرخ في 21 جانفي 1998 يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري و سيرها، ج ر ج ج د ش عدد 15، صادر في 18 مارس 1998، معدل و متمم بموجب قرار مؤرخ في 22 جويلية 2001، ج ر ج ج د ش عدد 45، صادر في 12 أوت 2001.

²⁵⁵ - قرار الصادر من المديرية العامة للخزينة العمومية رقم 07 لسنة 1997، يتعلق بقاعة سوق قيم الخزينة.

للقيم القابلة للتداول في بورصة الجزائر الأسهم و السندات فحسب في نظامها رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

سمح وزير المالية السلعة الجديدة لتداولها في بورصة القيم المنقولة بموجب قراره المؤرخ في 21 جانفي 1998²⁵⁶، فرض على لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها قبول تداول قيم الخزينة في مقصورة البورصة رغم خروج هذه القيم من اختصاصها، فهي من نوع خاص تتشابه إلى حد كبير السندات المضمونة التي بينها أعلاه(أولا)، كما أنها تخضع لأحكام خاصة عند إصدارها و تداولها(ثانيا).

أولا- الاطار المفاهيمي للقيم الصادرة عن الخزينة العمومية: لفهم فحواها و عدم الخلط بينها و بين سندات أخرى شبيهة بها يستوجب تعريفها و من تمّ تبين أنواعها.

1- غياب تعريف قانوني للقيم الصادرة عن الخزينة العمومية: تمثل القيم الصادرة عن الخزينة العمومية الديون العمومية التي تصدرها الدولة لتمويل المشاريع و البرامج و الخطط التمويلية²⁵⁷، تلعب دورا هاما في الإقتصاد، فبالإضافة إلى أهميتها المالية فهي مصدر غير تضخمي لتمويل الميزانية العامة بتكلفة معقولة²⁵⁸، إذا ما قورنت بمصادر التمويل الأخرى كالقروض من البنوك التجارية.

تكتسب القيم الصادرة عن الخزينة العمومية أهمية خاصة في مجال تطبيق السياسة النقدية، إذ أن سعر الفائدة على الأوراق المالية الحكومية يعكس سعر الفائدة الخالي من الخطر هذا من جهة، و من جهة أخرى فإن النوك المركزية وحدها تتحكم في كمية النقود المتداولة من خلال بيع و شراء الأوراق المالية الحكومية²⁵⁹.

²⁵⁶ - قرار وزير المالية ، يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري و سيرها، مرجع سابق.

²⁵⁷ - إن أول من اقترح فكرة استخدام أدوات الخزينة هو الإقتصادي الأمريكي "باجهوت" BAGEHOT، سنة 1887 لتمويل الحكومة الأصولية في ذلك الوقت. أنظر: محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر و التوزيع، (د.س.ن)، ص272.

²⁵⁸ - عرف بعض من الفقه القيم الصادرة عن الخزينة العمومية كونها سندات قصيرة الأجل، تصدرها الدولة أو من يمثلها لغرض تمويل العجز في موازنة الدولة، تعتبر وسيلة للقرض الداخلي القصير. أصبحت من أدوات الدين الداخلي الشائعة الإستخدام في غالبية الدول حتى المتقدمة منها. للتفصيل أنظر: بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، مرجع سابق، ص43.

²⁵⁹ - عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي و التحرر المالي و متطلبات تطورها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص ص. 70 و 71.

لم تلق هذه القيم تعريفا لا من قبل المشرع و لا من قبل سلطة السوق، عرفها بعض من الفقه بأنها "تلك السندات الصادرة عن الدولة و التي تمثل جزء من الدين العام، أو أنها مجموع الإلتزامات المالية للدولة التي تسددها عند حلول أجلها"²⁶⁰، عرفها البعض الآخر "كونها صكوك مديونية متوسطة و طويلة الأجل تصدرها الحكومات، بهدف الحصول على موارد غير تضخمية لتغطية العجز في الميزانية أو بهدف مكافحة التضخم"²⁶¹.

أجاز المشرع الجزائري إصدار مثل هذه الديون العمومية بموجب القانون رقم 83-19 المتضمن قانون المالية لسنة 1984²⁶²، يمكن أن تأخذ حسب المادة 04 منه عدة أشكال و هي كما يلي:

- سندات التجهيز لتمويل الإستثمارات.
- سندات التجهيز في حساب جاري، تخصص لهيئات العمومية الإكتتاب الحرفية.
- سندات قصيرة متوسطة الأمد لتغطية كل أعباء الخزينة العمومية، لاسيما تلك الناجمة عن استهلاك الدين العمومي.
- سندات اقتراض للدول في شكل حسابات مكشوفة، و قروض و تسبيقات.
- سندات تحويل الدين العمومي و إعادة تحويل الدين العائم أو تجميده، وكذلك دين الخزينة المستحق إجمالاً²⁶³.
- تمتاز القيم الصادرة عن الخزينة العمومية بخصائص مشتركة تتمثل فيما يلي:
- أن يكون الإصدار محلي و جماعي.
- أن تكون قابلة للتداول.

²⁶⁰ - « L'expression « valeur du trésor » mène si elle permet à chacun d'en cerner la notion ne fait pas l'objet d'une définition précise que ce soit de la part des autorités du marchés ou de tutelle, cependant on peut définir ces valeurs comme des titres émis par l'Etat représentatif d'une partie de la dette publique».

حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق ص280. نقلا عن :

De VAUPLAVE Hubert, « valeurs de trésor », J- Cl. Banque et crédit fiscal, 1980.

²⁶¹ - عاطف وليد أندرواس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي و التحرر المالي و متطلبات تطورها، مرجع سابق، ص72.

²⁶² - قانون رقم 83-19 مؤرخ في 18 ديسمبر 1983، يتضمن قانون المالية لسنة 1984، ج ر ج د ش عدد 55، صادر في 31 ديسمبر 1983.

²⁶³ - يختص وزير المالية وحده بإصدار القيم الصادرة عن الخزينة العمومية.

- قابلة للتسعيرة في البورصة.

- تمثل حق مديونية قصير أو متوسط الأجل²⁶⁴.

- تصدر من الحكومة²⁶⁵.

2- أنواع القيم الصادرة عن الخزينة العمومية: تصدر الخزينة العمومية نوعان من القيم

و هي قيم الخزينة و سندات الخزينة.

أ- قيم الخزينة: نص على قيم الخزينة²⁶⁶ قرار وزير المالية المؤرخ في 22 جويلية لسنة 2001²⁶⁷ وحددتها المادة 02 منه في ما يلي:

- سندات الخزينة التي تبلغ آجال تسديدها 05 سنوات بفائدة سنوية و قابلة للتسديد بقيمته.

- سندات طويلة الأجل و التي تفوق آجال تسديدها 05 سنوات بفائدة سنوية و قابلة للتسديد بقيمتها الاسمية.

يلاحظ أن المشرع الجزائري قصر من أنواع هذه السندات التي تشمل فقط السندات الخزينة المتوسطة الأجل إلى جانب السندات طويلة الأجل، و هي التي تعادل مدتها 05 سنوات أو أكثر من ذلك، بينما كان قبل تعديل هذه المادة نوعان من السندات، هي القصيرة الأجل تتراوح مدتها بين 13 و 26 و 52 أسبوعا، مدفوعة الفائدة مسبقا و قابلة للتسديد بقيمتها الاسمية، و سندات الخزينة المتوسطة الأجل تصدر لمدة سنتين بفائدة سنوية قابلة للتسديد²⁶⁸.

²⁶⁴ - حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق ص281.

²⁶⁵ - تقوم الحكومة بإصدارها و هي آمنة و مضمونة، لأن إصدارها من الدولة ككيان من المفترض أن تضمنها. ظهر هذا النوع من الأوراق المالية لأن السياسيين يعتقدون أنه عندما نقل الإيرادات الضريبية لسبب عدم انتعاش الإقتصاد، و بهدف تجاوز هذا العجز القصير الأجل، و لا يريدون خسارة أصوات الناخبين بزيادة الضرائب لتغطية نفقات الدولة، فإن الفرق يجب تعويضه عن طريق الاقتراض. تقوم الدولة بذلك عن طريق إصدار سندات دين ذات نسبة فائدة محدودة و تاريخ استهلاك معين، حيث تقوم خزنة الدولة بشراء هذه الأوراق المالية مرة أخرى.

للتفصيل أنظر: مايكل بيكيت، كيف تعمل البورصة، دار الفاروق للنشر و التوزيع، القاهرة، 2005، ص09.

²⁶⁶ - هناك من المؤلفين و الفقهاء في القانون من يطلق على قيم الخزينة تسمية "أذون الخزنة".

²⁶⁷ - قرار مؤرخ في 22 جويلية 2001 معدل و متمم للقرار المؤرخ في 21 جانفي 1998، ج ر ج د ش عـ 45، صادر في 12 أوت 2001.

²⁶⁸ - هناك من الدول التي تصدر قيم الخزينة لآجال تتراوح بين 91 يوما و 182 يوم و 52 أسبوعا. يمكن للأفراد و المؤسسات شراؤها في السوق الثانوية. تتميز أذون الخزنة بارتفاع درجة سيولتها، إذ يمكن تحويلها إلى نقدية بتكلفة منخفضة و بأدنى خطر ممكن، عادة ما يكون عائد أذون الخزنة معفى من الضرائب.

للتفصيل أنظر: عاطف وليم أندرواس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي...، مرجع سابق، ص71.

ب-سندات الخزينة: يقصد بها السندات الإدخارية و هي سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل، كما لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير، تشتري هذه السندات من وزارة الخزانة فقط، فهي المكان الوحيد الذي يلجأ إليه حاملها لاسترداد قيمتها في أي وقت يريدون²⁶⁹. رخص القرار المؤرخ في 09 جوان 1999 لوزير المالية بإصدار سندات تسمى سندات الخزينة حسب الصيغ، يحدد خصائصها بموجب قرار وزير المالية²⁷⁰، و ذلك بنسبة فائدة تحتسب وفقا لمدة السند ضمن فارق يتراوح بين:

- بين 05 بالمائة و 08 بالمائة بالنسبة للسندات المصدرة لسنة واحدة .
- بين 05,25 بالمائة و 08,25 بالمائة بالنسبة للسندات المصدرة لسنة واحدة.
- بين 05,50 بالمائة و 08,50 بالمائة بالنسبة للسندات المصدرة لمدة سنتين.
- بين 5,50 بالمائة و 8,50 بالمائة بالنسبة للسندات المصدرة لمدة ثلاث سنوات.
- بين 06 بالمائة و 09 بالمائة بالنسبة للسندات المصدرة لمدة أربع سنوات.
- بين 06,50 و 09,50 بالمائة بالنسبة للسندات المصدرة لمدة خمس سنوات²⁷¹.

تتميز سندات الخزينة عن قيم الخزينة بأنها غير قابلة للتداول، يتم تسديد مستحقاتها و دفع قسيمة الفائدة لصالح المستفيدين لدى كل الشبائيك، بصرف النظر عن مكان الإكتتاب عند حلول أجل الإستحقاق، كما أنه يجوز لحاملها المطالبة بالتسديد مسبقا، بعد انقضاء سنة من تاريخ الإكتتاب مقابل تعويض، حسب مضمون نص المادتين 08 و 09 من الأمر المؤرخ في 20 سبتمبر 2004.

ثانيا- الاطار الإجرائي لإصدار و تداول لقيم الخزينة: إن كون قيم الخزينة تمثل حقوق مديونية تصدرها الخزينة العامة، لتمويل مشاريع الدولة و تنفيذ خططها التنموية، فهي تخضع لإجراءات خاصة عند إصدارها، و عند تداولها كون ذلك يكون بموجب مختصين.

²⁶⁹- تعتبر سندات الخزينة الإصدار الحكومي الوحيد في الولايات المتحدة، التي لا تتداول سواء في السواق المنظمة أو في السواق غير المنظمة. أنظر: منير إبراهيم هندي، أوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص43.

²⁷⁰- قرار صادر عن وزير المالية مؤرخ في 09 جوان 1999، يتضمن كفيات و شروط إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ، ج ر ج د ش عدد 44، صادر في 05 جويلية 1999 معدل و متمم.

أنظر كذلك: قرار وزير المالية مؤرخ في 10 أبريل 2000، ج ر ج د ش عدد 23، صادر في 23 أبريل 2000، معدل و متمم للقرار المؤرخ في 09 جوان 1999.

²⁷¹- قرار وزير المالية مؤرخ في 20 سبتمبر 2004، ج ر ج د ش عدد 66، صادر في 20 أكتوبر 2004.

1- إجراءات إصدار قيم الخزينة: تصدر قيم الخزينة عن طريق المناقصة الوطنية التي تجرى لدى الخزينة العمومية أو لدى بنك الجزائر، فتعد برامج لإصدارات زمنية²⁷²، تعلن بها الجمهور و تبلغ به بنك الجزائر و المختصين بقيم الخزينة، تحت إشراف وزير المالية لأنه وحده المكلف بتنظيم عمليات المناقصة و إجراءاتها، و ذلك بموجب القرار المؤرخ في 22 جويلية 2001²⁷³.

يحق لكل شخص طبيعي أو معنوي مقيم بالجزائر أو غير مقيم أن يقدم عرضا للمشاركة في المناقصة، عن طريق المختصين في قيم الخزينة، سواء يعملون لحسابهم الخاص أو لحساب زبائنهم، متضمنة السعر المقترح للسند أو نسبة الفائدة المرغوب فيها، على أن لا يقدم كل عارض من بين الجمهور يرغب في الإكتتاب بقيم الخزينة بأكثر من ثلاثة عروض في الجلسة الواحدة على السند نفسه.

يصدر بلاغ من المديرية العامة للخزينة بعد غلق جلسة المناقصة، يشترك في توقيعه عند الإقتضاء ممثلا مؤهلا عن بنك الجزائر، يتضمن هذا البلاغ كل المعلومات المتعلقة بالسند²⁷⁴، الفوائد مسبقا على سندات الخزينة القصيرة الأجل، و ذلك في يوم الإصدار على أساس النسبة التي قُبلت بها في المناقصة، و تدفع فوائد سندات الخزينة المتوسطة الأجل سنويا على أساس نسبة الفائدة الاسمية المعلنة عنها قبل الإصدار. في حالة حلول أجل دفع القسيمة أو الأصل بيوم عطلة أو يوم غلق بنك الجزائر، تدفع الفائدة في يوم العمل الموالية، دون دفع أي تعويض²⁷⁵.

2- تداول قيم الخزينة يخضع لإجراءات غير مألوفة: تتداول قيم الخزينة القصيرة و الطويلة الأجل في حساب جاري بالتراضي في السوق الثانوية الخاصة بها²⁷⁶، و التي تنشأ لدى المديرية

²⁷² - برامج إصدار السندات تكون لفترات زمنية إما سنوية أو شهرية أو لكل ثلاثة أشهر.

²⁷³ - قرار وزير المالية مؤرخ في 22 جويلية 2001، ج ر ج د ش عدد 45، صادر في 12 أوت 2001.

²⁷⁴ - يبين بلاغ نتائج المناقصة المعلومات التالية: - مبلغ العروض المقبولة، - نسبة الفائدة أو حد السعر الأدنى المقبول و نسبة المردودية المطابقة، - نسبة الفائدة أو السعر المتوسط المرجح للمناقصة و نسبة المردودية المطابقة، - مبالغ العروض غير الخاضعة للمنافسة و المقبولة في المناقصة عند الإقتضاء. المادة 10 من قرار وزير المالية صادر في 21 جانفي 1998، يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري و سيرها، مرجع سابق.

²⁷⁵ - نقلا عن: حمليلى نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 283.

²⁷⁶ - إن كون الأصول المالية التي يبلغ عمرها عاما واحدا أو أقل ينظمها السوق النقدي و هو الشق الأول من السوق المالية، أما الأصول المالية التي يزيد عمرها عن سنة ينظمها سوق رأس المال، كونه المكان الذي تلقى فيه قوى العرض و الطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، و على هذا الأساس يتم تداول أدون الخزينة في سوق النقد، بينما يتم

العامة للخزينة، حسب نص المادة 16 من القرار الصادر في 21 جانفي 1998 التي تنص في الفقرة الأخيرة منها، على أنه يصدر مقرر من المدير العام للخزينة يحدد كيفية إنشاء و سير القاعة.

صدر على إثر ذلك القرار رقم 98-07 المؤرخ في 10 فيفري 1998 المتعلق بقاعة سوق قيم الخزينة²⁷⁷، تسير من قبل مديرية ديون و التزامات الدولة التي تسهر خاصة على تنظيم و سير أشغال السوق و ضمان نشر المعلومات المتعلقة بتسعيرة قيم الخزينة. تفتح قاعة قيم الخزينة يوميا و حصريا أمام المختصين في قيم الخزينة، تثبت المعلومات المنجزة فيها يوميا و تنشر للجمهور عامة من الساعة العاشرة إلى الحادية عشر صباحا، تكون البيانات المنشورة خلال هذه الفترة ملزمة لطرفي العملية سواء كان بائعا أو مشتريا لها، تعدّ مديرية مديونية الدولة انطلاقا من هذه البيانات ملخصا، يتضمن وصفا كامل للعمليات المنجزة و للظروف التي أنجزت فيها، يحتوي بصفة عامة البيانات التالية:

- الكمية الكلية للقيم المتداولة.
- سعر آخر عملية تمت تسويتها.
- أعلى سعر عرفته السوق خلال الحصة و الكمية المتداولة بهذا السعر.
- أدنى سعر عرفته السوق خلال الحصة و الكمية المتداولة بهذا السعر.
- تغيرات الأسعار بمقارنتها مع حصة التداول السابقة.

يرسل المختص في قيم الخزينة إلى المديرية العامة بيانا شهريا، بوضعية العمليات التي ينجزها في أول أسبوع لكل شهر للخزينة العمومية، وهي التي تقيم دوريا نشاطات كل مختص في قيم الخزينة، و تتفّطه وفقا لجدول التقطيع المتعلق بنوعية تدخل كل مختص في قيم الخزينة و فعاليتها في السوق.

تداول سندات الخزنة في سوق رأس المال. للتفصيل أنظر: بوكساني رشيد، معوقات الأسواق المالية العربية و سبل تفعيلها، مرجع سابق، ص 42 و 43. ما هو ملاحظ في التشريع الجزائري هو أن حتى أدون الخزينة التي أطلق عليها المشرع تسمية قيم السندات، يمكن أن يكون عمرها نفس عمر سندات الخزينة.

²⁷⁷ - في الحقيقة ليست قاعة لقيم الخزينة لأن قاعة قيم الخزينة لم ترى الوجود بعد لعدم وجود نص قانوني منشأ لها، و هو ما دفع بالمديرية العامة إلى الإستعانة بقاعة بورصة القيم المنقولة لتداول فيها، خروجاً عن ما تقضي به أحكام القانون. حمليلى نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 285.

فضّل القائمون على تسيير شؤون قيم الخزينة، إجراء هذه التداولات في قاعة بورصة الجزائر، بدلا من إنشاء قاعة خاصة بها رسميا، رغبة منهم في الاستفادة من الإمكانيات البشرية و المادية التي تملكها بورصة الجزائر، و إن كان هذا غير جدي، لأن المديرية العامة للخزينة العمومية هي من تتكفل بمصاريف سوق الخزينة²⁷⁸.

يثير هذا الوضع خلط بين القواعد القانونية، فإن قيم الخزينة سندات تمثل قيما منقولة، إلا أن القواعد التي تحكم إجراءات تداولها و المختصين بذلك، تقضي على أحكام تختلف كل الاختلاف عن الطرق المعروفة لتداول القيم المنقولة، التي سنتعرض لها بالتفصيل لاحقا، هذا إلى جانب مكان تداولها التي أخضعها القانون إلى قواعد خاصة، كما أنه في كل مرة يتم تداولها، تستعير الجهة المختصة بذلك قاعة بورصة القيم المنقولة لتكون محلا لتداولها.

3- المختصين بتداول قيم الخزينة: يمكن للبنوك، المؤسسات المالية، التعااضديات، و لشركات التأمينات الإقتصادية، صناديق التأمين الإجتماعية و التقاعد و الوسطاء في عمليات البورصة، أن يودعوا ملف لدى المديرية العامة للخزينة العمومية لطلب الإعتماد كمختصين في قيم الخزينة، ليتصرفوا كماسكي لقيم الخزينة بصفتهم أصحاب العمليات بالمقابل²⁷⁹.

يجب أن يشتمل ملف طلب الإعتماد على الوثائق المبيّنة في دفتر شروط المختصين في قيم الخزينة، الذي تعدّه المديرية العامة للخزينة العمومية، بالإتفاق مع المختصين في قيم الخزينة الممثلين من طرف رئيس جمعيتهم. تتوقف ممارسة نشاط المختص في قيم الخزينة على الحصول على اعتماد من طرف المديرية العامة للخزينة العمومية، بموجب قرار يصدر من المديرية العامة للخزينة، بناء على رأي جمعية سوق قيم الخزينة الموجودة على مستوى المديرية²⁸⁰.

²⁷⁸ - حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص285.

²⁷⁹ - المادة 17 من قرار مؤرخ في 21 جانفي 1998 يتضمن سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري و سيرها، مرجع سابق. تتمثل هذه العمليات في شراء و بيع قيم لحسابه الخاص، بعرض أسعار ثابتة، على أن ينشر المعلومات الخاصة بالعمليات المنجزة. للتفصيل أنظر: حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص286. و مبروك حسين، المدونة الجزائرية للبورصة مع النصوص التطبيقية و النصوص المتممة، دار هومة، الجزائر، 2014، ص270 و ما يليها.

²⁸⁰ - أنشأت المديرية العامة للخزينة العمومية جمعية سوق قيم الخزينة، بموجب قرار وزير المالية رقم 98-06 مؤرخ في 03 فيفري 1988، يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري و سيرها، ج ر ج د ش عدد 15، صادر في

يُمر الإعتاد المختصين في قيم الخزينة بمرحلتين، أولهما مرحلة الإعتاد المؤقت، التي تدوم سنة كاملة، يخضع فيها المترشح إلى اختبار لمؤهلاته وإمكاناته في ممارسة هذا النشاط، ينتقل بعدها إلى المرحلة الثانية أين تصدر المديرية العامة للخزينة العمومية قرار بمنحه الإعتاد النهائي. تشترط المديرية العامة للخزينة العمومية من المترشح للحصول على الإعتاد، أن يكون مهياً بجهاز أو أجهزة مستقلة تتكفل بعمليات قيم الخزينة، و تستجيب للشروط التي تحددها.

يلتزم المختص بتملك رصيد تسيير يعادل مائة (100) مليون دينار جزائري على الدوام، و في حالة انخفاض هذا الرصيد أو تخلف أي شرط من الشروط التي صدر الإعتاد على أساسها، يمكن للمديرية العامة للخزينة العمومية سحب اعتداد المختص في قيم الخزينة، في أي وقت²⁸¹.

يقع على المختص بقيم الخزينة التزام بمشاركته مشاركة منتظمة و فعلية في السوق الأولية لقيم الخزينة، بنسبة عمليات تعادل 05,3 بالمائة على الأقل في كل ثلاثة (03) أشهر، أو بنسبة خمسة (05) بالمائة من العمليات المنجزة سنوياً، أما عمليات السوق الثانوية فإنها تمارس داخل قاعة سوق قيم الخزينة، حيث يقوم المختص بالعمليات التالية:

- نشر الأسعار.
- نشر المعلومات عن السوق و ظروفها.
- التمهيد للتداول عند الإقتضاء.

الفرع الثاني

قيم منقولة أخرى

سمح القانون التجاري لشركات المساهمة إصدار قيما منقولة متعددة إلا أن نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 حدد القيم المنقولة المقبولة للتداول داخل

18 مارس 1998، معدل و متمم. للتفصيل أنظر: مبروك حسين، المدونة الجزائرية للبورصة مع النصوص التطبيقية و النصوص المتممة، مرجع سابق، ص271.

²⁸¹ - حميل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص285.

السوق، تتمثل في القيم المنقولة التقليدية (الأسهم و السندات) ، لذلك أصدرت اللجنة النظام رقم 01-12 لتعدل بموجبه النظام رقم 97-03 السابق الذكر.

أنشأت اللجنة بذلك بعد المادة 49-7 من النظام رقم 97-03 بموجب المادة 10 منه قسم رابع تحت عنوان "شروط قبول السندات في السوق"، يتضمن المادتين 46-8 و 46-9، فأصبحت بذلك كل القيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة قابلة للتداول في البورصة²⁸². يلاحظ بأنه إضافة إلى سندات الإستحقاق المذكورة سابقا أضيفت سندات مديونية أخرى وصفها بسندات دين و ليس سندات رأس مال، تتمثل في السندات القابلة للتحويل (أولا)، سندات غير قابلة للتحويل (ثانيا).

أولا- القيم المنقولة القابلة للتحويل: تتمثل القيم المنقولة القابلة للتحويل في تلك القيم التي تصدرها الشركة على شكل سندات ويمكن تحويلها إلى أسهم بالتالي تتحول فية أصحابها من دائنين للشركة إلى مساهمين فيها و هي كما يلي:

1-السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: نبحث في تعريفها و مختلف القواعد التي تحكمها.
أ-تعريف السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: هي عبارة عن "صكوك ذات قيمة واحدة، قابلة للتداول و غير قابلة للتجزئة، تصدرها شركات المساهمة²⁸³، تعطي للمكتتبين مقابل المبالغ

²⁸²- تنص المادة 46-8 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 01-12 مؤرخ في 12 جانفي 2012، يعدل و يتم النظام رقم 97-03 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، على ما يلي: "تعتبر سندات الإستحقاق و السندات القابلة للتحويل إلى سندات رأس مال و سندات المساهمة أو أي وصل آخر يحل الحق في سندات رأس المال كسندات دين".

²⁸³- « Les premières valeurs de cette espèce ont été des titres destiné à servir de passerelle entre les obligations et les actions ».

تم تنظيم السندات القابلة للتحويل إلى أسهم لأول مرة بموجب القانون الفرنسي الصادر في 25 فيفري 1953، ثم المرسوم المؤرخ في 03 سبتمبر 1953. نقلا عن:

RIPERT George, ROBLOT René, Traité de droit commercial, T1, vol 2, 18^{ème} édition, LGDJ, Paris, 2002,p.565.

التي سلفوها للشركة، تخول لأصحابها الحق بتحويلها إلى أسهم²⁸⁴، لذلك اعتبرها البعض من الفقه نوع من الأسهم المضمونة²⁸⁵.

تعتبر عملية تحويل السندات إلى أسهم طريقة من طرق الوفاء بحقوق الدائنين، يترتب عليه انقضاء التزام الشركة في مواجهتهم خاصة بالنسبة للشركات المتوسطة، فقد لا تتمكن من إيجاد أسواق كافية للإكتتاب بالأسهم الجديدة، حين تقرر زيادة رأس مالها²⁸⁶، لأن القيمة السوقية للسند جد متواضعة لا تستحق العناء و التكاليف التي تدفعها، لقاء تنظيم حملة رفع رأسمالها، للبحث عن مكتتبين جدد للأسهم الجديدة التي ستصدرها²⁸⁷.

ب- أحكام السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: أجاز المشرع الجزائري لشركات المساهمة إصدار سندات استحقاق قابلة للتحويل إلى الأسهم، إذا استوفت و توفرت فيها شروط إصدار سندات استحقاق²⁸⁸، اشترط لإصدار شركات المساهمة سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى الأسهم أن توفي بالشروط المنصوص عليها في المادة 715 مكرر 82 من التقنين التجاري.

يعود اختصاص اتخاذ قرار إصدار السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم إلى الجمعية العامة غير العادية²⁸⁹، بناء على تقرير من مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس

²⁸⁴ - إلياس ناصف، الكامل في قانون التجارة و الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 26.

عرف البعض الآخر السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أنها: "تحوّل رأس المال المقترض Capital d'emprunt إلى مال حقيقي Capital propre. محمد فريد العريني، القانون التجاري، النظرية العامة للشركات، شركات الأشخاص، شركات الأموال، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 305.

كما تعرف بأنها "سندات تصدرها شركات المساهمة، يتمتع صاحبها بحق مديونية في ذمة الشركة المصدرة، فتخول له إمكانييتين: إما الحفاظ على السند طيلة مدة القرض و إما تحويله في مدة معينة و في تاريخ ثابت من سند إلى سهم". POITRINAL Denis- François, Le capital investissement, Guide juridique et fiscal, Edition Galexia, 1990, p.88.

²⁸⁵ - للتفصيل أنظر: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص 34.

²⁸⁶ - يوسف علي حسن، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 304.

²⁸⁷ - SALAH Mohamed, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par action, op.cit, p.112.

²⁸⁸ - المادة 715 مكرر 114 من القانون التجاري، مرجع سابق.

²⁸⁹ - بالرغم من أن المادة 715 مكرر 116 من التقنين التجاري، مرجع سابق، تحيلنا إلى أحكام مواد القسم الفرعي المتعلق بالسندات، خاصة المادة 715 مكرر 84 منه، و بالرغم من أن المادة 715 مكرر 116 تقضي بأن إصدار

المديرين، و على تقرير خاص لمندوب الحسابات قبل اتخاذ قرار التحويل، يتمحور التقرير حول أسس التحويل من السندات إلى الأسهم و الحصول على تقييم مالي.

يبدو من هذه الإجراءات نوع من الصرامة و المغالاة، جعل المشرع قرار إصدار السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم من اختصاص الجمعية العامة غير العادية، كما جعله يخضع إلى مجموع تقارير من مختلف أجهزة إدارة الشركة، خاصة أن هذه الإجراءات لا يخضع لها إصدار الشركة لسندات الإستحقاق العادية، قد يكون المشرع قد تعمّد في صرامة إجراء إصدار السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم حماية منه للمساهمين القدامى.

وضع المشرع حد أدنى لسندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى الأسهم، حيث لا يجوز أن تكون أقل من القيمة الإسمية للأسهم التي تؤول إلى أصحاب سندات الإستحقاق في حالة اختيار التحويل²⁹⁰. تعتمد المشرع وضع حد أدنى لسعر السند²⁹¹ مشروطاً أن لا يقلّ عن القيمة الإسمية للسهم، بهدف جعل المساهمين القدامى و الجدد في نفس المركز حالة تحويل السندات إلى أسهم، فمن غير المعقول أن يدخل مساهمين جدد بمناسبة زيادة رأس مال الشركة، و يكونوا في مراكز أعلى من مراكز المساهمين القدامى فيها²⁹².

ج- عملية تحويل السندات إلى أسهم و أثرها: يستفيد المساهمون من حق الإكتتاب في سندات الإستحقاق القابلة للتحويل بنفس الشروط المنصوص عليها لإكتتاب أسهم جديدة، خاصة أن الأسهم العادية مقسمة إلى فئتين، من بينها الفئة التي تتمتع بامتياز الأولوية في الإكتتاب لأسهم و لسندات استحقاق جديدة²⁹³، فحق الأفضلية في الإكتتاب في السندات القابلة للتحويل

السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم خاضعة لقرار صادر من الجمعية العامة، إلا أن كون هذا الإجراء قد ينجرّ منه زيادة رأسمال الشركة، لذلك فإن قرار إصدار السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم يكون من اختصاص الجمعية العامة غير العادية، عملاً بنص المادة 691 من التقنين التجاري المذكور أعلاه.

²⁹⁰ - المادة 715 مكرر 114 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

²⁹¹ - هناك من الفقه اعتبر التحديد من القيمة الإسمية للسند قيد على حرية التعاقد، إذ الأصل هو أن يكون عقد الإصدار هو الذي يُحدد جميع شروط الإصدار أو بياناته. أنظر: حمليّ نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 286.

²⁹² - SALAH Mohamed, Les valeurs mobilières émises par les, op.cit, p.117.

²⁹³ - المادة 715 مكرر 117 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

إلى الأسهم يحوّل للمساهمين القدامى سواء في فترة أو فترات محددة أو في أي وقت تمّ هذا التحويل.

منح المشرع حق طلب تحويل السندات إلى الأسهم للحاملين و لا يجوز التحويل إلاّ بناء على رغبتهم، يتضمن عقد الإصدار كيفية و إجراءات التحويل و نوعية خيار التحويل، أي إن كان سيتمّ في فترة أو في فترات اختيارية أو في أي وقت كان²⁹⁴. حماية لأصحاب السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم، حدد المشرع أحيانا من حرية الشركة المصدرة لها في اتخاذ بعض القرارات، كما منعها منعاً باتاً في القيام ببعض التصرفات الأخرى.

منع المشرع منعاً باتاً الشركات التي قامت بإصدار سندات قابلة للتداول إلى أسهم اهتلاك رأسمالها أو التخفيض منه، تحت طائلة عقوبات صارمة يخضع لها المسؤولين عن ذلك في الشركة²⁹⁵، و عملاً بالقواعد العامة التي تقضي بأن جميع أموال المدين ضامنة لديونه، فإن هذا التصرف من شأنه المساس بالضمان العام لحاملي السندات، باعتبارهم دائنين للشركة قبل تحويل سنداتهم إلى أسهم²⁹⁶، تلتزم الشركة المصدرة احترام هذا الحظر، تحت طائلة العقوبات المنصوص عليها في القانون التجاري²⁹⁷.

قيدت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بصفتها سلطة ضبط السوق المالية، الشركة التي أصدرت سندات قابلة للتحويل إلى أسهم بشروط و إجراءات خاصة في حالة قيامها ببعض

²⁹⁴ - أنظر المادة 715 مكرر 118 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

²⁹⁵ - تحيل المادة 715 مكرر 120 من التقنين التجاري، مرجع سابق، إلى المادة 827 منه التي تنص على ما يلي: "يعاقب بغرامة من 20.000 دج إلى 200.000 دج رئيس الشركة أو القائمون عليها بإدارتها الذين قاموا عمداً بتخفيض رأسمالها.

- دون مراعاة المساواة بين المساهمين.

- دون تبليغ مشروع تخفيض رأس مال الشركة إلى مندوبي الحسابات قبل 45 يوماً على الأقل من انعقاد الجمعية العامة المدعوة للبحث في ذلك.

- دون أن يقوموا بنشر قرار تخفيض رأس المال إلى النشرة الرسمية للإعلانات القانونية. و فضلاً عن ذلك في جريدة مؤهلة لقبول الإعلانات القانونية".

²⁹⁶ - تنص المادة 188 من التقنين المدني الجزائري، مرجع سابق، على ما يلي: "أموال المدين جميعها ضامنة لوفاء ديونه... و في حالة وجود حق أفضلية مكتسب طبقاً للقانون فإن جميع الدائنين متساوون اتجاه هذا الضمان"

²⁹⁷ - أنظر المادة 827 من التقنين التجاري، مرجع سابق. للتفصيل في ذلك أنظر:

SALAH Mohamed, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, op.cit, p.119.

التصرفات القانونية²⁹⁸، تتمثل هذه الشروط في اشتراط إعلانات خاصة لإعلام الجمهور و المكتتبين في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، و اشتراطها إصدار تقرير من الجمعية العامة للمساهمين في حالة إصدار الشركة لأسهم، كما يجب اكتتابها بمقابل نقدي أو إصدار سندات استحقاق جديدة قابلة للتحويل، إذا قررت الجمعية العامة إلغاء الحق التفضيلي للاكتتاب²⁹⁹.

2- سندات الإستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم: نضمه المشرع في المواد من 715 مكرر و ما يليها من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المذكور أعلاه.

أ-تعريف سندات الإستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم: هي سندات تخوّل لأصحابها الحق في الإكتتاب في الأسهم، تقوم الشركة بإصدارها وفقا للشروط و الآجال المحددة في عقد الإصدار، ما يمكّن صاحبه الدخول في رأس مال الشركة الطالبة التمويل، تمنح أصحابها أرباحا في حالة نجاح المؤسسة³⁰⁰.

سندات الإستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم ذات أصل أجلوساكسوني³⁰¹، تختلف عن سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى الأسهم في ميزة أساسية، تتمثل في عدم إلزام أصحابها بالإختيار بين صفته المستقبلية، بكونهم مساهمين في الشركة المصدرة، بحجة أن قسيمات الإكتتاب بالأسهم منفصلة عن السندات و مستقلة عنها و قابلة للتداول³⁰².

²⁹⁸- تنص عليها المادة 715 مكرر 121 من التقنين التجاري، مرجع سابق، تتمثل في:

- إصدار أسهم جديدة واجبة الدفع نقدا.

- منح الإصدار في أس المال.

- إدماج الإحتياطات و الأرباح.

- توزيع الإحتياطات الخاصة بالنقد أو السندات.

²⁹⁹- إن اشتراط المادة 715 مكرر 22 من التقنين التجاري، مرجع سابق، صدور قرار من الجمعية العامة، لإصدار سندات جديدة قابلة للتحويل إلى أسهم غير منطقي، خاصة أن إصدار الشركة للسندات القابلة للتحويل إلى الأسهم خاضع لقرار الجمعية العامة غير العادية.

³⁰⁰- نظمها القانون الفرنسي المؤرخ في 24 جويلية 1966، بأحكام جد صارمة لذلك صدر القانون المؤرخ في 06 جانفي 1979 ليأتي بنوع من المرونة لها، و يخفّ من حدّتها. للتفصيل في ذلك أنظر:

POITRINAL Denis- François, Le capital investissement, op.cit, p.89.

³⁰¹- RIPERT George, ROBLOT René, Traité de droit commercial, op.cit, p.1073.

³⁰²- Ibid.

ب- أحكام سندات الإستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم: تخضع سندات الإستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم إلى الأحكام التالية:

ب1- **الجهة المختصة بإصدارها:** لم يحدّد المشرع الجزائري صراحة الجهة المختصة بإصدار سندات الإستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم، و باعتبارها تُدخل تعديلات على الشركة المصدرة عن طريق زيادة رأسمالها، و قياساً على سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى الأسهم فإنه يمكن القول أن الجمعية العامة غير العادية هي المختصة باتخاذ قرار إصدارها، لأن الإكتتاب فيها من شأنه أن يرفع من رأس مال الشركة³⁰³.

نص المشرع صراحة بأن إصدار سندات الإستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم في الشركة المدمجة أو الشركة التي تملك أكثر من نصف رأسمالها شركة أخرى، يكون من اختصاص الجمعية العامة غير العادية للشركة المتبوعة³⁰⁴، أما المشرع الفرنسي فقد خوّل صراحة صلاحية إصدار السندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم إلى الجمعية العامة للشركة، بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين، و على تقرير خاص لمندوب الحسابات³⁰⁵.

ب2- **ثمن و آجال الإكتتاب:** تركت مختلف التشريعات تحديد ثمن إصدار سندات الإستحقاق ذات قسيمات الإكتتاب بالأسهم إلى عقد الإصدار³⁰⁶، كما صلاحية تحديد سعر الإكتتاب بالأسهم

³⁰³ - المادة 691 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

³⁰⁴ - تنص المادة 715 مكرر 126 من التقنين التجاري، مرجع سابق، على ما يلي : "يجوز لشركات المساهمة التي تستوفي الشروط المطلوبة لإصدار سندات استحقاق أن تصدر سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم. و يجوز لشركة ما إصدار سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم تقوم بإصدارها الشركة التي تملك بصفة مباشرة أو غير مباشرة أكثر من نصف رأسمالها.

و في هذه الحالة يجب على الجمعية العامة العادية للشركة التابعة و المصدرة لسندات الإستحقاق أن ترخص بإصدار هذه السندات، أما إصدار الأسهم فترخصه الجمعية العامة غير العادية للشركة المدعوة لإصدار أسهم".

³⁰⁵ - « Depuis 1983, les sociétés peuvent émettre des obligations avec un ou plusieurs bons de souscription d'action. L'émission de ces obligations doit être autorisée par l'assemblée générale de la société... ». DIDIEL Paul, Droit commercial, la monnaie..., op.cit, p.111.

³⁰⁶ - المادة 715 مكرر 126 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

الجديدة سواء للجمعية العامة العادية³⁰⁷ أو غير العادية، التي تبتّ في كفاءات حسابه و في المبلغ الأقصى الذي يمكن أن يكتتب بها أصحاب القسيمات، مع احترام الحد الأدنى لسعر الإكتتاب.

يجب أن يكون الحد الأدنى لسعر الإكتتاب مساوياً على الأقل للقيمة الإسمية للأسهم المكتتبه بناء على تقديم القسيمات³⁰⁸، فيبقى الحامل محتفظاً بالسند، وفقاً لشروط إصداره مع حصوله على أسهم جديدة، إن رغب الإكتتاب فيها، أو الحصول على ثمن أو سعر القسيمة إذا إرتأى بيعها.

أخضع المشرع الجزائري سعر الإصدار لنفس الأسس سواء تعلق الأمر بسندات القابلة للتحويل إلى الأسهم أو لسندات الإستحقاق ذات قسائم الإكتتاب، أحسن عملاً حيث جعل أصحاب كلا الفئتين في المركز نفسه، خاصة أن أصحاب السندات ذات قسائم الإكتتاب لها حق بيع قسائمهم بمعزل عن السندات، فتحوّل أصحابها امتيازات أخرى يجعل المستثمر يهجر و ينفر عن فكرة الإستثمار بأمواله في سندات قابلة للتحويل إلى الأسهم، خاصة أن الشركات بحاجة إلى هذا النوع من التمويل.

ج- الآثار المترتبة من إصدار الشركة لسندات الإستحقاق ذات قسيمات الإكتتاب بالأسهم: تتمتع الشركة المصدرة لسندات الإستحقاق ذات قسيمات الإكتتاب بالأسهم، بحرية ممارسة نشاطاتها دون قيود أو حدود، إلا أنه يقع عليها بعض التزامات اتجاه حاملي السندات، نذكرها فيما يلي:

ج1- اكتساب حاملها حق الإعلام: ألزم المشرع الشركة المصدرة لسندات الإستحقاق ذات قسيمات الإكتتاب بالأسهم بإعلام أصحابها بكل الإصدارات التي تقوم بها، بهدف تمكينهم من ممارسة حقهم في الإكتتاب³⁰⁹، يتم هذا الإعلام وفقاً لنموذج الإعلان الذي حددته لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، الذي يشترط فيه القانون مجموعة من البيانات الإلزامية التي يجب أن يتضمنها، نذكر من بينها الأجل المفتوح للإكتتاب.

³⁰⁷ - حددتها المادة 715 مكرر 1/128 من التقنين التجاري حيث تنص على ما يلي: " تبت الجمعية العامة في كفاءات حساب سعر ممارسته حق الإكتتاب، و في المبلغ الأقصى للأسهم التي يمكن أن يكتتبها أصحاب القسيمات".

³⁰⁸ - Article 184-2 alinéa 3 du C. Commerce Français.

³⁰⁹ - حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص294.

يسمح الإعلان لأصحاب السندات القابلة للتحويل إلى أسهم العلم بالإصدار الجديد الذي تقوم به الشركة، بالتالي الإكتتاب بالأسهم الجديدة التي تصدرها، خاصة أن له الحق التفضيلي للإكتتاب بها، لكن إذا كان ذلك قبل افتتاح المواعيد فإن سعر الإكتتاب الواجب اعتماده هو السعر المحدد في عقد الإصدار. إذا أراد أصحاب السندات القابلة للتحويل إلى أسهم انتظار السعر المحدد في البورصة فإنه يحولها وفقا لذلك³¹⁰، غير أنه إذا كانت القسيمات تمنح الحق في الإكتتاب بالأسهم المسجلة في السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة، أجاز المشرع إمكانية تصحيح شروط الإكتتاب المحددة أصلا في عقد الإصدار³¹¹.

ج2-التزام الشركة بتعديل قانونها الأساسي: ينتج عن الإكتتاب في أسهم الشركة بموجب قسيمات الإكتتاب اللصيقة بسندات الإستحقاق تعديل قانونها الأساسي لرفع رأسمالها مدرجة المساهمين الجدد فيها مبينة فيه قيمة أسهمهم و طبيعتها³¹²، إلا أن ذلك مقيد بمواعيد تلتزم باحترامها في الشهر الذي يلي كل سنة مالية، حيث يثبت مجلس إدارة الشركة أو مجلس المديرين بها حسب الحالة، إذا اقتضى الأمر العدد و المبلغ الإسمي للأسهم، و يدخل التعديلات الضرورية على بنود القوانين الأساسية المتعلقة بمبلغ رأسمال الشركة، و يحدد الأسهم التي تشكله.

ثانيا-القيم المنقولة غير قابلة للتحويل: تتمثل في تلك السندات التي لا يمكن تحويل أو تغيير نوعها أو صنفها، و هي كما يلي:

1- شهادات الإستثمار Certificats d'investissement: أدخل المشرع الفرنسي نوع جديد من القيم المنقولة³¹³، نتج هذا النوع من تجزئة السهم إلى سندان مختلفين: يسمى الأول شهادة الإستثمار، فهي تحتمل الربح أو الخسارة باعتبارها تتعلق بالتمويل، و يسمى الثاني بشهادة الحق في التصويت التي تضمن السلطة³¹⁴.

³¹⁰ - المادة 715 مكر 3 /127 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

³¹¹ - المادة 715 مكر 4/128 من المرجع نفسه.

³¹² - حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص295.

³¹³ - قانون مؤرخ في 03 جانفي 1983 معدل بمرسوم مؤرخ في 02 ماي 1983. نقلا عن:

RIPERT George, ROBLOT René, Traité de droit commercial, op.cit, p.558.

³¹⁴ - RIPERT George, ROBLOT René, Traité de droit commercial, op.cit, p.558.

أ- غياب تعريف تشريعي شهادات الإستثمار: لم تحظى شهادات الإستثمار بتعريف تشريعي حيث اكتفى المشرع الجزائري بتبيين لأهم الخصائص التي تتمتع بها، هذا ما يظهر من نص المادة 715 مكرر 62 من التقنين التجاري، كونها تمثل الحقوق المالية للسهم، قابلة للتداول و تتساوي في قيمتها الإسمية³¹⁵.

تمثل شهادات الإستثمار الحقوق المالية للمساهم دون الحقوق السياسية له (الحق في التصويت)، تخول لصاحبه بنسبة مشاركته في رأس مال الشركة الحق في الحصول على الأرباح، سواء أثناء حياة الشركة و حتى بعد تصفيتها، أجاز المشرع إصدارها في المرسوم التشريعي رقم 93-08 المعدل و المتمم للأمر رقم 75-59 المتضمن القانون التجاري السالف الذكر.

لم تُدرج شهادات الإستثمار ضمن القيم المنقولة القابلة للتداول بالرغم من قابليتها للتداول، إلا بموجب صدور نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 12-01 يعدل و يتم النظام رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الذي عدل المادة 30 من نظام اللجنة رقم 97-03، فأكدت أن هذا النوع من القيم المنقولة يمثل سندات رأس مال شركات المساهمة³¹⁶، يحيل المشرع عند تنظيمه لشهادات الإستثمار إلى الأحكام الخاصة بالأسهم، إلا أنهما يختلفان في بعض القواعد و الإجراءات، يتم استظهارها عند التفصيل في النقاط التالية.

ب- إصدار شهادات الإستثمار: خول المشرع الجزائري صلاحية إصدار شهادات الإستثمار للجمعية العامة للمساهمين بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة، و بناء على تقرير مندوب الحسابات، بنسبة لا تتجاوز الربع (4/1) من رأسمال الشركة³¹⁷.

« Il est dès lors évident que le certificat d'investissement représente " la finance " alors que le certificat de droit de vote représente " le pou " » Cité par :SALAH Mohamed, Les valeurs mobilières, op.cit, p.150.

³¹⁵- تنص المادة 715 مكرر 62 من التقنين التجاري، مرجع سابق، على ما يلي: "تمثل شهادات الإستثمار التي يجب أن تكون قيمتها الإسمية مساوية للقيمة الإسمية لسهم الشركة المصدرة، حقوقا مالية، وهي قابلة للتداول".

³¹⁶- تنص المادة 06 من نظام لجنة عمليات البورصة و مراقبتها رقم 12/01 مؤرخ في 12 جانفي 2012، يعدل و يتم النظام رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج ر ج ج عدد 41، صادر في 15 جويلية 2012 على ما يلي: " تعتبر الأسهم، و شهادات الإستثمار التي تصدرها شركات المساهمة كسندات رأس مال".

³¹⁷- المادة 715 مكرر 66 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

كون إصدار مثل هذه السندات يؤدي إلى زيادة رأسمال الشركة، حبذا لو خول المشرع هذا الإختصاص صراحة إلى الجمعية العامة غير العادية، لأنها وحدها المختصة باتخاذ قرار زيادة رأس مال الإجتماعي للشركة. عمل مثل المشرع الفرنسي الذي خول صلاحية إصدار كل القيم المنقولة باستثناء إصدار الأسهم إلى الجمعية العامة غير العادية، كون هذه الإصدارات إجراءات خطيرة، تمسّ بالرأس مال الإجتماعي للشركة و بمركز المساهمين فيها³¹⁸.

أحال المشرع إجراءات إصدار شهادات الإستثمار إلى القواعد العامة لإصدار الأسهم، باستثناء تلك التي تحدد حجم الإصدار الذي لا يجب أن يتعدى الربع، و ذلك حسب المادة 715 مكرر 68 من التقنين التجاري التي تنص على ما يلي: "تطبق القواعد المتعلقة بإصدار الأسهم و تسديدها على شهادات الإستثمار".

يرى البعض من الفقه أن هذه الأحكام لا تتلائم مع إصدار شهادات ذات الإستثمار، التي لا تلجأ إليها الشركة إلا في حالة زيادة رأسمالها أو تجزئة الأسهم الموجودة³¹⁹، و كلتا الحالتين منظمتين و خطيرتين في نفس الوقت، لأنهما تتركبان مجال لاعتبار إصدار شهادات الإستثمار يمكن أن يسمح بموجبه إنشاء و تأسيس شركة المساهمة³²⁰.

ج- حقوق حاملي شهادات الإستثمار: تصدر الشركة المساهمة شهادات الإستثمار إما بمناسبة زيادة رأسمالها أو بمناسبة تجزئة أسهمها الموجودة، في حالة زيادة رأسمال الشركة تخول لأصحابها الحق في الحصول على الأرباح، بنسبة مشاركته في رأسمال المؤسسة.

³¹⁸ - يلاحظ أن نص المادة 715 مكرر 61 من المرجع نفسه، لا يتوافق مع مضمونها باللغة الفرنسية، حيث جعل إجراء إصدار شهادات الإستثمار يكون بمناسبة زيادة رأسمال الشركة و تجزئة الأسهم الموجودة في نفس الوقت، و هو إجراء غير معقول. لم تنص عليه مختلف القوانين فقد يكون خطأ منه في ترجمته للنص الفرنسي إلى اللغة العربية، لأن الصائب هو ما ورد باللغة الفرنسية، حيث جاء نصه كما يلي:

« Les certificats d'investissements et les certificats de droit de vote sont émis à l'occasion d'une augmentation de capital ou d'une fractionnement des actions existantes ».

³¹⁹ - SALAH Mohamed, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par action, op.cit, p.154.

³²⁰ - Ibid.

تخول شهادات الإستثمار لأصحابها كذلك حق الأفضلية في الإكتتاب في شهادات استثمار جديدة في حالة إصدارها من الشركة، مع إتباع نفس إجراءات زيادة رأس المال المنصوص عليها في القانون في حالة إصدار أسهم جديدة، كما خول لهم القانون حق التخلي عن حقهم في الإكتتاب، شرط أن يكون في جمعية خاصة تخضع لقواعد الجمعية العامة غير العادية للمساهمين في كل أحكامها³²¹.

2- سندات المساهمة Les titres participatifs: سمح المشرع الجزائري لشركات المساهمة بإصدار سندات المساهمة، دون تمييز بين الشركات التابعة للقطاع العام أو الخاص³²²، و دون اشتراط أدنى قيمة اسمية لها، فهي تمثل الحقوق المالية لمالكها دون الحقوق السياسية.

أ- التمييز بين سندات المساهمة و شهادات الإستثمار: تشترك سندات المساهمة مع سندات الإستحقاق في كونها دين تمنح لصاحبها صفة الدائن و للشركة صفة المدين بمبلغ السند الذي يحمله، تحتسب فوائد هذه السندات على أجرتين، جزء ثابت يحدد مقداره عند إصدارها، يعلم بها المكتتب بسندات المساهمة وقت الإكتتاب بها، و جزء متغير يحتسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة.

ذهب البعض إلى تشبيه سندات المساهمة بسندات الإستحقاق، في جزءها الثابت بفوائد ثابتة تحدد وقت الإصدار، و تشبه الأسهم في جزئها المتغير الذي يتحسب وفقا لنتائج الشركة، كما تسمح للشركة من تقرير مصادرها التمويلية دون تغيير في هيكله رأسمالها³²³.

³²¹ - المادة 715 مكرر 66 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

³²² - تنص المادة 715 مكرر 73 من المرجع نفسه، على ما يلي: "يجوز لشركات المساهمة أن تصدر سندات المساهمة". عمل المشرع الجزائري على خلاف المشرع الفرنسي الذي جعل حق إصدار سندات المساهمة حكرا على الشركات التابعة للقطاع العام، نظمتها أحكام المواد 6، 7/283 من قانون الشركات الصادر في سنة 1966، التي أصبحت في المرسوم الصادر 1967 في المواد 1/242 و 7/242 من التقنين التجاري الفرنسي.

عرفت **سندات المساهمة** في فرنسا ازدهارا كبيرا في الثمانينات، أصدرت مثل هذه القيم شركات عديدة نذكر منها شركة SaintGobain و شركة Renault و شركة Rhône و شركة Thomson Brand ثم تلتها إصدارات أخرى من طرف مؤسسات القرض و الغاز الفرنسية سنة 1984 و 1985. للتفصيل أنظر:

PILVERIER Juliette, HAMET Joane, Le marché financier français, op.cit, p.717.

³²³ - « Comme les obligations, les titres participatifs sont délivrés à leurs souscripteurs en représentation des somme prêtées par eux à la société. Comme les actions ils permettent à la société de renforcer ses fonds propres sont toute fois modifier la structure de son capital ».

إن هذه السندات ذات طبيعة خاصة، فهي تجمع بين خصائص سندات الإستحقاق و خصائص الأسهم، بالرغم من أن المشرع أخضعها لبعض أحكام السندات بالإحالة إليها³²⁴. كان عليه أن يبين أحكامها و القواعد التي تخضع لها في إصدارها و حقوق حاملها و الجهة المختصة في ذلك، خاصة أنها تحقق مزايا كثيرة للشركة، حيث بموجبها تمول مشاريعها المستقبلية دون فرصة زيادة لرأسمالها.

ب- حقوق حاملي سندات المساهمة: جعل المشرع حق حاملي شهادات الإستثمار غير قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة أو بمبادرة منها، بعد انتهاء أجل لا يقل عن خمس سنوات، إلا أنه بالمقابل منحهم حماية خاصة لم يمنحها لأصحاب سندات أخرى تتمثل في حق اجتماع حاملي السندات المساهمة التي هي من نفس الإصدار بقوة القانون، لتمثيل مصالحهم المشتركة في جماعة تتمتع بالشخصية المدنية و يخضعون للأحكام المنصوص عليها بالنسبة لأصحاب سندات الإستحقاق.

خول المشرع لحاملي شهادات الإستثمار كذلك الحق في الإستماع إلى تقرير مسيري الشركة مرة في السنة عند تقديمه للتقرير المالي للسنة المنصرمة، و تقرير مندوبي الحسابات حول حسابات السنة المالية و العناصر التي تستعمل لتحديد أجرة سندات المساهمة³²⁵.

يتمتع حاملي شهادات الإستثمار بحق تعيين ممثلين عنهم للحضور في جمعية المساهمين³²⁶ و التدخل في جميع المسائل المقررة في جدول الأعمال، عن طريق مناقشتهم بمعظم المسائل المتعلقة بالشركة، بهدف أخذهم الحيطة و الحذر عند استثمارهم في هذه السندات، عن طريق مراقبة أعمالها و الإطلاع على وثائقها بهدف معرفة المركز المالي للشركة.

SALAH Mohamed, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par action, op.cit, p.185.

³²⁴ - المادة 715 مكرر 77 من التقنين التجاري، مرجع سابق، التي تحيل إلى المادتين 715 مكرر 84 و 715 مكرر 87 و هي مواد قانونية تتعلق بحقوق حاملي السند.

³²⁵ - المادة 715 مكرر 78 من المرجع نفسه.

³²⁶ - المادة 715 مكرر 79 من المرجع نفسه.

الفصل الثاني

المتعاملون بالقيم المنقولة

نالت سوق القيم المنقولة رواجاً كبيراً كونها تؤدي وظيفتين حيويتين، كونها سوق تمويلية تمنح لأصحاب العجز المالي فرص تمويل مشاريعهم بكل بساطة و مرونة سواء كانوا تابعين للقانون الخاص (شركات تجارية) أو القانون للعام (الدولة أو أحد الهيئات التابعة لها)، كما أنها تمنح هذه السوق فرص استثمار ممتازة لأصحاب الفائض المالي، لتوظيف أموالهم و تكوين محافظ متنوعة من القيم المنقولة التي يصدرها الأشخاص المسموح لهم قانوناً بذلك، بعد استيفائهم مجموعة من الشروط التي حددها القانون.

يكتتب أصحاب الفائض المالي في القيم المنقولة ليكتسبوا صفة شريك في الشركة، باقتنائهم لأسهمها التي تكون في مجموعها رأس مال الشركة، أو عن طريق الإكتتاب في سنداتها ليكتسبوا صفة دائنين لها، و ذلك في أية مرحلة من مراحل حياتها تكون فيها بحاجة إلى مصادر تمويلية، سواء لتوسيع مشاريعها و لتطويرها أو لسبب مرورها بفترات صعبة، لظروف اقتصادية عسيرة أو لسوء تسيير إدارتها، فأصبحت بذلك تعاني من عجز مالي ترغب في سده.

يتوقف نشاط الأسواق المالية على دعامة أساسية تتمثل في الرابط الموجود بين حلقتيها، المتمثلة في حلقة العجز المالي و هم مصدرو القيم المنقولة المتداولة فيها (مبحث أول) بغرض سدّ حاجاتهم للسيولة المالية اللازمة لتمويل مشاريعهم الإستثمارية و حلقة الفائض المالي الذين يتمثلون في المستثمرين في القيم المنقولة (مبحث ثان) بهدف تحصيلهم على عوائد دورية، قد تكون ثابتة أو متغيرة كل حسب طبيعة السند المستثمر فيه.

المبحث الأول

مصدر القيم المنقولة

كانت الدولة و الأشخاص العمومية و مشروعات القطاع الخاص تعتمد على وسائلها الذاتية لإشباع حاجتها و تمويل استثماراته، بهدف تحقيق الأغراض التجارية و الصناعية التي تسعى إليها³²⁷، إلا أن عدم كفايتها لتغيير الأوضاع السياسية و الإقتصادية لمختلف بلدان العالم، جعل الفاعلون الإقتصاديون العموميون و الخواص يبحثون عن الموارد المالية اللازمة، لمواجهة النفقات الجارية و تكاليف الإستثمار و التوسيع.

يجتمع عارضي رؤوس الأموال و طالبيها في سوق مالية، من أجل تلبية أحدهما لإحتياجات الآخر، بمراعات شروط معينة لتحقيق التنمية الإقتصادية³²⁸، فهم يجمعون بين السوق الأولية كونها سوق تمويلية بامتياز، تقوم على تعبئة المدخرات مهما كانت صفة حائزها لتمويل المشاريع الضخمة، و بين السوق الثانوية³²⁹.

تعتبر البورصة حلقة وصل بين الأوعية الإدخارية و الإستثمارية، التي هي محل اهتمام الكثير من أساتذة الإقتصاد و القانون لما لها من أهمية في المجالات المختلفة³³⁰، و لما توفره من مصادر تمويل لأصحاب المشاريع الكبرى عن طريق إصدار القيم المنقولة أو السندات المالية محل التعامل في البورصة، للإكتتاب فيها من جمهور المستثمرين باختلاف أنواعهم. حماية للمدخر باعتباره الطرف الضعيف في بورصة القيم المنقولة كونها الإطار القانوني لترويج هذه القيم، أوجبت مختلف قوانين الدول شروط يجب توفرها في المصدر (مطلب أول)، كما أوقعت عليه عدة التزامات (مطلب ثان).

³²⁷ - أحمد آيت طالب، التنظيم القانوني للسوق المالي المغربي - دراسة قانونية و استشرافية لهيئة السوق المالية و لتدخلات الفاعلين فيه على ضوء آخر الإصلاحات -، مطبعة المعارف الجديدة، الرباط، 2006، ص11.

³²⁸ - BERRAY Mouhamed, Le marché financier en Algérie entre la réalité et les expériences, Thèse de magistère en science de gestion, Option finance, Ecole supérieure de commerce, 1993, p.50.

³²⁹ - OLD Daniel, Droit des sociétés cotées, op.cit, p.32.

³³⁰ - عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص22.

المطلب الأول

الشروط الواجب توفرها في المصدر

ينشأ المصدر مشروعه و يموله عن طريق عرضه للورقة المالية الممثلة للقيم المنقولة التي أصدرها على الجمهور لأول مرة للإكتتاب فيها، عن طريق دفع قيمتها مقابل حقوق اكتسبونها. تختلف هذه الأخير باختلاف نوع الورقة المالية محل الإكتتاب فيها، فتمول بذلك مشاريع المصدر ليحقق ما يسعى إليه من أرباح و تنمية اقتصادية، لأنه بهذه العملية يساعد على إنعاش السوق و تطوير الإقتصاد الوطني لكل دولة.

يلعب مصدر الأوراق المالية دور مزدوج و فعال من الناحية الإقتصادية، كما يلعب دور في السوق المالية، مهما كانت طبيعته سواء كان شخصا معنويا تابعا للقانون الخاص أو للقانون العام، باعتباره المتدخل الأول في سوق القيم المنقولة، فبدونه لن يكون إصدارا و لن يكون اكتتابا و لن تكون لا سوقا أولية و لا سوقا ثانوية.

نظرا للدور الذي يلعبه مصدر الأوراق المالية في الساحة الإقتصادية، عمدت مختلف التشريعات على وضع أحكام تحدّد طبيعته ليتّخذ صفة المصدر (فرع أول)، فهم أشخاص محددين قانونا لا يخول لهم حق إصدار القيم المنقولة مهما كان نوعها إلا بعد استحصالهم على ترخيص (فرع ثان) من الهيئات المكلفة بتنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها.

الفرع الأول

الشروط المتعلقة بمركز المصدر

تعتبر الأسواق الأولية بمثابة حلقة وصل بين المستثمرين و الجهات المصدرة للأوراق، تتيح للمنشأة المعنية مصادر تمويلية متنوعة (أسهم، سندات...)، للحصول على ما تحتاجه من أموال في سبيل النمو و التوسع، على طول حياتها بهدف تنفيذ المشروع الذي أنشأت من أجله، كما تتيح للفرد فرصا متعددة لاستثمار مدخراته³³¹.

³³¹ - ضياء مجيد، البورصات، أسواق رأس المال و أدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص06.

يتمثل المصدر في تلك المنشأة أو ذلك الشخص المعنوي، الذي يحتاج إلى موارد مالية لتغذية مشروعه و النهوض به، عن طريق إخراج من خطط ورقية إلى الأرض الواقع، مهما كان القطاع الذي ينتمي إليه و القانون الذي يخضع له، اهتمت به مختلف قوانين الدول التي نذكر منها القانون الفرنسي(أولاً)، القانون المصري(ثانياً) و القانون الجزائري(ثالثاً).

أولاً- الشروط المتعلقة بمركز المصدر في القانون الفرنسي: كانت الدولة هي المصدر الأول و الوحيد التي تعمل في سبيل تمويل الديون العامة لها، إلا أن هذا الوضع تغير، فحاليا تعتبر المؤسسات هي المهيمنة على مستوى سوق الإصدار مهما اختلفت الورقة المالية محل الإصدار سواء كانت أسهما أو سندات القرض³³².

قد يكون المصدر حسب أحكام القانون الفرنسي شخصا من القانون العام أو من القانون الخاص، فيعتبر مصدرا كل من الدولة و الجماعات المحلية و المؤسسات المالية التي تلجأ إلى البورصة، للحصول على أموال سواء عند تأسيسها أو عند زيادة رأسمالها، بهدف توسيع مشاريعها، عن طريق إصدار سندات ملكية(الأسهم) أو سندات دين(سندات الاستحقاق). رخص القانون الفرنسي عملية إصدار الأوراق المالية القابلة للتداول، لأشخاص معنوية تتمتع بالشخصية المعنوية و المنظمة وفقا لأحكام القانون، نذكر منها ما يلي:

1- الدولة و الهيئات التابعة لها: خول القانون للدولة و الهيئات التابعة لها حق و صلاحية إصدار كل أنواع القيم المنقولة، سواء كانت سندات ملكية أو سندات الدين و كذا إصدار أذون الخزينة Les bons de trésor، وفقا لما تنص عليه أحكام التقنين النقدي و المالي الفرنسي³³³.

2- المؤسسات العامة ذات الطابع الصناعي و التجاري: خول القانون المؤسسات العامة ذات الطابع الصناعي و التجاري كذلك حق إصدار سندات المساهمة.

³³²- VALETTE Jean Paul, Droit de la régulation des marchés financiers, Editions Gualino, Paris, 2005, p.77.

³³³- المادتين 2/213 و 32/213 من القانون النقدي و المالي الفرنسي. خول لها هذا القانون صلاحية إصدار السهم النوعي L'action spécifique قبل القيام بإجراء تحويل مؤسساتها إلى القطاع الخاص، حيث يخول لهم حقوق خاصة، نصت عليها المادة 10 من القانون المؤرخ في 06 أوت 1986.

3- شركات الأسهم البسيطة: تملك هذه الشركات حق إصدار الأسهم و السندات و غيرها من القيم المنقولة بكل أنواعها.

4- الشركات المدنية للتوظيف العقاري *Société civile de placements immobiliers*

5- التجمعات ذات المنفعة الاقتصادية *Groupement d'intérêt économique*: تتكون التجمعات ذات المنفعة الاقتصادية³³⁴ من مجموع شركات الأسهم، خول لها القانون صلاحية إصدار القيم المنقولة بكل أنواعها و التي نذكر من بينها سندات الدين *Les obligations*، و ذلك بموجب المادة 05 من الأمر الصادر في 23 سبتمبر 1967.

6- جمعيات قانون 1901 ذات النشاط الاقتصادي: *Association de la loi de 1901 ayant une activité économique*: خول القانون لجمعيات قانون 1901 ذات النشاط الاقتصادي صلاحية إصدار القيم المنقولة و ذلك بموجب المادة 11 من القانون الصادر في 11 جويلية 1985. أكد على إمكانية كون مصدر السندات بمختلف أنواعها سواء كانت تمثل حقوق ملكية أو حقوق مديونية، الجمعيات التي تمارس نشاطا اقتصاديا المرسوم المؤرخ في 11 ديسمبر 1985³³⁵.

7- الجمعيات و تعااضديات التأمين *Associations et mutuelle d'assurances* و الشركات ذات المسؤولية المحدودة³³⁶.

8- شركات الإستثمار ذات الرأس مال المتغير *Société d'investissement à capitale variable*: تتخذ هذه الشركات شكل شركات أسهم، نص على ذلك القانون الصادر في 03 جانفي 1979 و أكدت عليه المادة 02 من القانون الصادر سنة 1988 المتعلق بشركات الإستثمار ذات الرأس مال المتغير (SICAV).

³³⁴ - هناك من المؤلفين من يطلق على التجمعات ذات المنفعة الاقتصادية تسمية التجمعات ذات المصلحة أو المصالح الاقتصادية. للتفصيل أنظر:

BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, Economica, Paris, 2002, p.391.

³³⁵ - MERLE Philippe, Droit commerciale, op.cit, p.252. BONNEAU Thierry, DRUMMAND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p.391.

³³⁶ - GUIRAMAND France, HERAUD Alain, Droit des sociétés et autres groupements et des entreprises en difficulté, op.cit, p.269.

حدد المشرع الفرنسي في قوانين متعددة مجموعة الأشخاص الذين يملكون صلاحية إصدار القيم المنقولة في الأشخاص المعنوية السابقة الذكر دون الأشخاص الطبيعية، حيث جعلها مؤهلة لإصدار سندات ملكية تمثل جزء من رأس مالها أو سندات دين، فيأخذ المصدر في هذه الحالة صفة المدين بالورقة المالية لكل مكتب فيها، لم يحصرها في القانون التجاري فحسب بل أوردتها في قوانين مختلفة، كل حسب ظروف إصداره لها و الوضعية الإقتصادية التي تسود البلاد وقت الإصدار آنذاك³³⁷.

ثانيا - الشروط المتعلقة بمركز المصدر في القانون المصري: تصدر شركة المساهمة و التوصية بالأسهم و الشركات ذات المسؤولية المحدودة في ظل القوانين التي تحكم الشركات التجارية في جمهورية مصر، عدة صكوك تتمثل في الأسهم و السندات وفقا لقانون الشركات رقم 159 لسنة 1971.

خول القانون رقم 146 لسنة 1977 بعد ذلك للشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها، صلاحية إصدار نوعين جديدين من الصكوك لم تكن معروفة قبل ذلك في التشريع المصري آنذاك، يتمثلان في صكوك التمويل ذات العائد المتغير و صكوك الإستثمار إلى جانب الصكوك التقليدية، فيلاحظ أن المشرع المصري حصر الشركات التي يجوز لها إصدار مثل هذه القيم المنقولة الجديدة فقط في شركات المساهمة التي تعمل في مجال تلقي الأموال لاستثمارها و توظيفها دون غيرها من شركات المساهمة التي تؤسس وفقا للقوانين الخاصة بها.

خول المشرع المصري بعد ذلك بموجب قانون سوق رأس المال الجديد رقم 95 لسنة 1992، لشركات المساهمة التي تؤسس لغرض إنشاء صناديق الإستثمار، حق إصدار وثيقة الإستثمار Certificat d'investissement بهدف استثمار مدخرات الأفراد في الأوراق المالية³³⁸.

تلا قانون سوق رأس المال الجديد رقم 95 لسنة 1992 القانون رقم 96 لسنة 1993، فحول لهيئات القطاع العام و كل الشركات التابعة له إصدار الأسهم العادية دون الأسهم الممتازة بموجب المادة 24 منه، إلا أنه و تمهيدا منه للمساواة بين جميع الشركات التابعة لجمهورية مصر

³³⁷ -CHEROT Jean Yves, Droit public économique, op.cit, p.p.440 et 441.

³³⁸ - القليوبي سميحة، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص241.

العربية، قام المشرع المصري بإصدار القانون رقم 203 لسنة 1991، فسمح بموجبه لهيئات القطاع العام و للشركات التابعة له إصدار الأسهم بكل أنواعها، سواء كانت أسهم عادية أو أسهم ممتازة³³⁹.

في إطار مواصلة جهود تطوير و تنشيط سوق الأوراق المالية³⁴⁰، صدر عدد من القرارات الوزارية نذكر منها القرار الوزاري رقم 586 لسنة 2000، ليعدّل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، الذي أجاز لشركات المساهمة و لشركات التوصية بالأسهم إصدار سندات و صكوك تمويل متنوعة لمواجهة الإحتياجات التمويلية للشركة، كما حدّد هذا القرار الشروط الواجبة عند تجاوز طرح السندات أو صكوك التمويل صافي أصول الشركة، و الشروط الواجب توفرها في حالة طرح سندات أو صكوك تمويل العام³⁴¹.

ثالثا- الشروط المتعلقة بمركز المصدر في القانون الجزائري: صنف المشرع الجزائري مصدر الأوراق المالية ضمن فئتين، الفئة الأولى تتمثل في المؤسسات الإقتصادية التي تصدر الأسهم³⁴²

³³⁹ - القليوبي سميحة، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 249. سمح المشرع اللبناني للقطاع العام إصدار السندات المالية، من بينها أسهم المصارف التابعة للدولة، إلّا أن ذلك كان جد متأخر حيث لمي سمح إصدارها و تداولها إلّا بموجب القانون المؤرخ في 03 جوان 2001. للتفصيل أنظر: فوزي عطوي، الشركات التجارية في القوانين الوضعية و الشريعة الإسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2005، ص 13.

³⁴⁰ - كان ذلك في الفترة الممتدة بين شهري جويلية و سبتمبر من السنة المالية 2000 و 2001.

³⁴¹ - حدد القرار الوزاري رقم 586 لسنة 2000 شروط الإصدار، نذكر منها:

- أن تتقدم الشركة المصدرة للهيئة العامة لسوق المال حاملة معها شهادة التصنيف الإئتماني.

- الإفصاح عن كامل بياناتها في نشرة الإكتتاب، و الدعوة إلى الإكتتاب العام.

- أن تجدد شهادة التصنيف الإئتماني خلال شهر من انتهاء كل سنة مالية طوال فترة تداول السندات و صكوك التمويل.

أنظر: المجلة الإقتصادية، صادرة عن البنك المركزي، المجلد الواحد و الأربعين، العدد الأول، سنة 2000، ص 20.

³⁴² - يسمى السهم الذي تحتفظ به الدولة في المؤسسة المخصصة بالسهم النوعي، يمنح لها حقوقا خاصة لممارسة الرقابة عليها، نظمها المشرع الجزائري بموجب المرسوم تنفيذي رقم 96-133 مؤرخ في 13 أفريل 1996، يحدد شروط ممارسة السهم النوعي و كفاءته، ج ر ج د ش عدد 23، صادر في 14 أفريل 1996، و مرسوم تنفيذي رقم 01-352 مؤرخ في 10 نوفمبر 2001، يحدد شروط ممارسة حقوق السهم النوعي و كفاءته، ج ر ج د ش عدد 67 لسنة 2001.

للتفصيل عن ذلك أنظر: تغريب رزيقة، النظام القانوني للسهم في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2004، ص 37 و ما يليها. و آيت منصور كمال، "حماية مصلحة الأجراء في قانون الخوصصة الجزائري"، مرجع سابق، ص 69. للتفصيل أنظر كذلك:

CHEROT Jean-Yves, Droit public économique, op.cit, p.p.340-444.

في السوق الأولية، سواء لرفع رأسمالها أو لتوسيع نشاطاتها عن طريق لجوئها للإعلان العلني للإدخار بهدف جلب المستثمرين إليها، تتمثل الفئة الثانية في مصدري السندات و تنحصر هذه الفئة في الدولة كشخص معنوي باعتبارها أكثر من يصدر مثل هذه السندات، إلى جانب المؤسسات المالية التي تسعى بذلك إلى رفع طاقتها الإقتراضية، و المؤسسات التي ترى إمكانية تدعيم أموالها الدائمة دون اللجوء إلى القرض البنكي³⁴³.

بالرجوع إلى مختلف القوانين الجزائرية سواء القانون التجاري أو مختلف القوانين و الأنظمة المنظمة لبورصة القيم المنقولة في الجزائر، يتبين لنا أنه خول صلاحية إصدار القيم المنقولة للأشخاص التالية:

1- الدولة و الهيئات التابعة لها: تنص المادة 01 من القانون التأسيسي لبورصة القيم المنقولة رقم 93-10³⁴⁴ على ما يلي: "تعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام...".

أكدت على ذلك المادة 01 من الأمر رقم 96-10³⁴⁵ في المادة 05 منه حيث نصت على أنه "يمكن أن تتم عملية التداول على السندات المسعرة في البورصة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون التابعون للقانون العام وكذلك لشركات الأسهم، خارج البورصة وفق إجراء التراضي بين المتدخلين في السوق".

أكد المشرع على كون الدولة و الجماعات المحلية ضمن فئة المصدريين، يظهر ذلك في المادة 08 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02³⁴⁶، التي تنص على ما يلي: "تقوم الجماعات المحلية عند إصدارها سندات عن طريق اللجوء العلني إلى الإدخار بوضع بيان يصف العملية المزمع إنجازها...".

³⁴³ - مفيد عبد اللاوي، محاضرات في الإقتصاد النقدي و السياسات النقدية، (د.د.ن)، (د.م.ن)، 2007، ص48.

³⁴⁴ - مرسوم تشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

³⁴⁵ - أمر رقم 96-10 مؤرخ في 10 جانفي 1996، يعدل و يتم المرسوم التشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 23 ماي 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 03، صادر في 14 جانفي 1996.

³⁴⁶ - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02 يتعلق بالإعلان الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق.

أبقى المشرع على هذا الوضع حيث جعل كل من الدولة و الجماعات المحلية مؤهلة لإصدار سندات مالية، يظهر ذلك من خلال نص المادة 57 من النظام رقم 97-03³⁴⁷، التي تنص على ما يلي: "يستعمل الإجراء العادي عندما يتعلق الأمر بالقيم المثيلة للسندات التي سبق تحديد سعرها و كذا سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية أو شركات الأسهم"، ما يؤكد أن الدولة و الجماعات المحلية و كل الأشخاص التابعين إلى القانون العام آهلة بالإختصاص لإصدار الأوراق المالية هو إصراره على إبقائها ضمن فئة المصدرين في القانون رقم 03-04³⁴⁸، حيث عدّل بعض مواد المرسوم التشريعي رقم 93-10 السابق الذكر، دون المساس بالمادة 01 منه، فعدم تعديله لها يبقي صفتهم كمصدرين للأوراق المالية.

باستقراء أحكام المادة 30 من النظام رقم 97-03 التي تنص على ما يلي: "لا تقبل في التداول إلا القيم المنقولة الصادرة عن الشركات بالأسهم طبقاً للأحكام المنصوص عليها في القانون التجاري"، يلاحظ بأنه حصرت فئة المصدرين في شركات المساهمة و أقصت من دائرتهم الدولة و الجماعات المحلية و أي شخص آخر تابع للقانون العام، ما يجعلنا نقع في الغموض لسبب تناقض أحكام هذا النظام.

تداركت المشرع خطأ لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها فصححه بصدور القانون رقم 03-04 و تمّ بذلك استبعاد أحكام المادة 30 من النظام رقم 97-03، و العمل بأحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10 و القانون رقم 03-04، هذا إلى جانب مجموع القرارات الوزارية التي أكدت على صلاحية إصدار الدولة الممثلة للخزينة العمومية قيم الخزينة و سندات الخزينة³⁴⁹، فحصرت مجملها الشخص المصدر للقيم المنقولة.

2- شركات المساهمة: أجاز المشرع الجزائري لشركات الأسهم إصدار قيما منقولة وفقا لما يسمح به القانون من شروط و إجراءات محدّدة فيه، أوردت مختلف النصوص القانونية و التنظيمية التي

³⁴⁷ - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

³⁴⁸ - قانون رقم 03-04 مؤرخ في 17 فيفري 2003، يعدل و يتم المرسوم التشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 11، صادر في 19 فيفري 2003

³⁴⁹ - قرار وزير المالية مؤرخ في 21 جانفي 1998، يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري و سيرها، ج ر ج د ش عدد 13، صادر في 18 مارس 1998، معدل و متمم بموجب قرار مؤرخ في 22 جويلية 2001، ج ر ج د ش عدد 43، صادر في 12 أوت 2001.

- تحكم الأسواق المالية مجموعة من الشروط لقبول قيد الأوراق المالية الصادرة عن شركة المساهمة في الجدول الرسمي، منها شروط خاصة بالشركة المصدرة و منها شروط خاصة بالأوراق المالية.
- حددت لجنة تنظيم عمليات بورصة و مراقبتها الشروط الواجب توفرها لدى الشركة التي ترغب في قيد قيمها المنقولة في البورصة، ضمن اللوائح و الأنظمة التي أصدرتها³⁵⁰ منها ما يلي:
- أن تكون شركة أسهم منشأة وفقا للقواعد و الإجراءات المنصوص عليها في القانون التجاري³⁵¹.
 - أن لا يقل رأس مال الشركة التي تم وفاؤه عن مائة مليون دينار (100.000.000 دج)³⁵².
 - أن توزع على الجمهور سندات تمثل نسبة 20 % من رأس المال الإجتماعي للشركة و ذلك يوم الإدخال على أبعد تقدير³⁵³.
 - أن تقدم تقرير تقييمي لأصولها ينجزه عضو في المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين، غير مندوبي الحسابات في الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه عدا أحد أعضائها³⁵⁴.
 - على الشركة أن تبرر وجود هيئة للمراقبة الداخلية تكون محل تقييم من طرف مندوبي الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة، و في الحالة العكسية يتعين على الشركة أن تلتزم بتنصيب هذه الهيئة خلال السنة المالية التي تلي قبول سندات في التداول في البورصة.

³⁵⁰ - سنتطرق إلى هذه النقطة بالتفصيل في الباب الثاني من هذه الدراسة.

³⁵¹ - تنص المادة 30 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة ، مرجع سابق، على ما يلي: "لا تقبل في التداول في البورصة إلا القيم المنقولة الصادرة عن الشركات بالأسهم طبقا للأحكام المنصوص عليها في القانون التجاري".

³⁵² - Les titres qui peuvent être inscrits à la côte, Collection investir en bourse, Document édité par SGBV.

Guide de la bourse et opérations boursières, La bourse d'Alger, Collection guide plus, Publication 1998, p.23.

³⁵³ - المادة 1/43 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق. حدد المشرع الفرنسي نسبة رأسمال شركات المساهمة التي ترغب في قيد أوراقها المالية في البورصة ب 25 من المائة (25%) على الأقل حتى يتم قبولها في التسعيرة الرسمية، أما التعامل في السوق الثانية فقدرت نسبة رأس المال ب 10 من المائة (10%) فقط.

أنظر في ذلك: آيت منصور كمال، خصوصية المؤسسات العامة ذات الطابع الإقتصادي عن طريق بورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 82.

³⁵⁴ - إن اشتراط إنجاز التقييم من طرف خبراء غير أعضاء في الشركة يعدّ ضمانا للتقييم الصحيح عن حقيقة أصول الشركة.

- على الشركة أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي تسبق طلب القبول، ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك³⁵⁵.

- يجب على الشركة أن تعين وسيطا، يكلف بمتابعة إجراءات القبول و الإدخال و التأكد من توفر الشروط القانونية في الشركة، كما يجب أن تكون الأسهم محل طلب القبول مدفوعة بكاملها.

3-هيئات التوظيف الجماعي: تتمثل هيئات التوظيف الجماعي في صنفين من المؤسسات و هما شركات الإستثمار ذات الرأس المال المتغير (ش.إ.ر.م.م) و الصندوق المشترك للتوظيف (ص.م.ت)³⁵⁶.

أ- **شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير:** هي شركات أسهم³⁵⁷ يتمثل هدفها في تسيير حافظة القيم المنقولة، خول لها المشرع صلاحية إصدار الأسهم و إعادة شرائها في أي وقت تراه مناسبا بناء على طلب مكتب أو مساهم.

يمكن للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها أن تتدخل لتحديد دورية إصدار هذه الأسهم و إعادة شرائها حسب مقتضيات السوق³⁵⁸، تتشكل هذه الشركات بعد اعتماد اللجنة قوانينها الأساسية، يمكن أن تقبل الأسهم المصدرة منها ضمن تسعيرة البورصة وفقا لشروط تحددها

³⁵⁵- المادة 43 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق. للتفصيل أنظر:

MANSOURI Mansour, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Edition Houma, Alger 2002, pp.250 et 251.

³⁵⁶- المادة 01 من الأمر رقم 96-08 مؤرخ في 10 جانفي 1996، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ر.م.م) و (ص.م.ت)، ج ر ج د ش عدد 03، صادر في 14 جانفي 1996.

³⁵⁷- المرجع نفسه. يوجد من الفقه من شك في مدى ملائمة نموذج شركة الأسهم لشركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير، فمنهم من ساندوا فكرة تطبيق نظام شركة الأسهم عليها و منهم من عارضها. للتفصيل أنظر: حمليلى نواره، السوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 221 و ما يليها.

³⁵⁸- المادتين 02 و 03 على التوالي من الأمر رقم 96-08 يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ر.م.م) و (ص.م.ت)، مرجع سابق. استوحي المشرع الجزائري تسمية هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة من المشرع الفرنسي الذي يطلق عليه تسمية *Organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)*، في حين تسميها أغلب التشريعات العربية تنظيمات الإستثمار في القيم المنقولة. أنظر في ذلك: نهال فتحي عبد الله، تنظيمات الإستثمار المشترك في القيم المنقولة، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة حلوان، العراق، 2004، ص 09.

اللجنة، يقتصر حق الإصدار في شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير على الأسهم فحسب دون السندات.

ب-الصناديق المشتركة للتوظيف: تُمثل هذه الصناديق ملكية مشتركة لقيم منقولة تصدر حصصها و يعاد شرائها بناء على طلب الحاملين بالقيمة التصفوية، تضاف إليها أو تخصم منها النفقات و العملات حسب الحالة³⁵⁹، سمح المشرع لهذه الصناديق بإصدار حصص يعاد شرائها بناء على طلب الحاملين بالرغم من عدم تمتعها بالشخصية المعنوية و عدم اكتسابها صفة شركات المساهمة، على خلاف شركات الإستثمار ذات رأس مال المتغير.

يؤسس الصندوق المشترك للتوظيف كل من المسير و المؤسسة المؤتمنة، يكون المسير شخصا طبيعيا أو معنويا، أما المؤسسة المؤتمنة فتتمثل في الأشخاص المعنوية المحددة و المؤهلة لممارسة وظيفتها، و هي البنوك و المؤسسات المالية المعتمدة في إطار قانون النقد والقرض³⁶⁰.

لا يمكن لحاملي الحصص من ذوي حقوقهم أن يقوموا بتقسيم الصناديق المشتركة للتوظيف، كما لا يتحمل حاملو حصص الملكية المشتركة، إلا في حدود أصول الصناديق المشتركة للتوظيف و بنسبة حصصهم، كما لا تطبق أحكام القانون المدني المتعلقة بالشيوع على الصناديق المشتركة للتوظيف³⁶¹، تنظم هيئات التوظيف الجماعي وفقا للجنة بموجب نظام خاص، يسعى إلى تحديد إجراءات تأسيسها و قواعد الحذر و الإعلام و المراقبة المتعلقة بها³⁶².

³⁵⁹ - المادة 13 من الأمر 96-08 يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ر.م.م) و (ص.م.ت)، مرجع سابق.

³⁶⁰ - قرار صادر عن وزير المالية بتاريخ 13 أوت 1998 يتضمن تطبيق المادة 36 من الأمر رقم 96-08 مؤرخ في 10 جانفي 1996 يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ر.م.م) و (ص.م.ت)، ج ر ج د ش عدد 70، صادر في 20 سبتمبر 1998.

³⁶¹ - أنظر المواد 15، 16، 17 على التوالي من الأمر رقم 96-08 يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ر.م.م) و (ص.م.ت)، مرجع سابق.

³⁶² - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-04 مؤرخ في 25 نوفمبر 1997، يتعلق ب(ه.ت.ج.ق.م) ج ر ج د ش عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.

الفرع الثاني

شرط حصول المصدر على ترخيص

تلعب عملية إصدار القيم المنقولة دور حيوي في حياة الشركة المصدرة لها و للإقتصاد الوطني كذلك، نظرا لما توفره من موارد مالية يتم على أساسها إنشاء الشركات التجارية الضخمة و إنعاش الإقتصاد الوطني، لسبب الحركة المستمرة التي تخلقها هذه الشركات في السوق المالية. نظرا لأهمية عملية إصدار للقيم المنقولة اشترطت معظم قوانين الدول صدور ترخيص للقيام بذلك من الجهات المرخص لها قانونا باصدارها، التي نذكر منها القانون الفرنسي(أولا)، القانون المصري(ثانيا) و القانون الجزائري(ثالثا).

أولا- شرط حصول المصدر على ترخيص في الفرنسي: فرض المشرع الفرنسي في المادة 82 من قانون المالية الفرنسي الصادر في 23 ديسمبر 1946، مبدأ رقابة السلطات العامة على نشاط السوق المالية في كل زيادة في رأس مال الشركات، مهما كان شكلها أو إصدار أو عرض أو بيع أو إدخال للسوق المالية، سواء كان محلها أسهم أو سندات من قبل الشركات الفرنسية المتمثلة في التجمعات الإقتصادية ذات المنفعة الإقتصادية، أو أية شركة فرنسية أخرى أو هيئات تابعة لها، كما أن بعض العمليات منها لا تتم إلا بترخيص من وزير المالية³⁶³. حددت هذا الشرط تعليمات الخزينة إلا أنه لم يطبق إلا في نطاق محدود للغاية، حيث يلزم بعض الشركات الحصول على ترخيص مسبق سواء من وزير الإقتصاد أو إدارة الخزينة³⁶⁴، و في غير ذلك فإن المبدأ في القانون الفرنسي هو حرية تأسيس الشركات و حرية إصدار الأوراق المالية، أي كان غرض الشركة أو مقدار رأس مالها³⁶⁵، شرط الحصول على ترخيص من سلطة القيم المنقولة(AMF).

³⁶³ - « Tout augmentation de capital sous quelque forme qu'elle soit, toute émission, exposition, introduction sur le marché en France d'emprunts, obligation et titre de créable du ministre des finance », Répertoire commercial, N° 05, Dalloz, Paris, 1994, p.11.

³⁶⁴ - لا يتم تأسيس الشركات ذات رأس المال المتغير إلا بترخيص من وزير الإقتصاد و الشركات، و التي ينصب نشاطها على تأجير أو بيع أو بناء العقارات السكنية، يجب أن تخطر إدارة الخزينة قبل إصدارها للأوراق المالية ب 15 يوم على الأقل. للتفصيل أنظر: عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص25.

³⁶⁵ - المرجع نفسه، ص36.

اشتراط المشرع الفرنسي على الأشخاص المعنوية التي ترغب في إصدار القيم المنقولة و التي سمح لها القانون بذلك، تقديم مشروع البيان الإعلامي في شكله النهائي إلى سلطة القيم المنقولة، حيث وحدها تتمتع بالسلطة الكاملة في منح أو رفض التأشيرة كونها المختصة في ذلك. يمكن لسلطة سوق القيم المنقولة (AMF) طلب معلومات إضافية من المصدر و كل تفسير أو تبرير تراه وجوبي، إذا كان يساعدها الإطلاع عليه على التعرف على وضعية المصدر، من حيث نشاطه و النتائج التي يتحصل عليها من خلال ممارسته نشاطه، و في حالة عدم استجابة المصدر لطلبها بشأن تقديم معلومات إضافية تصدر سلطة سوق القيم المنقولة قرار برفض التأشيرة.

تلتزم سلطة سوق القيم المنقولة في حالة رفضها منح التأشيرة بتعليل و تبرير قرار الرفض³⁶⁶، أما في الحالة العكسية حيث تستجيب فيها على طلب الحصول على التأشيرة، تلتزم بموجبه المصدر بإعلانه على مستوى AMF، و بعرضه على الجمهور عن طريق مختلف وسائل الإعلان.

يوضح قرار التأشيرة الذي تمنحه سلطة سوق القيم المنقولة أن البيان الإعلاني كامل يتضمن معلومات صحيحة و واضحة و دقيقة، فهو نوع من الرقابة الشكلية، تمارسها و تسمح بموجبها سلطة AMF من التأكد على مدى صحة المعلومات و البيانات و احترام الشروط التي فرضها القانون و مختلف أنظمتها، على مصدر القيم المنقولة³⁶⁷.

قبل صدور القانون الفرنسي المؤرخ في 26 جويلية 2005، كانت صلاحية سلطة سوق القيم المنقولة إقليمية، سارية المفعول فقط على أنحاء التراب الفرنسي، و عليه يمكن AMF منح تأشيرة القبول لكل القيم المنقولة الصادرة على الإقليم الفرنسي فحسب، بهدف عرضها على الجمهور و تداولها بينهم.

أصبحت سلطة السوق الفرنسية بعد صدور القانون النقدي و المالي Code monétaire et financier³⁶⁸، و كذا تعديل النظام العام سلطة سوق القيم المنقولة (AMF)³⁶⁹، تتعدى حدودها

³⁶⁶- OLD Daniel, Droit des sociétés cotées, op.cit, p.52.

³⁶⁷- Ibid.

³⁶⁸- المادة 8/621 من التقنين النقدي و المالي الفرنسيين، مرجع سابق.

³⁶⁹- المادة 24/112 من النظام العام لسلطة سوق القيم المنقولة (AMF).

الإقليمية عند قبولها منح التأشيرة للمصدر على البيان الإعلامي، لعرض القيم المنقولة على الجمهور أو لتداولها بينهم إلى حدود الدول الأخرى التي تنتمي إلى وسط المجموعة الاقتصادية الأوروبية، و بالمقابل فإن منح التأشيرة من طرف سلطة مختصة لدولة أخرى تنتمي إلى المجموعة الاقتصادية الأوروبية لتقديم عروض لبيع أو شراء للقيم المنقولة و قيدها للتداول، يمتد للجمهور الفرنسي شرط تبليغ سلطة سوق القيم المنقولة (AMF) الفرنسية³⁷⁰.

وضع القانون الأوروبي مبدأ تلتزم به كل الدول الأوروبية المنضمة إلى المجموعة الاقتصادية الأوروبية في سبيل توحيد نظام المصادقة على البيان الإعلامي على المستوى الأوروبي، مفاده هو أن منح التأشيرة على البيان الإعلامي عن طريق سلطة مختصة لدولة عضوة في الوسط الاقتصادي الأوروبي، يرفع اليد و يعفيه على منح تأشيرة أخرى من طرف سلطة مختصة لدولة أخرى عضوة³⁷¹.

يعبر منح التأشيرة لمصدر القيم المنقولة في دولة ما من طرف السلطة المختصة عن السماح بإصدار قيمه المنقولة المرغوب فيها في أية دولة أخرى، دون الحصول على تأشيرة من سلطة السوق المالية لهذه الأخيرة، مادامت هذه الدول تنتمي إلى المجموعة أو الوسط الاقتصادي الأوروبي³⁷²، يعتبر البيان الإعلامي مقبولا لمدة 12 شهر على مستوى إقليم الوسط الاقتصادي الأوروبي، لعدد غير محدد من العروض للجمهور، بمجرد المصادقة عليه من طرف السلطة المختصة لإحدى الدول العضوة فيه.

سمي هذا النظام بـ **le passeport européen**، حيث تختص سلطة واحدة في منح التأشيرة على البيان الإعلامي، دون إمكانية أية دولة عضوة متابعة الدولة المانحة للتأشيرة بأية إجراءات إدارية أخرى مهما كان نوعها، قد يكون السبب هو عمل هذه الدول تحت شعار كون سلطات السوق الأوروبية يسمح لها بدون قيود قبول تبادل المعلومات السرية³⁷³.

³⁷⁰- OLD Daniel, Droit des sociétés cotées, op.cit, p.52.

³⁷¹ - يعتبر هذا الإجراء معقول و منطقي جدا خاصة و أنها تخضع لنفس النظام النقدي و المالي.

³⁷²- يمكن لسلطة كل دولة عضوة في المجموعة الاقتصادية الأوروبية أن تطلب المعلومات التي تراها ضرورية بشأن التأشيرة التي تحصل عليه. للتفصيل أنظر:

OLD Daniel, Droit des sociétés cotées, op.cit, p.52.

³⁷³- Ibid, p.53.

ثانياً - شرط حصول المصدر على ترخيص في القانون المصري: ألزم القانون المصري كل شركة ترغب في إصدار سندات أن تخطر الهيئة العامة لسوق المال بذلك، و عدم اعتراض هذه الأخيرة خلال ثلاثة أسابيع من الإخطار يعني السماح للشركة السير في إجراءات الإصدار، على أساس أن عدم اعتراض الهيئة على ذلك هو بمثابة موافقة ضمنية على طلبها³⁷⁴. إلا أنه إذا أرادت الشركة أن تطرح سندات لاكتتاب العام اشترط القانون المصري الحصول على ترخيص من الهيئة، حيث الموافقة الضمنية لا تكفي لذلك³⁷⁵.

ميّز المشرع المصري بين حالتين تتمثل الحالة الأولى في إصدار السندات و كل أنواع القيم المنقولة من طرف المصدر دون اللجوء إلى الجمهور، اشترط فيها المشرع مجرد إخطار الهيئة العامة لسوق المال، و سكوتها لمدة ثلاثة أسابيع يعني الموافقة الضمنية، أما الحالة الثانية تتمثل في إصدار السندات باللجوء العلني لاكتتاب الجمهور فيها، التي اشترط فيها موافقة الهيئة العامة للسوق المالية عن طريق الرد الكتابي، بوضع تأشيرة على طلبه.

اشترط القانون رقم 93 لسنة 2000 إلى جانب هذه الموافقة غير الضمنية نظام الإيداع المركزي على جميع الأوراق المالية المقيدة في إحدى بورصات الأوراق المالية، و جميع الأوراق المالية التي تصدرها أي شركة إذا طرحت أوراق مالية لاكتتاب عام³⁷⁶.

³⁷⁴ - محمد فريد العريني، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2004، ص199.

³⁷⁵ - تنص المادة 2/12 من قانون سوق رأس المال المصري على ما يلي: "يجب الحصول على ترخيص الهيئة في حالة طرح السندات و صكوك التمويل الأخرى في اكتتاب عام". نقلا عن: هشام فضلي، تداول الأوراق المالية و القيد في الحساب، مرجع سابق، ص12.

³⁷⁶ - توجد شروط أخرى لتداول الأوراق المالية ذكرها القانون رقم 159 لسنة 1971 و لائحته التنفيذية، أكد عليها القانون رقم 95 لسنة 1992 و لائحته التنفيذية أهمها ما يلي:

- قيد الشركة في السجل التجاري لإمكان تداول أسهمها (المادة 1/135 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1971).

- إذا كانت الورقة مقيدة في البورصة يجب أن يقع التداول داخلها و إلا البطلان.

- أن يكون التعامل في الورقة المالية المقيدة بالبورصة بواسطة أحد الشركات المرخص لها بذلك تحت طائلة البطلان (المادة 2/18 من قانون سوق المال).

- أن لا يكون الغرض من التداول مجرد التلاعب في الأسعار أو المساس بسوق الأوراق المالية و المتعاملين فيها (المادة 21 و 22 من قانون سوق المال). نقلا عن محمد فريد العريني، القانون التجاري، مرجع سابق، ص199.

يتم إيداع هذه الأوراق المالية لدى شركة الإيداع المركزي عن طريق أحد أعضاء الإيداع، تتحول بذلك إلى قيود حسابية يتولى حفظها وإدارتها أحد أمناء الحفظ المرخص لهم بذلك، و تتولى شركة الإيداع المركزي نقل ملكية الأوراق المالية، تنفيذاً لعقود التداول في البورصة بالتحويل بين حسابات العملاء، لدى أمناء الحفظ المفتوحة لدى شركات الإيداع³⁷⁷.

ثالثاً - شرط حصول المصدر على ترخيص في القانون الجزائري: سلك المشرع الجزائري نفس مسلك المشرع الفرنسي و المصري، حيث اشترط هو الآخر الحصول على التأشيرة قصد إصدار القيم المنقولة، عمد المشرع على وضع هذا الشرط ليجعله وسيلة تستخدمه لجنة عمليات البورصة و مراقبتها لفرض رقابة دائمة على كل مصدر سواء كان هيئة عمومية تابعة للقانون العام أو الخاص يرغب الإلتحاق بسوق القيم المنقولة، عند إصداره لها عن طريق اللجوء العلني للإدخار. يشترط المشرع الجزائري على المصدر الذي يرغب في إصدار قيما منقولة باللجوء العلني للإدخار أياً كانت صفته شرط أن يسمح له القانون بذلك، وضع مذكرة إعلامية ترمي إلى إعلام الجمهور، تتضمن العناصر الأساسية التي من شأنها مساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم و الإستثمار في الأوراق المالية المصدرة بدراية كاملة، عن الوضع المالي و المحاسبي للشركة، بالتالي إمكانية التنبؤ بمستقبلها و مستقبلهم فيها..

أخضعت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر قيما منقولة باتخاذ إجراء التوفير العلني لاكتتاب الجمهور في السندات المالية محل الإصدار مهما كان نوعها، أن تودع لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة مشروع مذكرة إعلامية للحصول على التأشيرة³⁷⁸، علاوة على العناصر الإجبارية المنصوص عليها في القانون التجاري، اشترطت قوانين البورصة و مختلف أنظمتها في المذكرة الإعلامية كل المعلومات المتعلقة بالمصدر نذكر منها:

- التعريف بمصدر القية المنقولة و تنظيمه.

³⁷⁷ - للتفصيل عن إيداع الأوراق المالية لدى شركات الإيداع المركزي و حفظ القيود الحسابية لدى أعضاء أمناء الحفظ أنظر: هشام فضلي، تداول الأوراق المالية و القيد في الحساب، مرجع سابق، ص13 و ما يليها.

³⁷⁸ - المادة 1/03 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02، مؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلان الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علنية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، ج ر ج د ش عدد 36، صادر في 01 جوان 1997.

- وضعيته المالية.
 - تطور نشاطه.
 - موضوع العملية المزمع إنجازها، خصائصها
 - تاريخ هذه المذكرة و توقع الممثل الشرعي للمصدر³⁷⁹.
- يلتزم المصدر بإيداع هذه المذكرة لدى اللجنة قبل بداية عملية الإكتتاب و في أجل أقصاه شهرين على الأقل قبل التاريخ المقرر للإصدار³⁸⁰، تتضمن هذه المذكرة العناصر الإعلامية التي بشأنها أن تمكن المستثمر من اتخاذ قراره عن دراية³⁸¹، على خلاف ذلك فإن المشرع الجزائري جعل شركات المساهمة التي لا تلجأ علنية إلى الإدخار عند إصدارها لسندات مالية لا تخضع لأي ترخيص من أية جهة كانت.
- إن التأشيرة التي تمنحها لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لا تنطوي على أية دلالة على نوعية العملية المزمع القيام بها، إنما ينصب تركيزها على نوعية الإعلام المقدم للجمهور و على مدى مطابقته للنصوص التشريعية و التنظيمية السارية المفعول³⁸²، اشترطت في المعلومة المقدمة الصحة و الدقة³⁸³ لذلك يمكن لها أن ترفض تقديم تأشيرتها لأي عيب يشوب المذكرة³⁸⁴، ما يعني إمكانية إصدارها قرار الرفض لأسباب محددة تتمثل في:
- إذا كانت المذكرة الإعلامية غير مطابقة لأنظمة اللجنة و تعليماتها.
-
- ³⁷⁹ - المادة 3/03 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02، يتعلق بالإعلان الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علنية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق.
- ³⁸⁰ - المادة 1/04 من المرجع نفسه.
- ³⁸¹ - المادة 03 من المرجع نفسه. تضيف المادة 05 من نفس النظام على أنه يجوز للجنة أن تطلب توضيح المعلومات المقدمة أو تعديلها أو إتمامها أو تحيينها.
- ³⁸² - المادة 2/04 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02، يتعلق بالإعلان الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علنية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق. للتفصيل أنظر: GUYON Yves, Les sociétés anonymes, Edition Dalloz, Paris, 1994, p.44.
- ³⁸³ - المادة 04 من نظام اللجنة رقم 2000-02، مؤرخ في 20 جانفي 2000، يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، ج ر ج د ش عدد 50، صادر في 16 أوت 2000.
- ³⁸⁴ - "يمكن للجنة إذا اقتضت حماية المستثمر ذلك، أن تضع شروطا لمنح تأشيرتها، تتعلق بطلب توضيح المعلومات المقدمة، تعديلها، إتمامها أو تحيينها". المادة 05 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02، مرجع سابق.

- إذا كانت المذكرة غير مرفقة بالوثائق المنصوص عليها في أنظمة اللجنة.
 - إذا كانت المذكرة غير مكتملة أو غير صحيحة فيما يخص بعض النقاط أو أهملت ذكر وقائع من اللازم الإشارة إليها في المذكرة.
 - إذا كانت الطلبات الخاصة بتعديلات المذكرة المبلّغة من طرف اللجنة غير مرضية.
 - إذا كانت حماية المدخر تقتضي ذلك³⁸⁵.
- تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة بإعلام المصدر في الوقت المناسب و قد تبدي رأيها من جديد على المذكرة بعد تعديلها من المصدر على أساس المعلومات الجديدة³⁸⁶، لأن القانون خول لها حق طلب توضيح المعلومات المقدّمة أو تعديلها أو إتمامها إذا رأت ذلك وجوباً على المصدر، لتكملة إجراءات إصداره للأوراق المالية.

المطلب الثاني

التزام المصدر بالإعلام و المسؤولية المترتبة عند الإخلال به

تتسم المعلومة المالية بأهمية بالغة في وسط الأسواق المالية، نظراً للدور الذي تلعبه في خلق رغبة المستثمر في شراء القيم المنقولة محل الإعلان من عدمها، و بهدف إقناعه لاقتناء القيم المنقولة محل الإصدار يلتزم المصدر بإعلام الجمهور بالعملية المزمع القيام بها.

يوفر الإعلام للمستثمر المستقبلي كل المعلومات المتعلقة بالشركة و برأسمالها، حتى يتمكن من اتخاذ قراره بشأن استثماره فيها بكل دراية تامة، سواء بشرائه للسندات التي تمثل حقوق دين أو لتلك التي تمثل حقوق ملكية فيها، ليتمكن بعد ذلك من ممارسة الحقوق التي تخولها له هذه السندات، التي من بينها ممارسة حقه في التصويت في جمعياتها العامة ليتمكن المساهم من إبداء رأيه سواء بالموافقة أو بالرفض بشأن السياسة العامة، التي تهدف الشركة انتهاجها أو إتباعها (فرع أول) أو غيرها من الحقوق التي تم الإشارة إليها أعلاه، و عدم التزام المصدر بإعلام الجمهور يوقع مسؤولية على عاتقه (فرع ثان).

³⁸⁵ - المادة 1/06 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02 يتعلق بالإعلان الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علنية إلى الإدخار عند إصدارها قيماً منقولة، مرجع سابق.

³⁸⁶ - المادة 2/06 من المرجع نفسه.

الفرع الأول

التزام مصدر الأوراق المالية بالإعلام

أقرت معظم تشريعات العالم التزام على المصدر يتمثل بإعلام الجمهور عن عملية إصداره للقيم المنقولة، عن طريق توفير لهم كل البيانات و المعلومات المتعلقة بالعملية، مع اشتراط كون المعلومة صحيحة و دقيقة و واضحة و كاملة³⁸⁷، و ذلك بنشرها و تقريبها للجمهور.

لسنا بحاجة للتأكيد عن دور النشر و الإعلام فيعالم أهم ما يتميز به اليوم هو الإتصالات و تبادل المعلومات إلى درجة تمكّنا من إتباع لحظة بلحظة ما يدور مباشرة في مجال أسواق رأس المال، و في أية بورصة من بورصات العالم³⁸⁸، لذلك يعتبر الإعلام وسيلة فعالة لتقوية و زيادة ثقة الجمهور و تحقيق السير الحسن للعملية، حيث يساعد على تطوير الأسواق المالية³⁸⁹. و نظرا لأهميتها في وسط الأسواق المالية عموما و بين المستثمرين خصوصا، أقرته مختلف تشريعات الدول، من بينها القانون الفرنسي(أولا) و القانون الجزائري (ثانيا).

أولا- التزام مصدر الأوراق المالية بالإعلام في القانون الفرنسي: أقر القانون الفرنسي التزام مصدر الأوراق المالية باعلام جمهور المستثمرين في مختلف القوانين و الأنظمة المتعلقة بإصدار القيم المنقولة.

1- مضمون الإلتزام بالإعلام: نص المشرع الفرنسي كأصل عام على التزام المصدر بإعلام الجمهور المرغوب منه الإكتتاب في القيم المنقولة محلّ الإصدار، و إيصالهم كل المعلومات المتعلقة بالورقة المالية ، سواء عند إصدارها أو عند إدخالها إلى البورصة لتداولها أو عند زيادة رأس

³⁸⁷ - قاسم محسن الحبيطي و شكر محمد مصطفى، "تأثير كفاءة سوق المستثمر في تحديد التوازن الظرفي لخصائص المعلومة المحاسبية"، مجلة البحوث المستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، الموصل، العراق، عدد 10 ، 2005، ص103.

³⁸⁸ - صالح البربري، الممارسات غير المشروعة للأوراق المالية، مرجع سابق، ص253. للتفصيل أنظر: عبد الناصر طلب الزيد و محمد سليم أبو زيد، "أثر الأنترنت في الأسواق المالية، دراسة تطبيقية على بورصة عمان"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانونية، مجلد 23، عدد 01، 2000، ص73.

³⁸⁹ - POULLE Jean Batiste, «La régulation par l'information en droit des marches financiers», Petite affiches, N°15, 21 Janvier 2009, p.09.

مالها،³⁹⁰، كما أعطى القانون أهمية خاصة للمعلومة كذلك في قوانين أخرى³⁹¹، نظرا للدور الذي تلعبه بين وسط الجمهور المدخرين الذين بواسطتها يمكنهم استثمار أموالهم.

2- المبادئ التي يقوم عليها الإلتزام بالإعلام: تنص مختلف الأنظمة المتعلقة بإصدار القيم المنقولة على تراب الجمهورية الفرنسية، على أحكام تقرّ فيها عدة مبادئ بشأن المعلومات التي يلتزم المصدر بنشرها لإعلام الجمهور نذكرها في ما يلي:

أ- مبدأ النزاهة و التكامل: تسهر سلطة سوق القيم المنقولة الفرنسية على إعلام المستثمرين و إيصالهم كل المعلومات المتعلقة بعملية الإصدار، يظهر ذلك من استقراء الفقرة الثانية من نص المادة 222 من النظام العام لسلطة سوق الأوراق المالية الفرنسية، كما تسهر أيضا هذه السلطة على مراقبة المصدرين و التأكد من المعلومات المنشورة و الموجهة إلى الجمهور³⁹².

نصت على مبدأ مبدأ النزاهة و التكامل كذلك أحكام النظام العام لسلطة سوق الأوراق المالية الفرنسية، التي خولت صلاحية تطبيق ذلك و وضعها حيز التنفيذ إلى جهة أخرى تتمثل في سلطات الضبط التي توجد على مستواها، حيث خول لها القانون صلاحية مراقبة مدى تنفيذ مصدري الأوراق المالية لالتزامهم بالإعلام و مدى صحة المعلومات الموجهة للجمهور³⁹³.

ب- مبدأ المساواة في المعلومة: مفاد هذا المبدأ هو مساواة الجمهور أمام المعلومات المقدمة في محتواها و في وقت إصدارها³⁹⁴، يجب أن تحتوي المعلومة المتعلقة بالأوراق المالية المعروضة على الجمهور بهدف الإكتتاب فيها على كل البيانات، التي بموجبها يتعرّف الجمهور على الورقة المالية

³⁹⁰- Article L 412-1 du code monétaire modifié par Ordonnance n° 2009-80 du 22 Janvier 2009, www.legifrance.gouv.fr

³⁹¹- Article 06 de la directive 2003 /06/CE relatif à l'information privilégiée et aux déclarations des dirigeants et des personnes étroitement liées pour les opérations qu'ils réalisent sur les titres de la société. Voir aussi la directive 2004/109/CE et la directive 2007/14/CE, www.legifrance.gouv.fr

³⁹²- أنظر كذلك المادة 1/223 من النظام العام لسلطة سوق الأوراق المالية الفرنسية التي تحيل إلى المادة 1/632 منه، و التي تمنع إصدار معلومات غير صحيحة و مضللة. للتفصيل أنظر في ذلك:

POUTHINON-DUMAS Hugues, Le droit des sociétés cotés et le marché boursier, LGDJ, Paris, 2007, p.222.

³⁹³- Ibid.

³⁹⁴- BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, 3^é me édition, Economica, Paris, 2010, p.620.

محل الإصدار، و الشخص المصدر لها، محددًا في ذلك نوعها، النشاط الذي يمارسه المصدر، وضعيته المالية و مدى تطور نشاطه و غيرها³⁹⁵.

يتضمن البيان الإعلامي حسب نص المادة 1/412 من القانون النقدي و المالي الفرنسي كل المعلومات المتعلقة بالمصدر و اللازمة للمستثمر لاتخاذ قرار استثماره فيها عن قناعة و دراية، سواء تلك المتعلقة بنشاط المصدر أو بوضعيته المالية، الحقوق المتعلقة بالأوراق المالية و النتائج المتحصل عليها من المصدر بمناسبة ممارسته لنشاطه، كما يجب أن توجّه بنفس الطريقة و في نفس الوقت دون تمييز فئة عن فئة أخرى مهما كانت صفة المستثمر المرغوب جذبه³⁹⁶.

أكدت على الإلتزام الخاص بهذا الإعلام مختلف الأنظمة المنظمة لسلطة سوق القيم المنقولة مع اشتراط الدقة و الوضوح فيها³⁹⁷، خاصة أنه على أساسها يتم الحصول على التأشيرة من طرف سلطة سوق القيم المنقولة الفرنسية (AMF).

ثانيا - التزام مصدر الأوراق المالية بالإعلام في القانون الجزائري: وضع القانون الجزائري على عاتق الشخص المصدر الإلتزام بالإعلام، نظرا لما تلعبه المعلومات التي اشترط القانون توضيحها فيه عند إصداره قيما منقولة من دور هام في سبيل حماية المستثمرين من الإستثمار في سوق الأوراق المالية عن طريق شرائها، فيحرر مشروع المذكرة الإعلامية وفق شروط معينة حددتها اللجنة³⁹⁸.

³⁹⁵ - « Sans préjudice des autre disposition qui leurs sont applicable, les personnes ou les entités qui procèdent à une offre au public de titres financiers ou à une admission de titres financiers au négociation sur un marché réglementé doivent au préalable publier et tenir à la disposition de toute personne intéressé un document destiné à l'information d'un publique, pourtant sur le contenu et les modalités de l'opération qu'en fait l'objet ainsi que sur l'organisation et la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur et des garant des titres financiers qui font l'objet de l'opération dans les conditions prévus par le règlement général de l'autorité des marche financier... ».

Article 412/1 du code monétaire et financier modifié par l'ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009, www.legifrance.gouv.fr

³⁹⁶ - كأن يكون المستثمر المرغوب جذبه فئة معينة، كالأجانب مثلا. أنظر :

PELTIER Frédéric, Marchés financiers et droit commun, Banque éditeur, Paris, 1997, p.132.

للتفصيل أنظر: تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري -دراسة مقارنة-، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في القانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2013، ص27.

³⁹⁷ - إلى جانب المواد القانونية التي تمّ الإستدلال بها نذكر المادة 1-10-223 من النظام العام ل AMF .

³⁹⁸ - المادة 16 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام

حرصا من لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها على نوعية الإعلام و ضمانا منها لمصالح المدخرين و المستثمرين، خول لها القانون حق المطالبة بكل الوثائق و المعلومات التي تراها ضرورية لتكملة الإعلام كلما رأت غموضا فيما³⁹⁹، يتخذ وضع مذكرة إعلامية مثلا البيان الذي أصدرته مؤسسة الصناعات الغذائية من الحبوب و مشتقاتها، بهدف الحصول على التأشيرة من طرف اللجنة⁴⁰⁰.

يلعب الإعلام بالعملية المزمع القيام بها من طرف المصدر في سبيل إصدار الأوراق المالية دورا هاما في حماية المستثمرين فيها و في ضمان الشفافية و السير الحسن لسوق رؤوس الأموال، كما تظهر أهمية المعلومة خاصة في مساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم المتمثلة في عرض رؤوس أموالهم و فائض سيولته داخل البورصة بهدف استثمارها⁴⁰¹، لذلك اشترط المشرع في المعلومة المقدمة أن تكون صحيحة و دقيقة و واضحة⁴⁰² بهدف تسهيل عمل اللجنة في اتخاذ

العام للبورصة القيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 87، صادر في 29 ديسمبر، معدل بالنظام رقم 03-01، مؤرخ في 18 مارس 2003، يتضمن النظام العام للمؤتمر المركزي علي السندات، ج ر ج د ش عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.
399- أنظر المواد 35، 41 و 42 على التوالي من المرسوم التشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

لا يمكن تصور سوق ما دون إعلام فإذا أرادت الشركة إدخال ورقة جديدة في السوق عن طريق الإكتتاب، فلا بد من إعلام الجمهور، لدفع و تحفيز المدخرين و المستثمرين و تهيئة جمهور المكتتبين لإنجاح هذا الإكتتاب، كذلك الحال بالنسبة لزيادة رأس المال أو نشر ميزانية الشركات المصدرة. للتفصيل أنظر:

DOCOULOUX FAVARD Claude, « Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers », Mélanges AEDBF, France, 1997, p.178.

400- Entreprise des Industries Alimentaires et Dérivés, Sétif, op.cit, p.44.

401- إن فرص المدخر في تحقيق الأرباح و تفادي الخسائر تتعدد وفقا لمسيرة المصدر و ازدهاره أو عجزه، لذلك من أجل اتخاذ القرار الملائم يجب ضمان إعلام ملائم حول وضعه، و آفاق المصدر، و إعلام المدخر عند الإكتتاب حق مضمون قانونا سواء عند التأسيس بالجوء علنية للإدخار أو عند زيادة رأس مال الشركة. أنظر: أيت مولود فاتح، حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة...، مرجع سابق، ص265.

402- المادة 04 من نظام اللجنة رقم 2000-02، يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، مرجع سابق.

قراراتها عند مواجهة المصدرين سواء بالقبول عن طريق تقديم التأشيرة و السير في إجراءات الإصدار أو بالرفض⁴⁰³.

يكون نشر المعلومة عن طريق الإشهار بالعملية المزمع القيام بها من طرف المصدر، حيث تلتزم الشركة المصدرة بنشر إعلان في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية قبل عملية الإصدار، و قبل أي إجراء يتعلق بالإشهار، يتضمن هذا الإعلان البيانات المتعلقة بالتعريف الشامل بالشركة المصدرة، مؤرخ عليها من طرف المؤسسين إما بألقابهم أو بأسمائهم و جنسياتهم و موطنهم و إما باسم الشركة و شكلها و مقرها و مبلغ رأس مالها⁴⁰⁴.

تلتزم الشركة المصدرة للأوراق المالية بنشر الإعلام في النشرة الرسمية، إلا أن الإجراءات التي تتخذها لإتمام هذا النشر يختلف باختلاف وضعية الشركة عند إصدارها للأوراق المالية الذي يكون إما عند تأسيسها، أو بمناسبة زيادة رأسمالها.

1- عند تأسيس الشركة: يكون الإشهار عن عملية إصدار القيم المنقولة من طرف المصدر عند تأسيسه للشركة باتخاذ الإجراءات التالية:

- نشر المذكرة الإعلامية التي أشرت عليها اللجنة مرفقة ببيان إعلامي يلخص ما جاء في المذكرة⁴⁰⁵.

- التزام الشركة المصدرة بوضع البيان الإعلامي و المذكرة الإعلامية تحت تصرف الجمهور في مركز المؤسسة المصدرة، و لدى الوسطاء الماليين المكلفين بتسويق و توزيع الإصدارات بغية التطلع عليها، لمن تهمه عملية الإصدار.

⁴⁰³ - المادتين 03 و 05 على التوالي من نظام اللجنة رقم 2000-02، يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، مرجع سابق.

⁴⁰⁴ - المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 95-458 مؤرخ في 23 ديسمبر 1995، يتضمن أحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات المساهمة و التجمعات، ج ر ج د ش عدد 80، صادر في 24 ديسمبر 1995.

إن هذا الإجراء يتعلق فقط بالشركات المساهمة التي تلجأ علانية للإدخار، هذا ما يفهم من نص المادة 1/02 من المرجع نفسه، التي جاءت تطبيقاً للمادة 2/595 من القانون التجاري.

⁴⁰⁵ - المادة 1/03 من المرسوم التنفيذي رقم 95-438 من المرجع نفسه، و المادتين 07 و 15 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02 يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيماً منقولة، مرجع سابق.

- نشر إعلانات و بلاغات تبين عملية الإصدار، مع كافة البيانات المتعلقة بالشركة المصدرة⁴⁰⁶ و بالتأشيرة التي وضعتها اللجنة⁴⁰⁷، و البيان الإعلامي المنشور في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية في جريدة واحدة على الأقل، توزع على كامل التراب الوطني⁴⁰⁸.

2- عند زيادة رأس مال الشركة: إن الإجراءات المتخذة بشأن إصدار قيما منقولة جديدة من طرف المصدر بهدف عرضها على الجمهور، يختلف حسب ما إذا كانت الشركة المصدرة قد لجأت علانية للإدخار أو لم تلجأ إليه علانية.

تلتزم للشركة التي لا تلجأ علانية للإدخار الجمهور في سندات جديدة إثر زيادة رأسمالها بنشر بيان إعلامي بهدف إعلام الجمهور، تبين فيه العملية المزمع إنجازها في النشرة القانونية التي يوجد بها مقر الشركة، و ذلك قبل ستة(6) أيام على الأقل من تاريخ افتتاح الإكتتاب.

يتضمن البيان الإعلامي تسمية الشركة منسوبا برمزها الإقتصادي عند الإقتضاء، شكل الشركة، مبلغ رأس مالها، عنوان مقر الشركة، رقم تسجيل الشركة في السجل التجاري، مبلغ زيادة رأس المال، تواريخ افتتاح الإكتتاب و قفله، ومدى وجود الحق التفضيلي للإكتتاب في الأسهم الجديدة لصالح المساهمين القدامى، كذلك شروط ممارسة هذا الحق، القيمة الإسمية للأوراق المالية، المبلغ المطلوب فورا على كل مكتب، اسم الموثق و إقامته المهنية و اسم الشركة، البنك الذي يستلم الأموال، وصف مختصر و تقييم تسديد المساهمات العينية التي تدخل في حساب زيادة رأس المال و كفياته⁴⁰⁹.

⁴⁰⁶ - إن مجمل هذه البيانات تضمنها الفصل الأول من ملحق التعليم رقم 97-03، صادرة عن لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بتاريخ 30 نوفمبر 1997، تتضمن تطبيق النظام رقم 96-02، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق.

⁴⁰⁷ - تكون تأشيرة اللجنة التي تمنحها على شكل وضع رقم و تاريخ على المذكرة الإعلامية التي تصدرها الشركة المصدرة. المادة رقم 04 من التعليم رقم 97-03 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بتاريخ 30 نوفمبر 1997، مرجع سابق.

⁴⁰⁸ - المادة 13 من نظام اللجنة رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام للبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

⁴⁰⁹ - أنظر المادة 09 من المرسوم التنفيذي رقم 95-438، يتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمعات، مرجع سابق.

أما الشركات التي تلجأ علانية لإدخار الجمهور بمناسبة زيادة رأس مالها بهدف توسيع مشاريعها أو للنهوض بها لسبب سوء تسييرها، و باعتبار هذا الإجراء يفتح أبوابها لمدخرات الأفراد و فوائض سيولتهم⁴¹⁰، فإن القانون ألزمها باتخاذ الإجراءات التالية:

- نشر بيان إعلامي في النشرة القانونية للولاية التي يتواجد بها مقر الشركة، يتضمن البيانات المتعلقة بالشركة و بالعملية المزمع انجازها⁴¹¹.

- نشر بيان إعلامي في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية قبل ستة (6) أيام على الأقل من تاريخ افتتاح الإكتتاب، و إشعار أصحاب الأسهم الرسمية عن طريق رسالة موصى عليها، مع طلب وصل الإشعار بالإستلام بعملية زيادة رأس المال.

- إعداد بلاغات و نشرها في الجرائد تبين كل المعلومات المتعلقة بالشركة و بعملية زيادة رأس المال و إصدار سندات جديدة⁴¹²، كما تلتزم بنشر الجداول المالية لاسيما الميزانية⁴¹³ و جداول حسابات النتائج⁴¹⁴ و المذكرات الملحقة و الرأي المعبر عنه من طرف مندوب الحسابات، حسب نص المادة 11 من نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 02-2000 المتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة.

⁴¹⁰ - منحت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بمناسبة زيادة ERIAD SETIF لرأس مالها التأشير على مذكرتها الإعلامية تحمل الرقم: 01/98، بتاريخ 27 جوان 1998.

Voir: Entreprise des Industries Alimentaire et Dérivés de Sétif notice d'information, Augmentation de capital en numéraire, Par appel public à l'épargne, op.cit, p.44.

للتفصيل أنظر:

VANDIER A, « Les droits de sociétés à l'épreuve des offres public », Revue de Jurisprudence Commercial, Juillet- Aout 2000, p.p.243 et 244.

⁴¹¹ - إن البيانات التي يجب أن يحتوي عليها الإعلان تضمنتها المادة 10 من المرسوم التنفيذي رقم 95-438، يتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمعات، مرجع سابق.

⁴¹² - المادتين 3،4/09 و المادة 12 على التوالي من المرسوم التنفيذي رقم 95-438، يتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمعات، مرجع سابق.

⁴¹³ - تمثل الميزانية عرضا في وقت معين للوضعية المالية للمؤسسة، في صيغة خصوم و أصول و أموال ذاتية تعكس الوضعية المالية للشركة، تمثل جردا لأموالها، لذلك يقال بأنه يجب وضع حساب جرد مفصل عند طلبه. أنظر في ذلك:

AMMAR Héra ép. Ben becher, La protection institutionnelle de l'épargne investis en valeurs mobilières : l'exemple de la Tunisie, Thèse de doctorat, Univ.de sciences sociales, Toulouse, 2004 - 2005, pp.44 et 45.

⁴¹⁴ - قانون رقم 07-11 مؤرخ في 25 نوفمبر 2007، يتضمن النظام المحاسبي المالي، ج ر ج د ش عدد 74، صادر في 25 نوفمبر 2007 معدل و متمم بموجب الأمر رقم 08 - 02 مؤرخ في 24 جويلية 2008، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة

الفرع الثاني

المسؤولية المترتبة على المصدر عند إخلاله بالالتزام بالإعلام

إخلال أي شخص للإلزام الذي يقع عليه سواء أملاه عليه القانون أو مصدر من مصادر التزامات الأخرى (العقد مثلاً) يوقع على صاحبه جزاء، و ذلك حسب مقتضيات القواعد العامة التي يملئها القانون المدني، فإخلال الشخص المصدر بالتزامه القانوني المتعلق بالإعلام، الذي فرضته عليه مختلف الأنظمة و القوانين التي تحكم السوق المالية، تجعله مسؤولاً فتوقع عليه جزاء. عرفت التعديلات القانونية الأخيرة تمييزاً بين عقوبة المصدر و عقوبة أجهزته، فعقوبة أحدهما لا يترتب عليها مباشرة عقوبة الآخر، كما أن طبيعة عقوبة المصدر و المسؤولية التي تقع عليه من جراء إخلاله بالتزامه تختلف باختلاف العمل المخل للالتزام بالإعلام ، فقد تكون إما مدنية (أولاً)، أو إدارية (إدارية).

أولاً- المسؤولية المدنية للمصدر: يقضي المبدأ العام بأن إخلال المصدر بالتزاماته القانونية في مجال تقديم المعلومة الواجبة عند نشره للإعلام لاكتتاب الجمهور للسندات المصدرة، يترتب عليه مسؤولية مدنية كلما تبين للقضاء أن هذا الإخلال يعتبر خطأ⁴¹⁵، و توفرت بشأنها علاقة سببية مع

2008، ج ر ج د ش عدد 77، صادر في 29 ديسمبر 2016. تنص المادة 04 منه على ما يلي: "تلتزم الكيانات التالية بمسك محاسبة مالية:

-الشركات الخاضعة لأحكام القانون التجاري.

-التعاونيات.

- الأشخاص الطبيعيون أو المعنويون المنتجون للسلع والخدمات التجارية وغير التجارية، إذا كانوا يمارسون نشاطات مبنية على عمليات متكررة.

- وكل الأشخاص الطبيعيون أو المعنويون الخاضعين لذلك بموجب نص قانوني أو تنظيمي".

⁴¹⁵- تكتنف دعاوى المطالبة بالتعويض عن الأضرار التي تقع لمخالفة القوانين و الأنظمة التي تحكم بورصات الأوراق المالية صعوبات، ذلك نظراً لصعوبة إثبات المتضرر الضرر الذي ألحقه حتى أنه من الصعوبة أن يدرك ذلك، لأن سوق الأوراق المالية سوق مبهم لا يعرف المتعامل الطرف الآخر الذي يتعامل معه.

للتفصيل أنظر: أحمد محمد اللوزي، الحماية الجزائية لتداول الأوراق المالية-دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص155.

الضرر الذي ألحق بالضحية، بالتالي مسألته مدنيا عن طريق طلب إزالة الضرر عن الضحية أو تقديم تعويض يعوضه عن ما أصابه من ضرر⁴¹⁶.

تحديد العلاقة السببية بين الخطأ الذي ارتكبه الشخص المصدر من جراء الإخلال بالتزامه بالإعلام و الضرر الذي لحق بالمستثمر مهما بلغت درجته يكون أمرا سهلا للقضاء، إذا تبين أن القرار الذي اتخذه المستثمر الراغب في شراء السندات المالية مباشر لنشر المعلومات المتعلقة بالمصدر و بالعملية المزمع القيام بها⁴¹⁷.

يعني ذلك أن المعلومة التي أبدتها الشركة أثرت في اتخاذ قراره المتعلق بالإستثمار فيها ألحق الضرر به، كأن تكون المعلومة غامضة غير واضحة مثلا، حيث يمكن تأويلها إلى غير المقصود بها، ما يثبت الخطأ في المعلومة و الضرر الذي أصاب المستثمر و العلاقة السببية بينهما، إلا أنه يصعب إيجاد هذه العلاقة السببية بين الخطأ و الضرر في حالة كون القرار المتخذ من طرف المستثمر المتضرر، اتخذ بعيدا عن نشر المعلومات، حيث يصعب معرفة مدى تأثير المعلومة على قرار الإستثمار⁴¹⁸.

إلى جانب المسؤولية المدنية التي تقع على المصدر قد تقع المسؤولية نفسها على أعضائه، متى ارتكب المدير خطأ سبب ضررا لغيره، شرط أن يكون هذا التصرف بمناسبة قيامه بعمله باسم و لحساب الشركة⁴¹⁹، كما يمكن أن تقع مسؤوليته المدنية من جراء أعمال صنفها قانون العقوبات من الأفعال الإجرامية، مثل نشر معلومات خاطئة أو نشر حسابات غير صحيحة، ما يمكن للشخص المتضرر تقديم طلب التعويض أمام القضاء أثناء مسألتهم.

ثانيا- المسؤولية الإدارية للمصدر: يهدف الإلتزام بالإعلام الذي يقع على عاتق المصدر عند إصداره للأوراق المالية إلى حماية المستثمر، و ضمان السير الحسن لسوق المالية، و أي إخلال

⁴¹⁶ - للتفصيل عن العلاقة السببية بين الخطأ و الضرر أنظر: محمد صبري السعدي، الواضح في شرح القانون المدني، النظرية العامة للالتزامات، دراسة مقارنة في القوانين العربية، دار الهدى، عين مليلة، 2012، ص310 و ما يليها.
⁴¹⁷ - COURET Alain, LENABASQUE Hervé, COQUELET Marie-Laure, GRANIER Thierry, PORACCHIA Didier, RAYNOUARD Arnaud, REYGROBELLET Arnaud, ROBINE David, Droit financier, Dalloz, Paris, 2008, p.908.
⁴¹⁸ - Ibid.

⁴¹⁹ - صالح البربري، الممارسات غير المشروعة للأوراق المالية، مرجع سابق، ص254.

بهذا الالتزام يعتبر مساسا لحماية المستثمر و للسير الحسن و المنتظم للسوق المالية و لكل المعاملات التي تقع فيه، لذلك خولت مختلف القوانين و أنظمة السوق المالية حماية للمستثمر و للسوق المالية معا.

خول المشرع الفرنسي لسلطة السوق المالية AMF في أحكام التقنين النقدي و المالي الفرنسي صلاحية توقيع عقوبات على كل شخص مقيم على الإقليم الفرنسي أو في خارجه، قام أو حاول القيام بأي فعل قد يمس بحماية المستثمرين أو بالسير الحسن للسوق، و كل مناورة بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تظليل الغير⁴²⁰.

تترتب مسؤولية المصدر عند إخلاله بالالتزام بالإعلام، عن طريق الإمتناع بنشر أية معلومة تتعلق بعملية الإصدار كالسندات محل الإصدار و قيمتها و أجل الإكتتاب...، تجعله يتخذ قرار الإستثمار فيها عن دراية تامة بالوضع المالي و المحاسبي للشركة و مستقبلها، كما تنشأ مسؤولية المصدر أيضا عند عدم إيصاله المعلومات و نشرها وسط الجمهور كما يقتضيه القانون⁴²¹.

تقتزن مسؤولية المصدر أحيانا بمسؤولية المدير باعتباره المسير لها، عند إخلاله بالالتزام بالإعلام⁴²²، لأنه يعتبر خطأ بمناسبة ممارسته لمهامه. صدرت عدة قرارات في هذه الشأن نذكر منها قرار محكمة النقض الفرنسية المؤرخ في 31 مارس 2004⁴²³، التي جعلت المدير وحده ملزم بتسيير الشركة بطريقة محكمة، عن طريق عدم مخالفة القوانين و الأنظمة التي تخضع لها⁴²⁴.

يوقع خطأ المصدر مسؤولية على المدير المسير لها، لأنه مسؤولا عن حسن سيرها و عن احترامه لمختلف الإجراءات التي تملئها عليه القوانين و الأنظمة التي تحكم الأسواق المالية و التي

⁴²⁰- Directive n° 2003/06/CE relatif à l'information privilégiée et aux déclarations des dirigeants. Voir aussi la directive Transparence 2004/109/CE, op.cit.

⁴²¹- أنظر المادة 1/412 من القانون النقدي و المالي الفرنسي رقم 2009، مؤرخ في 22 جانفي 2009، مرجع سابق. و أنظر كذلك المادتين 2/222 و المادة 1/223 من النظام العام لسلطة سوق الأوراق المالية الفرنسية. منشور على الموقع: www.legifrance.gouv.fr

⁴²²-Article 621-14 du code monétaire et financier, op.cit.

Article 01 du règlement n° 98-09 de la commission des opérations de bourse.

⁴²³- للتفصيل أنظر الموقع: <https://ggs4.xiti.com>

⁴²⁴- للتفصيل عن المسؤولية الإدارية للمصدر أنظر: نصيرة تواتي، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري...، مرجع سابق، ص ص.30-34.

من بينها سوق الإصدار، كما أن المدير حتى و إن قام بتفويض سلطته في مجال المعلومة المالية، فإنه يبقى مسؤولاً عن المخالفة و لا يسمح له القانون الإحتجاج بتفويض صلاحياته، لأنه ملزم برقابة الشخص المفوض له اختصاصاته، فعدم احترامه لهذا الإلتزام يسمح لسلطة السوق المالية أن ترتب عليه جزاء، إذا تبين من ذلك مساساً بحماية المستثمر و بالسير المنتظم للسوق المالية.

المبحث الثاني

المستثمر في القيم المنقولة

تلعب الأسواق المالية دور مهم في عملية التنمية الاقتصادية و الحركة التجارية في العصر الحديث، فهي محل لعدة عمليات تجارية استثمارية، منها الإستثمار في السندات المالية⁴²⁵، و هو ما يعرف بالقيم المنقولة سواء كانت أسهم أو سندات دين أو غيرها.

يحتاج المتعاملون الإقتصاديون إلى موارد مالية، لمواجهة نفقاتهم بهدف تمويل استثماراتهم أو التوسع فيها⁴²⁶، كون المشاريع الضخمة تتطلب أموال كثيرة قد تعجز الشركة على تحقيقها بطريق التمويل الذاتي، الذي بحكم طبيعته محدود جدا، لضعف أصولها أو أرباحها أو رغبة منها في الاحتفاظ بفوائدها و عدم إعادة استثمارها، فيبقى أمامه حل وحيد هو اللجوء إلى أساليب التمويل الخارجي، التي تكون إما عن طريق اللجوء إلى السوق المصرفية أو اللجوء إلى السوق المالية⁴²⁷.

يعني اللجوء إلى السوق المصرفية أو الإئتمان البنكي الذي يتوقف الحصول عليه على استيفاء مجموعة من الشروط القصورية، تتعلق بضمانات و شروط الأداء و بتكاليفه المرتفعة، لذلك تبقى هذه الطريقة في التمويل عاجزة عن الإجابة لطموحات المشروعات الاقتصادية الراغبة في التوسيع و توفير الأموال لأمد طويل⁴²⁸.

توفر السوق المالية نفس فرص التمويل دون القيود التي تفرضها البنوك و ذلك عن طريق طرح القيم المنقولة للاكتتاب و توظيفها⁴²⁹، عن طريق عرضها على المستثمر بهدف اقتنائها (مطلب أول) مهما اختلفت طبيعته سواء كان شخصا طبيعيا أو معنويا مؤهلا في مجال الإستثمار في القيم المنقولة(مطلب ثان).

⁴²⁵ - سمير جاب الله، "العقود الآجلة في الأسواق المالية المعاصرة و تكييفها الشرعي"، المعيار، كلية أصول الدين و الشريعة و الحضارة الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، عدد 18، مارس 2009، ص75.

⁴²⁶ - أحمد أيت طالب، التنظيم القانوني المالي المغربي...، مرجع سابق، ص11.

⁴²⁷ - JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, op.cit, p.03.

⁴²⁸ - أحمد أيت طالب، التنظيم القانوني المالي المغربي...، مرجع سابق، ص 11. للتفصيل أنظر:

NEVILLE Sébastien, Droit de la banque et des marchés financiers, Press Universitaire de France, Paris, 2005, pp.253 et 254.

⁴²⁹ - NEVILLE Sébastien, Droit de la banque et des marchés financiers, p. 255.

المطلب الأول

مدلول المستثمر في القيم المنقولة

تعتبر البورصة حسب الأستاذين "كارو دومينك" و "مارتا جان إيف" نموذجاً مؤسساتياً يرمز و يعكس فكرة اقتصاد السوق، نجد فيه مبدأ المنافسة الحرة و التلاقي الحر لحركة العرض و الطلب من بين القواعد الأساسية و الرئيسية التي تحكمها⁴³⁰، كما تمثل القيم المنقولة إحدى العناصر الأساسية و الهامة التي تقوم عليها⁴³¹، لأنها السلعة الرئيسية التي يتم تداولها فيها.

تقوم المشاريع الكبرى بإصدار هذه القيم المنقولة و توظيفها بهدف بيعها للجمهور للإستثمار فيها، يقوم هذا الأخير بالإكتتاب فيها عن طريق اقتناءها مقابل عوائد أو أرباح احتمالية قد يتحصل عليها دورياً، كل حسب الورقة المالية محل الشراء، كل حسب ما تحققه الشركة أو الهيئة المصدرة لها، فيعدّ الإستثمار في القيم المنقولة في الوقت الحالي من أفضل الإستثمارات، حيث أصبح بديلاً جديداً و واضح المعالم لاستثمارات الأفراد مهما بلغت حجم مدخراتهم⁴³².

يلعب المستثمر في القيم المنقولة دور حيوي و فعال في السوق الأولية و يلعب الدور نفسه في السوق الثانوية، فهو محركها الأساسي (فرع أول)، ما يجعل غيابه في هاتين الساحتين سوقين راكدين، لأنها بدونها تبقى هذه الأخيرة جامدة دون حركة و دون جدوى، بالرغم من تدخل أشخاص أخرى في هذين السوقين يتشابهون به، و يقتربون إليه في المعنى (فرع ثان).

⁴³⁰ - نقلاً عن: محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة للنشر و التوزيع، الإسكندرية، 2007، ص121.

⁴³¹ - « La bourse est l'institution la plus typique et symbolique de l'économie du marché ou le libre jeu de l'offre et de la demande constitue la règle cardinale ».
CARREAU Dominique, MARTIN Jean Yves, « Le secret boursier », DPCI, T 16, N° 01, 1990, p.42.

⁴³² - سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص83.

الفرع الأول

تعريف المستثمر في القيم المنقولة

يعتبر المستثمر المتدخل الثاني في السوق الأولية كونها سوق لإصدار القيم المنقولة من المتدخل الأول المتمثل في المصدر، و بالرغم من دوره الفعال في تنشيط سوق الأوراق المالية بما فيها الأولية و الثانوية، إلا أنه لم يكون إلا محل دراسات نادرة جدا من طرف أساتذة و رجال القانون التجاري و الإقتصاد.

تمت الإشارة إلى المستثمر في القيم المنقولة في مناسبات عديدة، و في مختلف النصوص القانونية لمختلف قوانين دول العالم ضمن أحكام القانون المالي و مختلف الأنظمة التي تحكم أسواقها المالية، إلا أنها تطرقت إليه بصفة عابرة، دون أن تُورد تعريفا دقيقا له، نذكر من بينها القانون الفرنسي (أولا) و القانون الجزائري (ثانيا).

أولا- تعريف المستثمر في القانون الفرنسي: أمام غياب تعريف قانوني لمصطلح "المستثمر" قام المشرع الفرنسي بوصفه، فأضفى عليه عدة دلالات ضمن نصوص قانونية متفرقة، سواء في المجال القانوني أو المالي.

بالنظر إلى طبيعته أطلق علي المستثمر أحيانا تسمية "الزبون" أو "العميل" le client بالنظر إليه من زاوية كونه المستفيد من خدمات الإستثمار le prestataire de service d'investissement، حسب ما جاء في التعليم رقم CE/39/2004 الصادرة في 21 أبريل 2004 المتعلقة بأسواق الأوراق المالية⁴³³.

أكدت هذه التعليم على أن التدابير التي يجب اتخاذها بهدف حماية المستثمر يجب أن تطبق و تتماشى مع خصوصية كل أنواع المستثمرين سواء كانوا زبائن أو عملاء clients أو مهنيين professionnels أو متعاقدين contreparties⁴³⁴. يعتبر الزبون أو العميل حسب هذه

⁴³³ - Directive 2004/39/CE, du parlement européen et du conseil du 21 Avril 2004 concernant les d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE du conseil et la directive 200/12/CE du parlement européen et du conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du conseil, www.legifrance.gouv.fr

⁴³⁴ - BENNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p.651.

التعليمة ما يلي: "كل شخص طبيعي أو معنوي، تقدم له مؤسسات الإستثمار خدمات الإستثمار/ أو خدمات إضافية"⁴³⁵.

استعمل القانون الفرنسي أحيانا أخرى لفظاً آخر للدلالة على المستثمر هو "حائز الأسهم" détenteur d'actions حسب ما جاء في مضمون التعليمة رقم CE/109/2004، أطلق على المستثمر كذلك تسمية "المستهلك" للدلالة عليه في التعليمة رقم CE/65/2002 المتعلقة بتسويق الخدمات المالية عن بعد⁴³⁶، اعتبره نوع من أنواع المستهلكين، اللذين يكون محل استهلاكهم خدمات مالية تقدمها له مؤسسات استثمار، فعرفته كما يلي: "كل شخص طبيعي يتصرف عن طريق عقود مبرمة عن بعد من أجل تحقيق هدف لا يمكن أن يحققه ضمن ممارسته لنشاطه التجاري أو المهني"⁴³⁷.

يعاب على هذا التعريف كونه حصر المستثمر في الشخص الطبيعي الذي يستثمر فائض أمواله، عن طريق شراء أوراق مالية بهدف تحقيق أرباح، عن طريق العوائد السنوية التي يأمل جنيها بتوزيع الشركة للأرباح التي تحققها على مساهميها، إلا أنه يمكن أن يكون المستثمر كذلك شخصا معنوياً تابعاً للقانون الخاص أو للقانون العام، كالدولة و مختلف الهيئات التابعة لها.

أطلق على المستثمر تارة أخرى تسمية "حائز القيم المنقولة" détenteur de valeurs mobilières حسب مضمون تعليمة الشفافية transparence التي عرفت المستثمر كما يلي: "كل شخص طبيعي أو معنوي خاضع للقانون الخاص أو العام، يقوم باقتناء أو التنازل عن القيم المنقولة بطريقة مباشرة، أو عن طريق الوسيط"⁴³⁸، فعلى خلاف أحكام التعليمة الصادرة

⁴³⁵ - « Le « client » étant défini comme « toute personne physique ou morale à qui une entreprise d'investissement fournit des services d'investissement et /ou des service auxiliaires ». Directive 2004/39/CE, du parlement européen et du conseil du 21 Avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE du conseil et la directive 200/12/CE du parlement européen et du conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du conseil, www.legifrance.gouv.fr

⁴³⁶ - Article L 271/16 de la directive 2002/65/CE concernant la commercialisation à distance des service financiers du 23 Septembre 2002, www.legifrance.gouv.fr

⁴³⁷ - « Toute personne physique qui dans les contrats à distance agit à des fins qui n'entrent pas dans son activité commercial ou professionnelle », www.legifrance.gouv.fr

⁴³⁸ - « La directive « transparence » vise le détenteur de valeurs mobilières comme « toute personne physique ou morale régie par le droit privé, ou publique ,qui directement ou via un

في CE/65/2000، فإن تعلية الشفافية وسعت من دائرة المستثمرين و جعلتها تشمل كل شخص طبيعي أو معنوي خاضع للقانون الخاص أو العام.

ثانيا - تعريف المستثمر في القانون الجزائري: أشار القانون الجزائري أيضا إلى المستثمر ضمن مختلف النصوص القانونية المتعلقة ببورصة القيم المنقولة و أنظمتها، باستعمال عدة مصطلحات للدلالة عليه. استعمل مصطلح "المدخر" في نصوص مختلفة، نذكر منها المادة 45 من المرسوم التشريعي رقم 93-10⁴³⁹، التي تنص على ما يلي: "تتخذ اللجنة قرارها بشأن قبول القيم المنقولة في المفاوضات وشطبها. ويمكن للجنة أن تأمر بتعليق تحديد سعر الأسهم ضمانا للإعلام وحماية المدخرين...".

نصت على نفس المصطلح للدلالة على المستثمر المادة 6/06 من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 96-02⁴⁴⁰، و ذلك كما يلي: "...إذا كانت حماية المدخر تقتضي ذلك"، نصت على ذلك أيضا المادة 29 من نظام اللجنة رقم 97-03⁴⁴¹ كما يلي: "يمكن لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رفض طلب قبول تداول سند إذا رأت أن الطلب مخالف لمصلحة السوق والمدخرين".

يعتبر الدعم المالي لجهود المدخرين جد هام لمواجهة تحديات المنافسة، التي تملها منظومة الإقتصاد الحر التي بدأت بلادنا تتبناها، ابتداء من نهاية الثمانينات و بداية التسعينات، أصبح بذلك الإعتماد على المدخر أو المستثمر بما يوفره من رؤوس أموال جد معتبرة من بين السبل و الحلول المتاحة للخروج و حل مشكلة نقص الموارد اللازمة، لتمويل المؤسسات الجزائرية و مختلف مشاريعها، و تعتبر السوق المالية إطارا ملائما لذلك لكونه بمثابة حماية "هيكل لتعبئة الإدخار"⁴⁴².

intermédiaire acquièrent ou cède des valeurs mobilières ». BENNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit ,p.420.

⁴³⁹ - مرسوم تشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

⁴⁴⁰ - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق.

⁴⁴¹ - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

⁴⁴² - ADJMI Adnene, L'épargne en Tunisie, op.cit, p.196.

استعمل مصطلح "الزبون" كذلك من المشرع الجزائري للدلالة أيضا على المستثمر، يظهر من خلال المادة 2/07 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، التي تنص على أنه: "يخول الوسطاء في عمليات البورصة، حسب الشروط التي تحددها اللجنة القيام بما يأتي:

-يديران لحساب زبائنهم سندات القيم المنقولة بتلقيهم لهذا الغرض أموالا مشفوعة بتفويض إدارة.
-يقفون موقف الطرف المقابل في العمليات حول القيم المنقولة، ولا يمكن أن يمارسوا هذا الحق حيال زبائنهم....⁴⁴³. كرس القانون الجزائري نفس المصطلح في نظام لجنة عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 فتتص عليه كما يلي "أمر البورصة هي تعلية يقدمها زبون إلى وسيط في عمليات البورصة أو يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل"⁴⁴⁴.

لم يظهر مصطلح الزبون في نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، بينما ظهر مصطلح آخر لم نجد له استعمال له من قبل، يتمثل في مصطلح "المكتب".

استعمل مصطلح الزبون كذلك في النظام رقم 12-01 المؤرخ في 12 جانفي 2012، المعدل و المتمم للنظام رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة في المادة 14 منه التي تعدل المادة 77-2 من النظام رقم 97-03 و ذلك كما يلي: "يتمثل المتدخلون في هذا القسم في الوسطاء في عمليات البورصة والمتخصصين في سندات الخزينة الذين يمكنهم التفاوض لحسابهم الخاص و/ أو لحساب زبائنهم على مختلف السندات الشبيهة للخزينة المسجلة في بورصة الجزائر".

⁴⁴³- يظهر استعمال المشرع لمصطلح الزبون كذلك في المواد 07، 08، 13/11 و المادة 49/5،4 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل و المتمم، مرجع سابق.

⁴⁴⁴- المادة 89 من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

يستعمل المشرع الجزائري في كل مرة مصطلح الزبون، يقصد بذلك الشخص المستثمر في القيم المنقولة سواء كان شخصا طبيعيا أو معنويا تابع للقانون الخاص أو العام، يتلقى طلب رؤوس الأموال التي تحتاجها الشركة، الدولة و الجماعات المحلية، بعرض رؤوس الأموال من طرف المدخرين المستثمرين⁴⁴⁵ بهدف تحقيق أرباح سنوية عند نجاح الشركة في مشاريعها و تحقيق عوائد في المستقبل.

استعمل المشرع الجزائري مصطلح آخر يبدو فيه نوع من الغموض، و إن لم نقل نوع من الغرابة يتمثل في "الجمهور" للدلالة على المستثمر، في المادة 5/31 من المرسوم التشريعي رقم 93-10⁴⁴⁶، كما استعمله كذلك في المادة 43 من نفس المرسوم المعدلة بالمادة 07 من النظام رقم 01-12 التي تنص على أنه "يجب على الشركة التي تقدم طلب قبول سندات رأسمالها في التداول بالسوق الرئيسية ما يأتي:

- أن لا تقل قيمة رأسمالها الذي تم وفائه عن خمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج).
- أن توزع على الجمهور سندات تمثل 20% على الأقل من رأسمال الشركة وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير⁴⁴⁷.

إن استعمال المشرع الجزائري لمصطلح الجمهور لا يبدو لنا صائبا في بعض الأحيان، لأن الجمهور يتضمن في مجمله كل من الشخص المستثمر الذي يرغب في توظيف أمواله عن طريق شراء القيم المنقولة المعروضة عليه للبيع، و الذي تسهر مختلف الأنظمة القانونية بتنظيم العمليات التي تقع عليها في سوق القيم المنقولة على أحسن وجه، و الشخص غير المستثمر الذي يتطلع على مختلف الإعلانات بهدف معرفة ما يدور حوله من أخبار، دون أن تتوفر لديه نية في

⁴⁴⁵- DALI AII Nadjet, « la bourse d'Alger dans ses meubles », Rev. Sonatrach, N° 98, Octobre 1997, p.15.

⁴⁴⁶- "تقوم اللجنة بتنظيم سير سوق القيم المنقولة بسن تقنيات تهم ما يأتي على الخصوص:...

- الإصدارات في أوساط الجمهور....".

⁴⁴⁷- استعمل مصطلح "الجمهور" أيضا في المادة 03 من المرسوم التنفيذي رقم 95-438 يتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمعات، مرجع سابق. و استعمله كذلك في المواد التالية 48، 51/8، 59، 60 و 65 على التوالي من نظام اللجنة رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

الإستثمار في القيم المنقولة⁴⁴⁸ لذلك كان عليه استعمال مصطلح آخر للدلالة على المستثمر مثل "الراغب في الإكتتاب" أو "المستثمر المستقبلي".

استعمل المشرع الجزائري إلى جانب ما سبق الإشارة إليه مصطلحات أخرى للدلالة على المستثمر نذكرها في المكتب، المساهم و الأمر، و خير ما فعل عندما أطلق على المستثمر مصطلح "مستثمرا" ليحدد بها الشخص الذي ينوي التعامل بالقيم المنقولة عن طريق شرائها، بعد الإعلان عنها الإكتتاب فيها للإشتراك في تكوين رأس مال الشركة، سواء عند تأسيسها أو زيادة رأس مالها، لهدف توسيع نشاطها، أو شرائها لإعادة بيعها عن طريق عرضها في البورصة و استقاء كل الشروط التي حددها القانون لإتمام العملية.

يظهر مصطلح "المستثمر" في مواد قانونية مختلفة نذكر منها المادة 1/40 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 التي تنص على ما يلي: "يمكن رئيس اللجنة، في حالة وقوع عمل يخالف الأحكام التشريعية أو التنظيمية ومن شأنه الإضرار بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة، أن يطلب من المحكمة اصدار أمر للمسؤولين بامتنال هذه الأحكام..."، كما نجده في المادتين 05 و 03 من نظام اللجنة رقم 96-02⁴⁴⁹ و المواد 43 و 47 و غيرها من النظام رقم 97-03⁴⁵⁰.

بالتمعن في أحكام مختلف القوانين و الأنظمة المتعلقة ببورصة القيم المنقولة، يلاحظ أن المشرع الجزائري لم يورد تعريفا للمستثمر، كما أنه لم نلتمس في هذا الموضوع أي تعريف فقهي في العالم العربي للمستثمر في القيم المنقولة، باستثناء تعريف الأستاذة "تواتي نصيرة" الذي ورد كما

⁴⁴⁸ - يعني مصطلح جمهور: الجمهور من الناس، جلهم وأشرفهم، و من الأشياء: معظمها (ج) جماهر.

أنظر: علي بن هادية، بلحسن البليش، الجيلاني بن الحاج يحي، القاموس الجديد للطلاب، ط 6، المؤسسة الوطنية للكتاب، 1991، الجزائر.

كلمة الجمهور في معجم المعاني الجامع/ معجم عربي تعني معظم الناس. منشور على الموقع: www.almaamy.com

أما في معاجم اللغة العربية قاموس عربي/ عربي فيقصد بها جلهم و عامتهم أنظر: www.maajim.com

⁴⁴⁹ - تنص المادة 03 من نظام اللجنة رقم 96-02 يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الإذخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق، على ما يلي: "... تتضمن هذه المذكرة العناصر الإعلامية التي من شأنها أن تمكن المستثمر من اتخاذ قراره عن دراية". و تنص المادة 05 منه على أنه "يمكن اللجنة، إذا اقتضت حماية المستثمر ذلك، أن تضع شروطا، لمنح تأشيرتها، تتعلق بطلب توضيح المعلومات المقدمة، تعديلها، إتمامها أو تحيينها".

⁴⁵⁰ - استعمل مصطلح المستثمر كذلك في المواد 51، 48/8، 56، 59، 60 و المادة 65 من النظام رقم 97-03.

يلي: "يعد مستثمرا في القيم المنقولة كل شخص أو هيئة خاصة أو عامة، قامت باكتتاب في هذه القيم بعد إصدارها أو شرائها في البورصة وقت تداولها"⁴⁵¹.

باستقراء مختلف أحكام القانون التجاري و القوانين المتعلقة ببورصة القيم المنقولة يمكن تعريف المستثمر في القيم المنقولة كما يلي: "كل شخص طبيعي أو معنوي تابع للقانون الخاص أو العام، يقوم بالإكتتاب في القيم المنقولة الصادرة من الأشخاص المعنوية التابعة للقانون الخاص أو العام، سواء كانت هذه السندات تمثل جزء من رأس المال(الأسهم) أو حقوق مديونية (سندات دين)، إثر تأسيس الشركة التجارية المصدرة لها، أو عند زيادة رأسمالها عن طريق عرضها للتداول بين الجمهور في البورصة، بهدف تحقيق أرباح و عوائد توزعها عليهم الشركة عند نجاح مشروعها في نهاية كل سنة مالية".

يعتبر بذلك مستثمرا في القيم المنقولة كل مؤسس لشركات المساهمة مهما كانت طبيعته و القانون الذي ينتمي إليه، لأنه هو كذلك مكتب في القيم المنقولة التي تمثل رأسمال الشركة، خاصة أن هذا الأخير يتمثل في مجمله مجموع الأسهم التي توزع على الجمهور، و يعتبر مستثمرا كل شخص ساهم في تمويل مشروع الشركة مهما كانت نسبة مساهمته فيه.

الفرع الثاني

تمييز المستثمر في القيم المنقولة عن ما يشابهه من مفاهيم

يلعب المستثمر دور فعال في تنشيط السوق المالية، فبعد صدور السندات المالية مهما كان نوعها من المصدر يقوم المستثمر بشرائها في السوق الأولية، كونها سوق الإصدارات الجديدة مع أمل الحصول على عوائد ثابتة أو متغيرة كل حسب نوع السند المستثمر فيه، خاصة أن فكر رجال الإقتصاد لم يُبقيها في صورته التقليدية، فأوجدوا قيم منقولة غير تلك المتعارف عليها.

يمكن للمستثمر أن يقوم ببيع السندات المالية التي اشتراها في السوق الأولية إذا رأى منفعة في بيعها، فيتحول المستثمرون المدخرون الذين استثمروا أموالهم في السوق الأولية إلى بائعي

⁴⁵¹ - تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري...، مرجع سابق، ص50.

السندات لمستثمرين آخرين هم مشترى السندات في السوق الثانوية⁴⁵²، فتتغير صفته من مشتري للورقة المالية أو السند المالي محل الإصدار إلي بائع لها، لذلك يختلط مفهومه عن مفهوم المضارب كونه يشتري السند المالي ثم يعيد بيعه (أولاً)، و عن مفهوم المستهلك باعتباره مشتري لها (ثانياً).

أولاً- تمييز المستثمر في القيم المنقولة عن المضارب: لا يمكن التمييز بين المستثمر و المضارب دون التطرق إلى مضمون المصطلحين، و باعتبار المستثمر قد عرفناه أعلاه، فلا يمكن الحديث عن المضارب دون البحث عن مفهوم المضاربة، خاصة أن المضاربة تتمثل في العملية التي يقوم بها المضارب و التي على أساسها أطلقت عليه تسمية المضارب⁴⁵³.

تعني المضاربة محاولة التنبؤ بسعر متوقع في المستقبل القريب للاستفادة من السعر الحالي⁴⁵⁴، عرفها الفقيه "كالدور نيكولا" Kaldor Nicolas المختص في الأوراق المالية و الأسواق المالية كما يلي: "هو شراء أو بيع قيم بنية إعادة بيعها أو إعادة شرائها في آجال لاحقة عن زمن البيع و الشراء، عندما يكون الدافع أو الهدف من هذه العملية هو أمل الاستفادة من قيمتها الحالية بمقارنتها مع قيمتها وقت الشراء أو البيع، و ليس لسبب امتيازات تحصل عليها القيم محل البيع أو الشراء بمناسبة استعمالها"⁴⁵⁵.

تعني المضاربة كذلك شراء بقصد إعادة البيع و تحقيق الربح، و إن كانت قد ارتبطت بكسب غير مبرر إلا أنها تبقى أمراً طبيعياً في جميع الأسواق، خاصة في أسواق الأوراق المالية إذا بقيت في حدودها المعقولة و خضع لضوابطها الشرعية.

⁴⁵²- « Le marché secondaire ne met pas en scène les même acteurs, les investisseurs et épargnants du marché primaire deviennent sur le marché secondaire des vendeurs en face d'autre investisseurs ou épargnants qui sont acheteurs ».

PELTIER Frédéric, Marchés financiers et droit commun, op.cit, pp.05 et 06.

⁴⁵³- مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود و المال، دار الجامعة الحديثة للنشر، الإسكندرية، 2000، ص166.

⁴⁵⁴- « C'est l'achat ou vente de biens avec intention de revendre ou de rachat à une date ultérieure, lorsque l'action est motivée par l'espoir d'une modification du prix en vigueur et non par l'avantage lié à l'usage du bien ».

PLIHON Dominique, « la spéculation », in (sous la direction de) PLIHON Dominique, Les désordres de finance, Universalis, France, 2004, p.109.

⁴⁵⁵- مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود و المال، مرجع سابق، ص166.

يتمثل المضارب في الشخص الذي يتنبأ بارتفاع أو انخفاض الأسعار، فيتعامل في السوق بناء على ذلك بغرض الإستفادة من التذبذب الطبيعي للأسعار، مستعينا في تنبؤاته إلى معلومات صحيحة، و حسابات و تحاليل دقيقة لكي يستفيد شخصيا من العملية من جهة، و من جهة أخرى فإنه بموجبها يؤدي خدمة نافعة لسوق الأوراق المالية⁴⁵⁶، أما إذا تمت المضاربة دون أن يستند إلى حسابات و دراسات دقيقة و إنما اعتمادا على الصدفة و الحظ فإن العملية تنقلب و تتحول إلى مقامرة⁴⁵⁷.

تتواجد المضاربة على نوعين مضاربة مشروعة و مضاربة غير مشروعة، لا تنحصر المضاربة المشروعة في العمل الذهني فحسب بمعنى الإقتصار و الإبقاء على ملاحظة ظروف السوق و التنبؤ بأسعار متوقعة في آجال لاحقة، إنما يجب أن تتحول العملية الذهنية إلى فعل، هو التدخل بالشراء عند انخفاض أسعار السلعة محل العملية، ثم إعادة بيعها عند ارتفاعها مرة أخرى⁴⁵⁸.

تعتبر المضاربة المشروعة القوة المنشطة لسوق رأس المال فبدونها تضلّ السوق راكدة، كما أنها تحدّ من التقلبات و التموجات الشديدة في الأسعار، فتعد ضرورة اقتصادية خصوصا للبورصة، كما تساهم في إثراء المجتمعات حيث ترشد إلى الأسعار الأقرب من المنفعة القصوى، فبالتالي لا يوجد استثمار في رأس المال دون أن يشمل عنصر المضاربة⁴⁵⁹.

⁴⁵⁶ - مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود و المال، مرجع سابق، ص 166-279.

⁴⁵⁷ - يطلق عليها الفرنسيون تسمية أو مصطلح « jeu » ويسمى فاعلها « joueur » أي المقامر، و هو الشخص الذي يرغب في الشراء السريع عن طريق التعامل في البورصة دون أي علم أو خبرة خاصة، معتمدا على الحظ و الصدفة وحدهما. يغلب على المقامرة الطابع الإحتمالي المطلق، ليس لها أي هدف أو دور اقتصادي، بل تعد ضارة للسوق لما تحدثه من إرباك و مساس للسير الحسن و العادي لتكوين الأسعار.

للتفصيل أنظر: صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 279.

⁴⁵⁸ - المرجع نفسه.

⁴⁵⁹ - إن السبب الرئيسي لكل مشروع و المحرك لكل عملية إنتاج هو الربح، و تحقيقه لا يكون إلا اعتمادا على اختلاف الأسعار، فلا يمكن تجنب عنصر المضاربة فيه حيث يقتضي الأمر الشراء بأقل الأسعار و البيع بأعلى سعر، فحيث يوجد استثمار في رأس المال يوجد عنصر المضاربة.

أنظر: المرجع نفسه، ص 282.

تُدخل المضاربة غير المشروعة المضارب بأفعال من شأنها إحداث ارتفاع أو انخفاض مُصطنع للأسعار⁴⁶⁰، لسبب اعتمادها على طرق احتيالية و خداعية للتلاعب في الأسعار⁴⁶¹، و إحداث تموجات شديدة في حدودها القصوى بطريقة مفتعلة، بغرض الإستفادة من فروق الأسعار و إيقاع الآخرين في الخطأ، الأمر الذي يضرّ بالسوق بصفة عامة و التأثير على التوازن الاقتصادي⁴⁶²، خاصة أن التأثير على السوق بهدف تحقيق الربح لا يكون بسبب عاملي العرض و الطلب، بل يكون سببه الإرتفاع أو الإنخفاض المفتعل لسعر القيم المنقولة الذي يؤدي إلى قيام المسؤولية الجزائية للشخص المتسبّب في ذلك⁴⁶³.

يقول الأستاذ "محمد صالح جابر في هذا الشأن "إن أكثر الشرور هو أن تتحول السوق بأكملها إلى سوق مضاربة و يصبح الإستثمار فيها هو الإستثناء، كما أن ذلك سوف يجرّ معه حمى تضخمية تسري في كل قطاعات الإقتصاد، هذا الوضع يخلق أزمات اقتصادية جذرية يصعب التخلص عنها، و لا يكون إلاّ بإجراءات قاسية تصيب المجتمع بأسره⁴⁶⁴.

يتمثّل المستثمر في ذلك الشخص الطبيعي أو المعنوي المُتدخل في البورصة بهدف استثمار أمواله لأجل طويلة نسبياً، فيقوم بشراء الأوراق المالية لسبب ما تحققه من عوائد، فينصبّ تركيزه على توزيع العوائد التي تحققها سنوياً، في حين يتدخل الشخص المضارب بهدف الشراء لأجل البيع

⁴⁶⁰- PEZARD Alice, « Déontologie boursière », J- Cl Banque - Crédit-Bourse, fasc. 1590, p.17.

للتفصيل أنظر:

DEUAUPLANE Hubert, BORNET Jean Pierre, Les marchés financiers, op.cit, p.923.

⁴⁶¹- لقد كانت محاربة التلاعب في أسعار القيم المنقولة، من الأهداف الأساسية التي كان يسعى إليها القانون الأمريكي المتعلق بالأوراق المالية الصادر في 1933 و قانون بورصة الأوراق المالية 1934، حيث عمدت السلطات الأمريكية على مواجهة كل فعل، من شأنه أن يمسّ و يعرقل السير الحسن و المنظم لبورصة الأوراق المالية و القضاء عليه.

للتفصيل في ذلك راجع: محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص122.

⁴⁶²- صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص282.

⁴⁶³- يوجد من الفقه اعتبار كل ممارسة أو مضاربة غير مشروعة جريمة التلاعب بالأسعار. للتفصيل أنظر:

MEADEL Juliette, Les marchés financiers et l'ordre public, op.cit, p.151.

⁴⁶⁴- المضاربة بالمفهوم الإقتصادي تعني المخاطرة، فالمضاربة في البورصة تعني المخاطرة على سعر السلعة في تصفية معينة، إما مضاربة على الصعود أو على الهبوط، تقوم على التنبؤ و تحين الفرصة لتحقيق الكسب و تجنب الخسارة. للتفصيل أنظر: سمير جاب الله، "العقود الآجلة في الأسواق المالية المعاصرة و تكييفها الشرعي"، مرجع سابق، ص86.

السريع أو العكس، فبذلك تركز أهداف المضارب إلى السعي نحو المكاسب الرأسمالية، أي ارتفاع القيمة السوقية للسهم أو انخفاضها، ولا تركز على ما يحققه السهم من عائد.

إن شراء المضارب للقيم المنقولة لا يكون بنية أن تظلّ معه إلى حين موعد توزيع العوائد التي يتحصل عليها المستثمر من جراء شراءه لسنداته⁴⁶⁵، أما شراء المستثمر لسنداته يكون بعد قيامه بعملية الإدخار⁴⁶⁶، و بذلك فإن الغرض الذي يصبو إليه المدخر من خلال توظيفه لادخاره عن طريق استثماره في قيم منقولة هو جلب الربح، لأن الاستثمار في القيم المنقولة يعتبر أحد الأشكال التي تجسّد عملية التوظيف، و على ذلك فإن الإكتتاب في القيم المنقولة يشكل استثماراً يقوم به المدخر، فالمستثمر إذن هو ذلك المدخر الذي يوظف أمواله، فيعدّ مُتدخلًا ومُعاملًا فيها هدفه هو تحقيق الربح.

ضف إلى ذلك أن الأرباح المجزية التي قد يحققها المضارب يقابلها و بصفة مستمرة احتمال الخسائر الجسيمة في حالة انخفاض السعر، لذلك يجب أن يكون مستعداً لتقلّبات الأسعار إما بالزيادة فترتفع نسبة الأرباح التي يحققها أو بالانخفاض فيصاب عندئذ بخسائر⁴⁶⁷.

يتدخل المستثمر مهما كانت طبيعته في السوق كأصل عام لإستثمار أمواله، بهدف تحقيق أرباح عن طريق العوائد السنوية التي يحققها للأسهم و السندات محل الاستثمار، و لا يتدخل بهدف المضاربة لأن تحوّل السوق إلى سوق مضاربة يصبح فيها الإستثمار هو الإستثناء، فتتجرّ منه حمى تضخمية تسري على كافة قطاعات الإقتصاد⁴⁶⁸.

تتطلب الأحداث العاصفة المعاصرة في البورصات العالمية زيادة وعي المستثمر بأدوات و أساليب تحليل و تقسيم الأوراق المالية إلى أسهم و سندات، حيث تعتبر القيم المنقولة الأكثر تعاملًا فيها، و يلاحظ أن المتعاملين في البورصة خاصة في الدول النامية غير مدركين للفروق الأساسية بين الإستثمار و المضاربة و المقامرة.

⁴⁶⁵ - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 84.

⁴⁶⁶ - تعرّف الأستاذة "أرنود فالي" ARNAUND VALLE Anne الإدخار كما يلي:

« C'est un moyen de faire fructifier son argent, d'assurer la valorisation et le rondement d'un capital ». ARNAUNDVALLE Anne, La protection de l'épargne, op.cit, p.15.

⁴⁶⁷ - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني في الأسواق، رأس المال، مرجع سابق، ص 84.

⁴⁶⁸ - محمد صالح جابر، الإستثمار في الأسهم و السندات و تحليل الأوراق المالية، دار الرشيد للنشر، بغداد، 1996، ص 32.

يستند الإستثمار عادة على مفاهيم "التحليل الأساسي" بالدرجة الأولى، أما المضاربة و التي تعتمد على "التحليل الفني" فهي استثمار قصير الأجل تتكرر فيه عملية الشراء و البيع على فترات متقاربة، بغرض الحصول على أرباح رأسمالية (الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع)، أما المقامرة فهي ببساطة المضاربة التي لا تساندها معرفة بأساليب و أدوات المضاربة، و إنما تعتمد على التخمين و على سياسة القطيع (محاكاة الآخرين)، و عادة ما يُطلق على المقامرة و هي تؤدي إلى عدم رُشد السوق ارتفاع غير مبرّر في الأسعار و تدهور غير مبرر تسمية المضاربة الخبيثة⁴⁶⁹.

ثانيا - تمييز المستثمر في القيم المنقولة عن المستهلك: حظيت مسألة حماية المستهلك بعناية كبيرة من طرف الفقهاء، بعد ظهور بواذر هذا القانون بالولايات المتحدة الأمريكية بمبادرة من الرئيس كينيدي، حيث التزم بضمان الحقوق الأساسية للمستهلكين⁴⁷⁰، بدأت بعده جمعيات حماية المستهلك، ظهرت بعد ذلك مباشرة في فرنسا بشكل ملحوظ، تدخل المشرع الفرنسي بصدور قانون التوجيه التجاري و الحر بتاريخ 27 ديسمبر 1973 الذي ينص في المادة 01 منه على ما يلي: "التجارة والحرفة من أجل ترشيد وتحقيق رغبة المستهلك سواء من حيث السعر أو النوعية الخدمات والمنتجات المعروضة".

برز هذا القانون في قرارات المجلس الأوروبي و سميت بالبرنامج الأول و الثاني للتجمع في 14 أبريل 1975 و 19 ماي 1982، اعتمادا على هاذين القرارين قامت الدول الأوروبية بإصدار تشريعات متخصصة في مقاومة التعسف ضد المستهلك⁴⁷¹.

⁴⁶⁹ - ذهب الأستاذين "محمد صالح الحناوي" و "طارق الشهاوي" إلى درجة القول بأن المضاربة التي لا تعتمد على التحليل الفني لعناصر السوق و لا على الأساليب الصحيحة لها تسببت حنوف السوق.

للتفصيل أنظر: محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص11.

⁴⁷⁰ - كان ذلك بموجب المؤتمر المنعقد بتاريخ 15 مارس 1962 تحت شعار "حق السلامة و الأمن"، و يعني الأخذ بعين الاعتبار تأمين مصالح المستهلك على جميع المستويات، كحق الإعلام و حق الاختيار. نقلا عن: علي بولحية بن خميس، القواعد العامة لحماية المستهلك و المسؤولية المترتبة عنها في التشريع الجزائري، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، 2000، ص14.

⁴⁷¹ - أصدرت ألمانيا تشريع اتحادي يتعلق بمقاومة الشروط التعسفية ضد المستهلك، الواردة ضمن الشروط العامة في العقود النموذجية "عقود الإذعان" بتاريخ 09 ديسمبر 1976، ثم صدر في إنجلترا قانون خاص بالشروط المجحفة في

انتشر قانون حماية المستهلك نتيجة للتطور الإقتصادي و الخدمات في المجتمع، و تزايد المنتجات التي تزيد من فرص المخاطر التي تهدد المستهلك، مما وجب تدخل التشريعات في سن قوانين خاصة لحماية المستهلك⁴⁷²، إلا أنها لم تتعرض إلى مفهوم قانوني دقيق للمستهلك. أثار هذا المصطلح إشكالات بالرغم من أهميته، فهو معيار لتحديد الشخص المقصود بالحماية كما أن تحديد مفهومه يساعد على فهم قواعد و قوانين حماية المستهلك⁴⁷³، لم تتعرض مختلف قوانين الدول إلى مفهوم دقيق له، بل أشارت إليه في مختلف النصوص القانونية الواردة بشأنه فحسب و المتضمنة مختلف الأحكام الهادفة إلى حمايته بصفة عرضية.

نص المشرع الفرنسي في القانون رقم 22-78 المعدل على ما يلي: "يطبق القانون الحالي على كل عمليات الائتمان التي تمنح عادة للأشخاص الطبيعيين والمعنويين والتي لا يكون مخصصة لتمويل نشاط مهني..."⁴⁷⁴. لم يحدّد المشرع الفيلندي كذلك مفهوم المستهلك في القانون المتعلق بحماية المستهلك الصادر في سنة 1978، ينص في أحد مواده على ما يلي: "... يطبق هذا القانون على العلاقات التي تتم بين البائع المحترف "vendeur professionnel" والمشتري غير البائع (l'acheteur non commerçant)"⁴⁷⁵. تطرقت إليه التوجيه الأوروبية الصادرة في 20 ماي 1997 المتعلقة بحماية المستهلك في مجال التعاقد عن بعد، دون أن تحدّد هي أيضا تعريفا له⁴⁷⁶.

العقد، ثم صدر القانون الفرنسي رقم 78-23 مؤرخ في 10 جانفي 1978، ثم تلاه في لوكسمبورغ صدور قانون خاص بالحماية القانونية للمستهلكين، صدر بتاريخ 25 أوت 1983، ثم قانون حماية المستهلك بتاريخ 16 جوان 1983. صدر في البرتغال القانون رقم 446-85 بتاريخ 25 أكتوبر 1983 بهدف حماية المستهلك، ثم في هولندا قانون حماية المستهلك بتاريخ 18 جوان 1987، و في بلجيكا قانون تنظيم ممارسة و إعلام المستهلكين في 14 جانفي 1994. أنظر في ذلك: علي بولحية بن خميس، القواعد العامة لحماية المستهلك و المسؤولية المترتبة عنها في التشريع الجزائري، مرجع سابق، ص14.

⁴⁷² - المرجع نفسه، ص15.

⁴⁷³ - بودالي محمد، الحماية القانونية للمستهلك في التشريع الجزائري، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في القانون، كلية الحقوق، جامعة سيدي بلعباس، 2002-2005، ص09.

⁴⁷⁴ - المادة 05 من قانون الفرنسي رقم 78-22، المتعلق بحماية المستهلك.

⁴⁷⁵ - LANCIN Bernard, La protection du consommateur en Filande, Revus international de droit comparé, Vol 32, N° 02, 1980, p.374.

⁴⁷⁶ - تنص المادة 05 التوجيه الأوروبية الصادرة في 20 ماي 1997 المتعلقة بحماية المستهلك في مجال التعاقد عن بعد على ما يلي: "يعتبر كل شخص طبيعي يتصرف خارج نشاطاته المهنية مستهلكا". نقلا عن:

لم يظهر قانون حماية المستهلك في الجزائر إلاّ بصدور قانون 89-02 المؤرخ في 27 فيفري 1989⁴⁷⁷، إلاّ أنه لم يُورد المشرع تعريفاً للمستهلك، تدارك الأمر بعد ذلك بموجب المرسوم التنفيذي رقم 90-39 المتعلق بمراقبة الجودة و قمع الغش⁴⁷⁸، فعرفته المادة 02 فقرة 09 منه كما يلي: "المستهلك هو كل شخص يقتني بئمن أو مجانا منتوجا أو خدمة معدين للإستعمال الوسيطى والنهائى لسد حاجاته الشخصية أو حاجة شخص آخر...".

تم إصدار القانون رقم 04-02 مؤرخ في 23 جانفي 2004⁴⁷⁹ بعد ذلك ليُحدد مفهوم المستهلك في المادة 03 منه، حيث تنص الفقرة الثالثة منه على أن "المستهلك هو كل شخص طبيعى أو معنوي يقتني سلعا قُدمت للبيع أو يستفيد من خدمات عرضت ومجردة من كل طابع مهني".

أورد القانون الجزائري رقم 09-03⁴⁸⁰ يتعلق بحماية المستهلك الصادر سنة 2009 تعريفا للمستهلك في المادة 03 فقرة 02 منه كما يلي: "المستهلك هو كل شخص طبيعى أو معنوي يقتني بمقابل أو مجانا سلعا أو خدمة، موجّهة للإستعمال النهائى من أجل تلبية حاجاته الشخصية أو تلبية حاجة شخص آخر أو حيوان متكفل به"، يلاحظ أن هذا التعريف قريب جدا مما ورد في المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 90-39 يتعلق بمراقبة الجودة و قمع الغش المشار إليها أعلاه.

DEMANGE Natalie, FINK BEINER (B), SCHULZ, Protection des consommateurs en matière des contrats à distance, www.conso-france.org.

⁴⁷⁷ - قانون رقم 89-02 مؤرخ في 07 فيفري 1989 يتعلق بالقواعد العامة لحماية المستهلك، ملغى بموجب القانون رقم 09-03 مؤرخ في 29 فيفري 2009، يتعلق بحماية المستهلك و قمع الغش، ج ر ج د ش عدد 15، صادر سنة 2009.

⁴⁷⁸ - مرسوم تنفيذي رقم 90-39 مؤرخ في 30 جانفي 1990، يتعلق برقابة الجودة و قمع الغش، ج ر ج د ش عدد 05، صادر سنة 1990، معدل و متم بالمرسوم التنفيذي رقم 01-315 مؤرخ في 16 أكتوبر 2001، ج ر ج د ش عدد 61، صادر في 21 أكتوبر 2001.

⁴⁷⁹ - قانون رقم 04-02 مؤرخ في 23 جوان 2004 يحدد القواعد المطبقة على الممارسات التجارية، ج ر ج د ش عدد 41، صادر في 27 جوان 2004، معدل و متم بالقانون رقم 10-06، مؤرخ في 15 أوت 2010، ج ر ج د ش عدد 46، صادر في 18 أوت 2010.

⁴⁸⁰ - قانون رقم 09-03 مؤرخ في 25 فيفري، 2009 يتعلق بحماية المستهلك و قمع الغش، ج ر ج د ش عدد 15، صادر في 08 مارس 2009.

يعتبر مستثمرا في الأوراق المالية بمعنى آخر كل شخص أو هيئة خاصة أو عامة قامت بإجراء الإكتتاب في القيم المنقولة عند إصدارها في السوق الأولية أو عند شرائها في البورصة وقت تداولها⁴⁸¹، و على هذا الأساس تساعل البعض عن مدى ارتباط المستثمر بفئة المستهلكين و مدى اعتبار المستثمر مستهلكا للأوراق المالية، تناقضت وجهات النظر بين القضاء والفقهاء الفرنسي فلم يتخذا موقف واحد.

اعترفت محكمة الإستئناف بباريس بصورة ضمنية بقابلية تطبيق أحكام قانون الإستهلاك على مؤدي خدمات الإستثمار في قرار صادر منها بتاريخ 26 مارس 1999، كان هذا الإعتراف الضمني إثر قضية عرضت عليها حيث رفع المستثمر مسؤولية مؤدي خدمات الإستثمار الذي تعامل معه، مؤسسا طلبه على المادة 111 فقرة 01 من القانون المتعلق بالإستهلاك، التي تنص على أنه يجب أو يوضع كل مهني بائع للسلع أو مؤدي لخدمات للمستهلك و قبل إبرام العقد السمات الأساسية للسلعة أو الخدمة⁴⁸².

اتخذ القضاء الفرنسي على هذا الأساس المستثمر مركز المستهلك آنذاك بالتالي وجوب حمايته لأن هذه الحماية مقررة قانونا، كما اعتبر الأوراق المالية محل العملية تلك السلعة أو الخدمة التي قدمها البائع مؤدي خدمات الإستثمار، و الذي هو في مركز المدعى عليه في القضية المطروحة أمامه، و التي يجب أن يوضح سماتها الأساسية.

لقي هذا القرار رفضا و استنكارا كبيرا من طرف الفقهاء طالبين استبعاد تطبيق أحكام قانون الإستهلاك، على العمليات التي تقع عند الإستثمار في الأوراق المالية، حيث رفض غالبية الفقهاء فكرة تكييف المستثمر ووضعه في مركز المستهلك، مبررين موقفهم على الإعتماد على اعتبارين أو حجتين أساسيتين هما محل العقد و سبب العقد.

الحجة الأولى: ترتكز هذه الحجة و تعتمد على محل العقد، حيث لا ينصب محل العقد المبرم في مجال استثمار الأوراق المالية على الأمور الإستهلاكية (des biens de consommation) و إنما

⁴⁸¹- DEVAUPLANE Hubert, BULL, July Bourse, Septembre-octobre, 1999, p.461.

BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, pp. 652 et 653.

⁴⁸² - جاء نصها كما يلي:

« Tout professionnel vendeur de bien ou prestataire de services, doit avant la conclusion du contrat, mettre le consommateur en mesure de connaître les caractéristique essentielles du bien ou du service , www.legifrance.gouv.fr

على الأدوات المالية (instruments financiers)⁴⁸³، هذه الأخيرة رغم تسميتها بالمنتجات المالية (produits financiers) إلا أنها تبقى غير قابلة للإستهلاك، فهي تستعمل قصد ممارسة عملية المضاربة أو في سبيل الإستثمار فيها فقط، على خلاف عقد الإستهلاك الذي يكون محله مواد تستعمل من أجل الإستهلاك المباشر و اليومي.

الحجة الثانية: إن سبب إبرام عقد الإستهلاك هو تلبية و إشباع رغبة و حاجة المستهلك، يمكن أن تتمثل هذه الرغبة في المضاربة، أو الإدخار أو التوظيف، هذا إلى جانب رفض فكرة إدخال "السعي المصفي" (le démarchage financier) ضمن تقنين الإستهلاك و هي مسألة تترجم نيّة و إرادة المشرع في استبعاد واجتتاب كل خلط أو تشابه بين المصطلحين (المستثمر و المستهلك) بالتالي بين عملية الإستثمار من جهة و عملية الإستهلاك من جهة أخرى، بالرغم من اشتراك كل من المفهومين في الوظيفة المخوّلة لهما، فكلاهما يهدفان إلى وضع استراتيجية حامية و وقائية قصد فعالية و نجاعة السوق، لكن مع إتباع خطوات و إجراءات مختلفة⁴⁸⁴.

تأخذ حماية المستهلك أساسا شكل صراع ضد اللاتوازن القائم بين الخواص من جهة و المحترفين من جهة أخرى، و ما زاد تشدد هذه الوضعية و تفاقمها في النصف الثاني من القرن العشرين هو ارتفاع حجم المؤسسات، و تعدد و كثرة المنتجات و الخدمات و تطور القـروض و عالم التسويق.

نظمت قواعد قانون الإستهلاك حماية المستهلك ضد المتعاقد أي ضد المحترف، بينما نظمت الحماية في مجال الإستثمار ضد مخاطر السوق، فيعدّ اللجوء إلى المحترفين والمهنيين عند شراء أوراق مالية عن طريق الإلتزام القانوني بالوساطة، بمثابة أحسن الضمانات لحماية حقوق المستثمرين⁴⁸⁵.

يتشابه المستثمر بالمستهلك إلى درجة معينة في كونهما الطرف الضعيف في العملية، بالرغم من وجود أحكام و قوانين و أجهزة تسهر على تحقيق الحماية المكفلة لكل منهما مع اختلاف مجال

⁴⁸³ - BONNEAU Thierry, DRUMMEND France, Droit des marchés financier, op.cit, p.625.

⁴⁸⁴ - تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري...، مرجع سابق، ص42.

⁴⁸⁵ - BONNEAU Thierry, DRUMMEND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p.625.

انتمائهما، فيكون المستمر على استعداد دائم لتحمل درجة معقولة من المخاطرة على أمل الحصول على عائد معقول يتمثل في توزيعات أرباح و إيرادات⁴⁸⁶.

لا يمكن أن يكون المستثمر بنفس نسبة الحماية التي تقرر للمستهلك، لأن هذا الأخير يجهل مخاطر استعماله للمنتج الذي قام بشرائه لاستعماله الشخصي بالرغم من مراعاة قواعد الوشم و احترام قواعد الجودة من المنتجين للسلعة، خاصة أنه يُعبر عنها بموجب أرقام و معادلات لا يفهم فيه أحيانا إلا المختصين في مجال الكيمياء.

المطلب الثاني

أنصاف المستثمرين في القيم المنقولة و التزاماتهم

يتوقف نشاط الأوراق المالية على دعامة أساسية تتمثل في الرابط الموجود بين حلقتيها المتمثلتين، في حلقة الفائض المالي من جهة و هم المدخرون، و حلقة العجز المالي من جهة أخرى و هم مصدرو الأوراق المالية، بغرض سد حاجاتهم المالية اللازمة لتمويل مشاريعهم الاستثمارية⁴⁸⁷. يقاس نشاط الأسواق المالية وتطورها، بنسبة حركة الأوراق المالية المتداولة فيها، تكون دون جدوى بدون وجود مدخرين، اكتسبوا صفة المستثمرين عند خوضهم في سوق الأوراق المالية عن طريق شرائهم قيما منقولة باختلاف نوع السند الذي تم اقتناؤه، سواء كانت أسهم أو سندات أو غيرها⁴⁸⁸.

⁴⁸⁶ - إرشاد فؤاد التميمي و عزمي أسامة، الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص20.

⁴⁸⁷ - عاشور عبد الحميد عبد الجواد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص.92 و93.

⁴⁸⁸ - توجد أنواع أخرى من القيم المنقولة إلى جانب تلك المذكورة في الفصل الأول من هذه الدراسة تتمثل في حصص التأسيس، تسمى كذلك حصص المستفيدين، تصدرها الشركات لمكافئة الخدمات المؤداة لفائدتها، تخول لأصحابها نصيباً قازاً أو نسبياً من أرباح الشركة. أنظر: نبيل عبد الله، "أسهم الشركات"، مجلة القضاء و التشريع، تونس، عدد 10، السنة السابعة و الثلاثون، ديسمبر 1995، ص46. للتفصيل أنظر:

ARCHAMBULT ANNE-Laure, La nature juridique des valeurs mobilières, op.cit, p.p.141 et 142.

اختلف الفقهاء في تحديد الطبيعة القانونية لمركز أصحاب حصص التأسيس، فمنهم من اعتبروهم شركاء في الشركة و لو أن حصتهم فيه لا نقدية و لا عينية إنما اعتبارية غير قابلة للتقييم. للتفصيل أنظر: مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، ص239، و منهم من اعتبروهم مجرد دائنين لا غير يتمثل حقهم في الحصول على نصيب من أرباح الشركة.

يرتكز السير السليم لسوق رأس المال على التلاقي الحر لحركة العرض و الطلب، التي تحتكرها أوامر البورصة الواردة من العملاء، و التي يكون موضوعها بيع أو شراء قيم منقولة⁴⁸⁹ بهدف الحصول على فوائد، لأن الإستثمار في القيم المنقولة عادة ما يدر عائدا. تختلف نسبة الفوائد أو الأرباح التي يبلغها الإستثمار في الأسواق المالية باختلاف نوع الورقة المالية المستثمر فيها من جهة، و في نوع المستثمر فيها و خبرته و كفاءته في هذا المجال (فرع أول) من جهة أخرى، فقد يجني المستثمر المحترف فيها أموال طائلة في أوقات زمنية محدودة لذلك وضعت مختلف القوانين التزامات تقع عليه، حماية منها للسوق و للمستثمر الصغير (فرع ثان)، كونه الطرف الضعيف في الأسواق المالية لقلة خبرته في هذا المجال.

الفرع الأول

أصناف المستثمرين في القيم المنقولة

غالبا ما يكون العائد المتحصل عليه من الإستثمار في الأوراق المالية غير مؤكد و عرضة للتقلبات، يمثل مقدار الإضافة المتوقعة للثروة و الدخل خلال فترة زمنية مقبلة، و طالما أن هذا العائد يتعلق بالمستقبل فهو غير مؤكد حيث يحمل مقدار من المخاطر⁴⁹⁰، يختلف باختلاف خبرة و تجربة المستثمر في عملية بيع و شراء القيم المنقولة في السوق الأولية، أو في البورصة أو كونه شخص عادي يفتقر لهذه الثقافة.

أنظر: عبد الحكم فوده، شركات الأموال و العقود التجارية، مرجع سابق، ص45. و عباس مرزوق فليح العبيدي، الإكتتاب في رأس مال شركات المساهمة، مرجع سابق، ص74.
حظر المشرع الجزائري إصدار حصص التأسيس، يظهر ذلك من المادة 699 من القانون التجاري لسنة 1975 قبل تعديله التي تنص على ما يلي: "يحظر إصدار السندات و حصص الأرباح و حصص التأسيس من تاريخ العمل بهذا القانون". أكد على هذا الحظر بموجب المادة 715 مكرر 31 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، مرجع سابق، التي تنص على ما يلي: "يحظر إصدار حصص المستفيدين أو المؤسسين تحت طائلة تطبيق العقوبات المنصوص عليها في المادة 181 أدناه"

⁴⁸⁹ - مروان مصطفى شموط ، "العوامل المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد في سوق عمان"، منشور على

الموقع: www.google.dz

⁴⁹⁰ - بوريشة منير، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2007، ص 193.

ظهر مبدأ التفرقة و التمييز بين المستثمرين تدريجيا، ظهرت بواده في البداية في المحاكم الفرنسية، ثم اعتنقته مختلف النصوص التشريعية الفرنسية المتعلقة بالأسواق المالية ليجد مكانه ضمن أحكامها(أولا)، ثم أخذت به مختلف قوانين دول العالم و التي من بينها القانون الجزائري(ثانيا).

أولا- أصناف المستثمرين في القانون الفرنسي: فرض مبدأ التمييز والتفرقة بين المستثمرين نفسه أمام القضاء و في القانون بهدف حماية المستثمر، تتجلى هذه الحماية في تحسين إعلامهم عن طريق وضع تحت تصرفهم كل المعلومات المتعلقة بالسندات المالية التي تصدرها مختلف الشركات، و تطوير بعض الشكليات و الإجراءات بهدف مساعدتهم لفهم أحسن للسوق التي يستثمرون فيها أموالهم، لكن دون إعاقة سير العمليات التي تتم بين المهنيين المحترفين في هذه السوق⁴⁹¹.

ينقسم المستثمرون في القانون الفرنسي إلى عدة أصناف و هي:

1- المستثمر الواعي Investisseur averti: ظهرت فكرة المستثمر الواعي في فرنسا، تم إنشاءها من القضاء الفرنسي، في إطار اجتهاده في القضايا المتعلقة بالنزاعات القائمة بشأن مسؤولية الوسطاء الماليين، الذين لم يحترموا الإلتزامات الواردة على عاتقهم، المتعلقة بتغطية العمليات الملتزمين بتنفيذها بمناسبة ممارستهم لمهامهم⁴⁹².

أكد القضاء الفرنسي بذلك على التزام الوسطاء الماليين بإعلام زبائنهم أو عملائهم، بكل المخاطر التي تتعرض لها استثماراتهم في السوق المالية، إلا أن محكمة النقض الفرنسية وضعت حدّ لهذا الإلتزام، فلم يعد يُفرض على عاتق الوسيط في عمليات البوصة إلا اتجاه العميل أو الزبون المستفيد من خدمات الإستثمار الذي لا يملك التجربة و لا الخبرة المهنية في مجال الإستثمار في سوق القيم المنقولة عن طريق شراءه أو بيعه للأوراق المالية⁴⁹³.

⁴⁹¹- BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, 3^{ème} édition, Paris, 2012 , p.654.

⁴⁹²- « La notion d'investisseur averti a été créée par la jurisprudence dans le cadre du contentieux de la responsabilité d'intermédiaires financiers n'ayant pas respecté l'obligation de couverture des opérations à terme ».

Ibid, p.655.

⁴⁹³- C. Cassation chambre commercial, pourvoir n°89-18005 mardi 15 novembre 1991, www.legifrance.gouv.fr

بمعنى آخر فبعدما فرضت المحاكم الفرنسية التزام الوسيط بإعلام كل المستثمرين في السوق المالية، مهما كانت صفتهم و نوعهم و درجة وعيهم في مجال الإستثمار في الأوراق المالية، فإن محكمة النقض حصرت دائرة المستثمرين الواجب إعلامهم بمخاطر الإستثمار في المستثمرين الذين لا يملكون الخبرة و التجربة في هذا المجال فحسب، و أقصت من هذه الدائرة فئة المستثمرين الذين لهم الخبرة و المعرفة في مجال الإستثمار في سوق الأوراق المالية⁴⁹⁴، و بهذا ظهر إلى الوجود فكرة و مصطلح المستثمر الواعي أو الذكي (l'investisseur averti).

ساهم الإجتهد القضائي في ظهور فكرة المستثمر الواعي إلا أن مجال استعماله كان ضيق من طرف قضاة الموضوع و كذلك من محكمة النقض الفرنسية، فضلوا بصفة عامة استعمال عبارات أخرى للدلالة على خبرة و معرفة العميل للمخاطر التي تتعرض لها عمليات بيعه و شراؤه للقيم المنقولة في الأسواق المالية، علما أن هذه المعرفة يمكن كشفها و استنتاجها من تجربة المستثمر و كفاءته المهنية في الأسواق المالية⁴⁹⁵.

بالرغم من التكريس التشريعي للالتزام مؤدي خدمات الإستثمار بالإعلام في قوانين متعددة⁴⁹⁶، إلا أنه لم يُلتَمَس مصطلح "المستثمر الواعي" في أي من أحكامها، فكانت تُشير إلى هذا المفهوم عن طريق استعمال عبارة "الكفاءة المهنية للزبون" compétence professionnel du client⁴⁹⁷، و بقيت فكرة المستثمر الواعي تأخذ معنى فئة جنيصة، لتشمل المستثمرين المؤهلين و الأشخاص الطبيعية و المعنوية⁴⁹⁸.

⁴⁹⁴- BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p.654.

⁴⁹⁵- « L'expression de l'investisseur averti n'est pas pour autant consacrer, les juges du fonds comme la cour de cassation préfèrent en général utiliser des prés phrases exprimant la connaissance, par le client, des risques présentés par l'opération spéculatives, cette connaissance peut être relevée par l'expérience la compétence professionnelle de l'investisseur». Ibid, p.655.

⁴⁹⁶- نذكر من بينها:

- La loi de MAF du 02 juillet 1996 transposant la directive service d'investissement de 1993.

- L'article L533-4 du code monétaire et financier.

- Les articles 3-3-5 et 3-3-7 de l'arrêté du 29 juillet 1998 relatif au règlement général du CMF.

⁴⁹⁷- BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p.655.

⁴⁹⁸- « La notion d'investisseur averti a survécu comme catégorie générique, englobant les investisseurs qualifiés et la personne physique et morale ».

للتفصيل أنظر:

DROUIN François, « Investisseurs professionnels », www.arkeon-it-pne.fr

2- المستثمر العادي Investisseur profane: المستثمر العادي هو المستثمر غير الواعي، غير المؤهل، و غير المؤسسي، هو المستثمر الخاضع للقانون العام "القانون العادي" و لمجمل أحكام القانون المالي، يتمثل كذلك في المستثمر الذي يستفيد من الحماية المقررة له تدريجياً، عن طريق تقوية التزام تقديم المعلومة له، الذي يقع على عاتق مقدمي خدمات الإستثمار و مصدري القيم المنقولة، و كذا من ظهور بعض الشكليات⁴⁹⁹.

يتمثل المستثمر العادي كذلك في المستثمر الذي يستفيد من الإلتزام بالإعلام الذي يقع على عاتق المصدر و كل مقدمي خدمات الإستثمار⁵⁰⁰، و بالقراءة الذكية لمصطلح الواعي فإن المستثمر العادي هو عكس هذا الأخير، و باعتبار المستثمر الواعي هو ذلك المستثمر الذي يتمتع بالخبرة والتجربة و الكفاءة في مجال الإستثمار في الأوراق المالية.

يعني المستثمر العادي إذن المستثمر الذي لا يمتلك التجربة ولا يتمتع لا بالخبرة و لا بالكفاءة المهنية في مجال الإستثمار في الأوراق المالية، لذلك قُدرت له حماية قانونية عن طريق إيقاع على عاتق الوسيط و باعتبار وساطته إلزامية في كل العمليات التي تقع على القيم المنقولة. يتمثل التزام الوسيط في إعلامه و توصيل له كل المعلومات المتعلقة بالقيم المنقولة محال تعامل في البورصة، و عن كل المخاطر التي قد يقع فيها أو قد تواجه العمليات المالية التي يرغب المستثمر العادي القيام بها، لذلك هناك من الفقه من قسّم المستثمر العادي إلى مستثمر فردي إيجابي و مستثمر فردي سلبي⁵⁰¹.

⁴⁹⁹ - « L'investisseur profane : c'est celui qui n'est ni averti ni qualifié, ni institutionnel . C'est l'investisseur de « droit commun », soumis à l'ensemble des dispositions du droit financier, et bénéficiant de la protection instaurée progressivement par le renforcement des obligations d'information mise à la charge des prestataires ou des émetteurs et l'avènement d'un certain formalisme ». BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p.431.

⁵⁰⁰ - نصيرة تواتي ، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري، مرجع سابق، ص47.

⁵⁰¹ - يتمثل المستثمر الفردي الإيجابي في المستثمر الذين يدخل إلى السوق بغرض الإستثمار الطويل الأجل، و يهتم بالربحية التي تحققها الشركات توزيعها، فيكون الإستثمار هنا مبنياً على التدفقات النقدية (الأرباح الموزعة) كان أساس السوق في القديم، لكن مع وجود المضاربة و زيادتها في العقدين الأخيرين ظهر المستثمر الفردي السلبي و هو المستثمر الذي يُؤثر سلبياً على السوق و الإقتصاد ككل.

للتفصيل أنظر: ياسين عبد الرحمان الجعفري "ما الفرق بين المستثمر المؤسسي والفردي؟" صحيفة المدينة، على الموقع:

www.al-madina.com

3- المستثمر المؤهل Investisseur qualifié : يعد أصل فكرة المستثمر المؤهل إلى الولايات المتحدة الأمريكية، انتقلت بعد ذلك إلى فرنسا و تم إدخالها ضمن المنظومة التشريعية لها، فأول ظهور لفكرة المستثمر المؤهل كان بموجب القانون الصادر في 02 جويلية 1998⁵⁰² و ذلك في إطار إعادة تعريف للإعلان العلني للإدخار (l'appel public à l'épargne). أصبح بذلك مفهوم المستثمر المؤهل أحد مظاهر الإستثمار الخاص (placement privé)⁵⁰³ حيث ورد تعريف له في أحكام الفقرة الثانية من المادة 411 من التقنيين المدني و المالي الفرنسي، و اعتبرت المستثمر المؤهل "ذلك الشخص أو الكيان الذي يتمتع بصلاحيات وإمكانات لازمة لتفادي المخاطر المتعلقة بالعمليات الواردة على الأوراق المالية"⁵⁰⁴.

وردت تعاريف أخرى للمستثمر المؤهل نذكر منها كونه: "المستثمر المهني الذي عادة ما يكون مؤسساتي، لا يستفيد بحماية كافية من سلطات البورصة، و لاكتساب المستثمر صفة المستثمر المؤهل في فرنسا يجب أن يستجيب لبعض المعايير تتعلق بمعرفتهم للأدوات المالية، و اعتيادهم على الإستثمار، و كذا حجم محفظتهم المالية"⁵⁰⁵.

تم تكريس مفهوم المستثمر المؤهل في القانون الفرنسي في عدة نصوص قانونية نذكر منها المرسوم رقم 98-880 المؤرخ في 01 أكتوبر 1998⁵⁰⁶، تم فيه سرد أنواع المستثمرين المؤهلين

⁵⁰²- Drouin François, « investisseurs professionnel », op.cit, p.01.

⁵⁰³- BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p.556.

⁵⁰⁴- « **Un investisseur qualifié est une personne ou une entité disposant des compétences et des moyens nécessaire pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers** ».

L'article L 411-2 du code monétaire et financier modifié par l'ordonnance n°2004-559 du 30 mai 2004, www.legifrance.gouv.fr

⁵⁰⁵- « L'investisseur qualifié est investisseur financier professionnel, (généralement institutionnel) qui bénéficie de ce fait d'une protection moindre de la part des autorités boursières.

Les investisseurs doivent remplir certain critère en France portant sur leur connaissance des instruments financiers, leur pratique régulière de l'investissement et la taille de leur portefeuille d'actif financiers ».

Lexique financier, www.lesechoos.fr

⁵⁰⁶- Décret n°98-880 du 1^{er} octobre 1998 portant applications de l'article 06 de l'ordonnance n°67-833 du 28 septembre 1967 modifiée instituant une commission de opérations de porteurs des valeurs mobilières et à la publicité des opérations de bourse, www.legifrance.gouv.fr

بموجب المادة 01 منه⁵⁰⁷، و في التعليمات المسماة « prospectus » التي تحمل الرقم CE71/203/الصادرة بتاريخ 04 نوفمبر 2003⁵⁰⁸، متعلقة بإعفاء مصدر القيم المنقولة من الإلتزام بنشر المنشور الحامل للمعلومات المتعلقة بالإصدار، في حالة عرض محدد لإدخار المستثمرين المؤهلين، و بذلك تقصى الأشخاص الطبيعية من دائرة المستثمر المؤهل⁵⁰⁹.

تم توسيع دائرة المستثمرين المؤهلين بعد ذلك، بموجب صدور المرسوم المؤرخ في 16 ماي 2006، بإدخال المستثمر الشخص الطبيعي و إدراجه في قائمة المستثمرين المؤهلين، و بمفهوم أحكام هذا المرسوم يعتبر المستثمر المؤهل بصفة عامة:

- كل شخص معنوي يستجيب إلى شرطين من الشروط التالية:
- أن يكون رأس ماله الصافي أكثر من 02 (اثنان) مليون أورو.
- أن يكون رقم أعماله أكبر من 40 مليون أورو.
- أن تبلغ ميزانيته أكثر من 20 مليون أورو.
- كل شخص معنوي يمتلك أكثر من 500.000 أورو في محفظته المالية شرط أن يكون مستثمر دائم، وقائم بعدة عمليات بيع وشراء لمدة تزيد عن سنة كاملة⁵¹⁰.

⁵⁰⁷- « I- Sont des investisseurs qualifiés au sens II de l'article 6 de l'ordonnance 28 septembre 1976 survivées lorsqu'ils agissent pour compte propre.

1 Les établissements de crédit et compagnies financiers mention respectivement à l'article 18 et à l'article 72 de la loi Du 26 janvier 1984 survivée ;

2- Les institutions et service mentionnée à l'article 8 de la loi 24 janvier 1984.

3- Les entreprises d'investissement motionnées à l'article 7 de loi du 27 juillet 1996 survivée ;

4- Les sociétés d'investissement régie par l'ordonnance du 02 novembre 1945 susvisée ;

5- Les sociétés d'assurance et de capitalisation aussi que les sociétés de réassurance régie par le code des assurances.

6- Les institutions de prévoyance régit par le code de sécurité social ;

7- La caisse d'amortissement de la dette sociale par l'article 1^{er} de l'ordonnance du 24 janvier 1996 susvisée... », www.legifrance.gouv.fr

⁵⁰⁸- تم تعديل هذه التعليمات في سنة 2010 بموجب التعليمات الخاصة رقم UE/73/2010

⁵⁰⁹- أكد على ذلك نص المادة 211-3 من النظام العام لسلطة السوق الفرنسية.

أنظر في ذلك:

Investisseur qualifié qu'est -ce ?, www.borsorama.com

⁵¹⁰- FAZI Nisar, « Investisseur financier, professionnel, qualifier et averti (définition) », Economie circulaire du 03/12/2016 , www.rachet du credit.com.

كرس المشرع الفرنسي مفهوم المستثمر المؤهل كذلك في القانون الصادر سنة 1998، تم بموجبه إعفاء المصدرين من الإلتزامات المعقّدة و الثمينة، التي تقع على عاتقهم من جراء عملية الإعلان العلني للإدخار، عندما يكون هذا الإعلان موجّه إلى مستثمرين يتمتعون بمعرفة كافية في مجال الإستثمار في الأدوات المالية (أي المستثمرين المؤهلين)⁵¹¹.

عملا بأحكام المرسوم الصادر في 2006 قامت شركة ArkeonFinance الفرنسية بتعريف المستثمر المؤهل بمناسبة تقسيمها لزيائنها كما يلي: "هو المستثمر الواعي" بالنظر إلى طريقة سير الأسواق المتعلقة بالأدوات المالية، حيث يكون فيه حق إعلامه مُجحف فيه، لكونه يتمتع بالمعرفة الكافية بشأن الإستثمار في هذا المجال، خاصة معرفته للمخاطر المتعلقة بالعملية و بالنظر إلى إمكانياته المالية التي تسمح له بمواجهة الخسائر التي قد تلحقه⁵¹².

ينقسم المستثمر المؤهل حسب بعض الأساتذة الذين نذكر من بينهم "بونو تيري" **BONNEAU Thierry** و "دريمو فرانس" **DRUMMOND France** إلى نوعين من المستثمرين: المستثمر المؤهل بطبيعته، و المستثمر المؤهل بناء على تصريح أو إعلان.

أ- **المستثمر المؤهل بطبيعته Investisseur qualifié par nature**: يعتبر المستثمر المؤهل مستثمرا مؤهلا بطبيعته عندما يكون المستثمر مؤهلا و محترفا في مجال الإستثمار، نذكر من بين هؤلاء المستثمرين مؤسسات القرض، بنك فرنسا، الخزينة العامة، شركات التأمين، و شركات الإستثمار و غيرها⁵¹³، و بذلك تكون قد حصرت المستثمرين المؤهلين بحسب طبيعتهم في

⁵¹¹ - Investisseur qualifier qu'est-ce ?, www.boursorama.com .

⁵¹² - « La catégorie de client professionnel réputé « averti » c'est-à-dire au fait du fonctionnement des marchés financiers un tel client voit son droit à informations réduit car il est présumé s'engager en connaissance de cause, et en particulier en ayant conscience des risques encourus.

Il est également présumé disposer d'une surface financière lui permettant de faire face à d'éventuelles pertes », <https://www.arkeon-it-pne.fr>

يلاحظ بأن هذا المفهوم يدمج كل من المستثمر المؤهل الشخص الطبيعي و الشخص المعنوي.

تعرف أدبيات العلوم المالية المستثمر المؤسسي على أنه مؤسسات استثمارية، كصناديق التقاعد، و شركات التأمين، صناديق الإستثمار، تهدف بشكل رئيسي إلى إدارة و تنمية استثماراتها و استثماراتها عن طريق ضخها في قنوات استثمارية مختلفة، من أهمها الأسواق المالية. للتفصيل أنظر: محمد بن ناصر الجديد، "المستثمر المؤسسي و الدور الإيجابي في

الأزمات المالية الإقتصادية"، جريدة العرب الإقتصادية الدولية، منشور على الموقع: www.ale.qd.com

⁵¹³ - تواتي نصيرة، ضبط القيم المنقولة الجزائري...، مرجع سابق، ص46.

الأشخاص المعنوية فقط.

تكتسب الأشخاص المعنوية هذه الصفة عند عملها لحسابها الخاص، إلا أنه يمكن أن تكون مستثمرا مؤهلا بطبيعته عند عملها لحساب الغير شرط أن يكون هذا الأخير مستثمرا مؤهلا كذلك⁵¹⁴، حددتها المادة 533-11-1 من القانون النقدي و المالي الفرنسي، ينطبق على المؤسسات المالية التي تمارس أو تقوم بعمليات تدرجها أوتوماتيكيا بين المستثمرين المؤهلين، و حسب شركة Arkeon Finance يتمثل المستثمر المؤهل بطبيعته حسب تقسيمها المؤسسات التالية: شركات التأمين، المؤسسات المالية، هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، صناديق التقاعد⁵¹⁵.

ب-المستثمر المؤهل بناء على تصريح **Investisseur qualifié par declaration**:

تشمل هذه الفئة الأشخاص المعنوية المحددة قانونا و التي تعمل لحسابها الخاص، فحسب المادة 2/01 من القانون النقدي و المالي فإنه يأخذ صفة المستثمرين المؤهلين بناء على تصريح بموجب قرار من مجلس إدارتها le conseil d'administration أو من مجلس المديرين le directoir أو مسيريها les gérants المؤسسات التالية:

- شركات الإستثمار.
- المؤسسات المالية للتجديد.
- الشركات التجارية التي تفوق ميزانيتها مليار فرنك فرنسي.
- مؤسسات عمومية الوطنية ذات الطابع الصناعي والتجاري و التي تكون سنداتها قابلة للتداول في سوق منظمة لأي دولة عضو في الإتحاد الإقتصادي الأوروبي⁵¹⁶.

⁵¹⁴ - تواتي نصيرة، ضبط القيم المنقولة الجزائري...، مرجع سابق ، ص 47.

⁵¹⁵ - Le client professionnel par nature dont la liste est définie par l'article D 533-11-1 du code monétaire et financier, cette qualification s'applique à un établissement dont l'activité même le range automatiquement dans les clients professionnels. on y trouve notamment les établissements financiers, les entreprises d'assurance, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, les caisses de retraite etc. ».

ARKEON finance, Société de bourse, www.arkeon-it-pne.fr

⁵¹⁶ - « II- Ils sont également des investisseurs qualifiés au sens II de l'article 6 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 survisée , lorsqu'ils agissent pour compte propre, et à partir du jour de la publication du bulletin des annonces légales obligatoire d'une décision prise en ce sens, par le conseil d'administration, par le directoire ou par le ou les gérants :

1° les sociétés de capital-risque mentionné à l'article 1^{er} de la loi du 11 juillet 1972 ;

2° Les sociétés financières d'innovation mentionnée au III de l'article 4 de la loi 11 juillet 1972 susvisée ;

4- المستثمر المؤسسي Investisseur institutionnel : يعرف المستثمرون المؤسسيون في المجال المالي تحت تسمية "Zinzins"⁵¹⁷ أو تسمية كبار المستثمرين " grand investisseurs"، فهم غالبا ما يكونوا مساهمين لآجال طويلة، بإمكانهم توظيف مبالغ تعادل الملايير من الأورو.

يهدف المستثمرون المؤسسيون إلى توفير الأمان و الإستقرار لاستثماراتهم، يلعبون دور اقتصادي هام و ذلك عن طريق تمويل المشاريع الكبرى و المختلفة خاصة العمومية منها، و من أهمها في فرنسا ما يدعى ب la caisse des depots التي تقوم بمساعدة الكثير من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من الناحية المالية⁵¹⁸.

عرف القاموس الفرنسي المستثمر المؤسسي كونه يتمثل في "أجهزة مكلفة بتجميع المدخرات و توظيفها في الأسواق"⁵¹⁹، كما أنه حضي بمجموعة من التعاريف الفقهية التي نذكرها فيما يلي:

3- Les sociétés commerciales régies par la loi du 24 juillet 1966 survisée dont le total du bilan consolidé, ou à défaut le total du bilan social du dernier exercice, tel que publié et certifié par les commissaires aux comptes et supérieur à un milliard de francs ;

4- L'établissement publics nationaux à caractère industrielle et commerciale dont des titres sont négociés sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ;

5- Les organismes mutualistes régies par le code de mutualité gérant en leur sein une caisse autonome agréé en vertu des dispositions de l'article L.321-2 du dit ;... »

Code monétaire et financier, www.legifrance.gouv.fr

⁵¹⁷- BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p.657.

Investisseur institutionnel, <https://gestion.de.patrimoine-ooreka.fr>

⁵¹⁸- « Les investisseurs institutionnels qu'on nomme aussi « les grands investisseurs » sont des investisseurs souvent considérés comme des actionnaires à long terme, il peuvent placer plusieurs milliards d'euro, la plus part des zinzins rechercher la stabilité dans leur placement... ».

Investisseur institutionnel, <https://gestion.de.patrimoine-ooreka.fr>.

⁵¹⁹- « Organismes chargé de collecter l'épargne et d'effectuer des placements de fond sur les marchés ». Dictionnaire français.com.dictionnaire /fr/définition/investisseur-institutionnel/

يعرف المستثمر المؤسسي كذلك كما يلي:

Investisseur institutionnel : « personne morale ayant systématiquement des capitaux à placer sur le marché, il s'agit principalement de caisse de dépôts et consignations, des compagnies d'assurances, des caisses de retraites et des fonds de pension et par extension de tous les organismes de placement collectif en valeurs mobilières ».

Lexique bancaire et économique. www.banque-info.com.

عرفها الأستاذين "بونو تيري" BONNEAU Thierry و "دريمو فرانس" DRUMMOUND France كما يلي: "المستثمر المؤسساتي هي أجهزة مالية و التي بحكم طبيعتها و مراكزها، مطالبة أو ملزمة بتوظيف جزء كبير من المدخرات التي تقوم بتجميعها في الأدوات المالية"⁵²⁰.

عرفها الأستاذ ديدبي (P.Didier) في حدود نفس المعنى كما يلي: "المستثمرون المؤسساتيون هم أجهزة مالية، يقومون بجمع موارد مالية ملزمون بحكم طبيعتهم و مراكزهم باستعمال حصة (جزء) أو كل هذه الموارد في شكل قيم منقولة"⁵²¹، و حسب الأستاذ "مانا" V.F Manin فإن المستثمرون المؤسساتيون هي أجهزة معينة أو محددة، تقوم بتوظيف أموال الغير من أجل تثمين هذه الأخيرة"⁵²².

بالرغم من اهتمام الفقهاء بتعريف المستثمر المؤسساتي إلا أن المشرع الفرنسي غفل عن ذلك، لكن هذا لم يمنعه من التطرق إليهم عن طريق سردهم و تعدداهم، جمع في أحكامه مختلف الأجهزة التي يمثلها، و حصرها في فئة المستثمرين المؤهلين بحسب طبيعتهم⁵²³، تشمل كل من مقدمي خدمات الإستثمار Préstataire de service d'investissement، أعضاء الأسواق

⁵²⁰- « Les investisseurs institutionnel sont des organismes financiers qui en raison de leur nature ou de leurs statuts, sont tenus de placer une grand partie des ressources qu'ils collectent, en instruments financières ». BONNEAU Thierry, Drummond France, droit des marchés financier, op.cit, p.657.

Investisseur institutionnel, <https://gestion-de-patrimoine.ooreka.fr>

⁵²⁰- « Les investisseur institutionnel qu'on nomme aussi « les grands investisseurs » sont des investisseurs souvent considérés comme des actionnaires à long terme, il peuvent placer plusieurs milliards d'euro, la plus part des zinzins rechercher la stabilité dans leur placement... ».

Investisseur institutionnel, <https://gestion-de-patrimoine-ooreka.fr>

⁵²¹- « Les investisseurs institutionnel sont des organismes financiers, qui collectes des ressources de l'épargne et sont tenu par leur nature ou leurs statuts, d'en employer une partie ou la totalité sous forme de valeurs mobilières ».

⁵²²- « Les investisseurs institutionnels sont des structures déterminé à placer l'argents d'autrui (aux fins de valorisation de ce dernier) ». BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p.657.

⁵²³- عرفت شركة ARKEON Finance مستثمريها المؤسساتيون على أساس هذا المفهوم و ذلك كما يلي:

« Les investisseurs institutionnel ayant le statut « client professionnel » sont présumée disposer de connaissance suffisantes pour appréhender le fonctionnement et les mécanismes des marchés et instrument financiers c'est pourquoi l'offre et stock Piking effectué par ARKOUN Finance est essentiellement destinée à des clients professionnels qui sont réputé avoir une surface financière leur permettant de faire face aux risques générés par l'investisseur en produit boursier ». Arkeon Finance, société de bourse, www.arkeon-it-pne.fr.

المنظمة les membres des marchés و المؤسسات الواردة في المادة 531 من القانون النقدي و المالي الفرنسي⁵²⁴.

يتمثل المستثمرين المؤسسيين حسب القانون الفرنسي في هيئات التوظيف الجماعي، صناديق التقاعد...، كما أنها تمثل زبائن من نوع خاص، يتمتعون بمركز الوسيط، يتوسطون بين الزبون و مقدمي خدمات الإستثمار، خاصة أن المادة 531-2 من القانون النقدي و المالي تسمح لهذه الأجهزة تقديم خدمات الإستثمار دون حاجة إلى حصولها على اعتماد مسبق لذلك⁵²⁵.

ثانيا - أصناف المستثمرين في القانون الجزائري: أخذ المشرع الجزائري نفس موقف المشرع الفرنسي، فلم يضع تعريفا للمستثمر ضمن مختلف النصوص القانونية و الأنظمة المتعلقة ببورصة الأوراق المالية الجزائرية، فقام مثله مثل المشرع الفرنسي بتعدادها، و ذكر الأصناف التي تتضمنها

⁵²⁴- L'article L.531-2 dispose : « peuvent fournir des services d'investissement dans les limites des dispositions législatives qui, le cas échéant les régissent sans être soumis à la procédure d'agrément prévu à l'article 532-1 mais sans pouvoir prétendre au bénéfice des dispositions des articles L.532-16 à L.532-27

1° a) L'Etat, la caisse de la dette publique et la caisse d'amortissement de la dette sociale ;
b) La banque de France ;

c) L'institut d'émission des départements d'outre-mer et l'institut d'émission d'autre mer ;

2° a) Les entreprises d'assurance et de réassurance régies par le code des assurances ; b) Les organismes de placement collectif mentionnés au II de l'article L.214-1, ainsi que les sociétés chargées de la gestion de FIA, relevant au paragraphe 4 de sous-section 2, et de la sous-section é du chapitre VI du titre I du livre II ;

c) Les fonds de retraite professionnelle supplémentaire mentionnés à l'article L381-1 du code des assurances, les institutions de retraite professionnelle mentionnées à l'article L.370-1 de même code pour leurs opérations mentionnées à l'article L370-2 du même code, ainsi que les personnes morales administrant une institution de retraite professionnelle mentionnée à l'article 8 de l'ordonnance n° 2006-344 du 23 mars 2006 relatif aux retraites professionnelles supplémentaires ;

d) Des personnes qui ne fournissent des services d'investissement qu'aux personnes morales qui les contrôlent, à celle que ces derniers contrôlent, ainsi qu'à celles qu'elles contrôlent elles-mêmes. Pour l'application du présent d, la notion de contrôle s'entend du contrôle direct ou indirect au sens de l'article 233-3 du code de commerce ;

e) Les entreprises dont les activités de services d'investissement limitées à la gestion d'un système d'épargne sociale ». Code monétaire et financier, www.legifrance.gouv.fr

⁵²⁵- BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p.p.657 et 658.

هذه الفئة ضمن أحكام النظام رقم 12-01⁵²⁶، في المادة 09 منه و التي بموجبها أنشأ بعد المادة 44 من النظام رقم 97-03 قسم ثالث يدعى "شروط إدراج سندات رأس المال" في سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، يتضمن المواد من 45 إلى 46-7.

تنص المادة 46-6 من نظام رقم 97-03 الذي يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة على ما يلي: "يجب توزيع سندات رأسمال الشركة الموزعة على الجمهور على عدد أدناه خمسون (50) مساهما، أو ثلاثة (3) مستثمرين مؤسساتيين وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير. وبمفهوم هذا النظام يتمثل المستثمرون المؤسساتيون في هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، والبنوك، والمؤسسات المالية، وشركات التأمين، وشركات رأسمال الإستثمار، وصناديق الإستثمار، والشركات المسيرة للأصول".

ينقسم المستثمرون حسب هذه المادة إلى نوعين و هما: المساهمون و الذين حسب اعتقادنا يتمثلون في المستثمرين الأشخاص العاديين، و المستثمرون المؤسساتيون الذين ذكروا على سبيل الحصر و المتمثلون في ما يلي:

- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

- البنوك.

- المؤسسات المالية.

- شركات التأمين.

- شركات رأسمال الإستثمار.

- صناديق الإستثمار.

- الشركات المسيرة للأصول

تعتبر في مجملها حسب تقديرنا مستثمرين مؤهلين، لأنه يفترض فيهم قدر من الخبرة و الكفاءة المهنية في مجال الإستثمار في القيم المنقولة في الأسواق المالية، نظرا لكونهم مستثمرين

⁵²⁶ - نظام رقم 12-01 مؤرخ في 12 جانفي 2012، يعدل و يتم النظام رقم 97-03 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 41، صادر في 15 جويلية 2012.

غير عاديين لسبب وجود ضمن مستخدميها و مسيرتها خبراء و أخصائيين و اقتصاديين متخصصين في المجال المالي و البورصي و النقدي.

تتم إدارة هذه الجهات من قبل جهة رسمية، توفر فيها عنصر الإحترافية و القدرة على إدراك أبعاد الإستثمار و بناء القرار بصورة احترافية، ما يعني أجهزة متكاملة تتوفر لديها الخلفية العلمية الجزئية و الكلية، لبناء قرار سليم بنا معتمدين على المعلومات المتوفرة لديها، يتحمل المتعامل معها تكلفة مقابل الخدمة المقدمة له، من المفترض أن يكون عائدا و ربحية تتحقق من التعامل مع المدير الإحترافي مقارنة باتخاذ القرار منفردا⁵²⁷.

يُعرّف الإستثمار المؤسسي بأنه "عمليات المتاجرة بالأدوات المالية الذي تقوم به المؤسسات المالية الوسيطة و غير الوسيطة"⁵²⁸، تنامت أهمية الإستثمار المؤسسي في الأسواق المالية لتمتعه بمجموعة من المزايا التي لا نجدها في الإستثمار الشخصي⁵²⁹، أي المستثمرين الأشخاص العاديين. تكمن أهم الاختلافات بين المستثمرين الأشخاص العاديين و المؤسساتيين فيما يلي:

- ينظم المستثمر المؤسسي عملياته الإستثمارية بحيث تكون مشترياته و مبيعاته تدريجية، في حين فإن المستثمر الشخصي على العكس من ذلك، فهو يعتمد المضاربة بهدف رفع الأسعار أو خفضها بدون مبرر إلا بهدف تحقيق الأرباح الرأسمالية.
- يختلف السلوك الإستثماري للمستثمر الشخصي الذي يعتمد على صفته الشخصية، بينما المستثمر المؤسسي يدير الإستثمارات ليس وفق سلوك شخصي إنما من قبل مجموعة من المتخصصين في مجالات الإستثمار.

⁵²⁷ - ياسين عبد الرحمن الجعفري، "ما الفرق بين المستثمر المؤسسي والفردى؟" صحيفة المدينة، ص101. منشور على

الموقع: www.al-madina.com

⁵²⁸ - صلاح الدين محمد أمين الإمام، "إجراءات تجب آثار انتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الإستثمار المؤسسي"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، عدد20، ص ص155 و 156. منشور على

الموقع: <https://iasj.net/iasj?fun>

⁵²⁹ - ذهب البعض إلى القول أن للإستثمار الشخصي تأثيرات سلبية على الأزمة المالية، لطبيعة خصائص المستثمرين الأشخاص الذين يركزون على المضاربة، لتحقيق الأرباح الرأسمالية أكثر من التركيز على أهداف الإستثمار الإعتيادية. للتفصيل أنظر: المرجع نفسه، ص156.

- يتمتع المستثمر الشخصي بحرية أكبر في مجال الإستثمار، بينما يخضع المستثمر المؤسسي لقيود تنظيمية و أخرى تشريعية عديدة.

- ينظر المستثمر المؤسسي إلى النمو المستقبلي لأرباح الشركات، بينما المستثمر الشخصي ينظر إلى النمو المتقارب.

- يعتمد المستثمر الشخصي على الإشاعات و توقيت الدخول و الخروج السريعين، أما المستثمر المؤسسي يستند على المعلومات الأساسية و جوانب الإفصاح و الشفافية، إلى جانب وجود على مستوياته إدارة مهنية متخصصة تقي باحتياجات أصحاب المصالح⁵³⁰.

وضع المشرع الجزائري الإطار العام لبورصة القيم المنقولة في بداية التسعينات، ليعبر عن رغبة السلطة العامة الممثلة في مختلف الأجهزة التابعة للدولة، بالتخلي عن اقتصاد المديونية و انتهاج نظام اقتصاد السوق الذي يقطع الصلة بالإقتصاد الموجه.

يمثل إنشاء السوق المالية أي البورصة أهم النتائج المتوخاة من انتهاج النظام الليبرالي الذي يعتمد أساسا على حرية المبادرة و مبدأ المنافسة الحرة، فإثر انتهاج الدولة هذا النظام، تبحث فيه كل مؤسسة عن رؤوس الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها سواء كان تمويلا ذاتيا (داخليا)، أو تمويلا خارجيا يعتمد على الاستدانة من السوق النقدية (عن طريق الاقتراض من البنوك) أو على الإستثمار في السوق المالية⁵³¹.

تعددت الأنظمة و القوانين التي صدرت بشأن بورصة القيم المنقولة الجزائرية، إلا أن المشرع لم يتدارك عدم تعريفه للمستثمر بالرغم من كونه عنصر جوهري في سوق الأوراق المالية، ليقوم بعد مرور أكثر من عشر سنوات، من إنشاء السوق المالية بتميز المستثمرين و إن كان بصفة عفوية

⁵³⁰ - صلاح الدين محمد أمين الإمام، "إجراءات تجنّب آثار انتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الإستثمار المؤسسي"، مرجع سابق، ص ص. 156 و 157.

⁵³¹ - جمعون نوال، دور التمويل المصرفي في التنمية الإقتصادية - حالة الجزائر - مذكرة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة الجزائر 3، دالي إبراهيم، 2005، ص 12.

أنظر كذلك: صادق حنين، "بحوث في أعمال البورصات" مجلة القانون و الاقتصاد، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، عدد 01، ص 80.

و تعداد المستثمرين المؤسستين في المادة 09 من نظام اللجنة رقم 12-01 المعدل وا لمتتم للنظام رقم 97-03 الذي يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

يستتج من ذلك أن المستثمر العادي هو المساهم الشخص الطبيعي العادي حسب اعتقادنا، لأنه حدد المستثمرين المؤسستين في مضمون الفقرة الثانية من نفس المادة، فذكرها على سبيل الحصر بسردها و تعداد أنواعها، و بهذا تكون دائرة المستثمرين في التشريع الجزائري تتراوح بين الأشخاص الطبيعية و أخرى معنوية تكون تابعة للقانون الخاص أو للقانون العام.

يتمثل المستثمرون المؤسستيون حسب الأستاذ "براق محمد" في الهيئات المالية التي يتجلى دورها في الحياة الإقتصادية، في عملية تجميع المدخرات الآتية من مختلف القطاعات في الدولة، و تقوم بتوظيف هذه المدخرات في شكل أوراق مالية، و يعتبرون كذلك أكبر المالكين للسيولة و أكبر المتدخلين في البورصة⁵³².

يعتبر مستثمرا مؤسستيا كل البنوك و المؤسسات المالية عند تدخلها في البورصة بهدف شراء الأوراق المالية محل التداول، باعتبارها تقوم بعمليات تابعة للنشاط المصرفي⁵³³، مع العلم أنه إلى جانب هذه المؤسسات يمكن للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها أن تقدم لها اعتمادا بصفة انتقالية لتقوم بمهمة الوسيط في عملية البورصة حسب نص المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 94-176⁵³⁴.

يوجد إلى جانب المستثمرين الأشخاص العاديين و المؤسساتيين المذكورين في المادة 09 من النظام رقم 12-01 الذي يعدل و يتم النظام رقم 97-03، الذي يتعلق بالنظام العام لبورصة

⁵³² - براق محمد، "أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر"، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية و الإقتصادية و السياسية، عدد 01، جامعة الجزائر، 1999، ص 89.

⁵³³ - المادة 72 من الأمر رقم 03-11، يتعلق بالنقد و القرض، ج ر ج عدد 52، صادر في 27 أوت 2003 معدل و متمم بالأمر رقم 09-01 مؤرخ في 22 جويلية 2009، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2009، ج ر ج د ش عدد 44، صادر في 26 جويلية 2009، و بالأمر رقم 10-04 مؤرخ في 26 أوت 2010، ج ر ج د ش عدد 50، صادر في 01 سبتمبر 2010، متمم بموجب القانون رقم 13-08 مؤرخ في 30 ديسمبر 2013، يتضمن قانون المالية لسنة 2014، ج ر ج د ش عدد 68، صادر في 31 ديسمبر 2013.

⁵³⁴ - مرسوم تنفيذي رقم 94-176 مؤرخ في 13 جوان 1994، يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 41، صادر في 26 جوان 1994.

القيم المنقولة السابق الذكر، مستثمرا مؤسساتيا آخر يتمثل في الوسيط في عمليات البورصة عند قيامه بعمليات ذات مقابل، أي حين يقوم ببيع و شراء القيم المنقولة لحسابه الخاص في البورصة⁵³⁵.

الفرع الثاني

التزامات المستثمر في القيم المنقولة

تعتبر أفضل الإستثمارات في الوقت الحالي استثمار الفرد للفائض من دخله في القيم المنقولة، حيث أصبحت عملية شراء الصكوك المالية بديلا جديدا و واضح المعالم لاستثمار مدخرات الأفراد مهما بلغ حجم تلك المدخرات، لما يوفر هذا الإستثمار من عنصر السيولة الذي تمتاز به الأوراق المالية دون غيرها من أنواع الإستثمارات الأخرى، لسبب إمكانية المستثمر شراء الورقة المالية التي عرضت عليه في السوق الأولية و إمكانية التخلص منها بكل سهولة عن طريق بيعها في السوق الثانوية، أي سوق البورصة متى رغب في ذلك⁵³⁶.

يعتبر المستثمر الطرف الثاني في العقد و المتدخل الثاني في السوق المالية، وضعت مختلف التشريعات التزامات تقع عليه عند بلوغه حد معين من استثماره في رأس مال شركة معينة (أولا) وعند قيامه ببعض التصرفات القانونية على مستوى الشركة التي استثمر فيها (ثانيا) بهدف حماية المستثمرين الآخرين و الشركة.

أولا- التصريح بتجاوز حدود المساهمة: يقع الإلتزام بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة على عاتق المستثمر⁵³⁷، عندما يتعدى ما يمتلكه من أوراق مالية حدا معيناً أو نسبة معينة من رأس مال الشركة. أقرت مختلف التشريعات هذا الإلتزام مهما كانت طريقة حصوله على السندات سواء بشرائها

⁵³⁵ - المادة 8/07 من القانون 03-04 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة مرجع سابق.

⁵³⁶ - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 83.

⁵³⁷ - كان الإلتزام بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في الأصل يقع فقط على الشركات التجارية بهدف حماية مساهمتها، إلا أنه أصبح بعد ذلك يُفرض حتى على الأشخاص المستثمرين (الأشخاص الطبيعية). أنظر في ذلك:

GERMANI Michel, « Déclaration de franchissement de seuil », R D B B, N° 17, Janvier/Février 1990, p.20.

أو عن طريق إرثها، عندما تتعدى ملكيته لها حدود معينة من رأس مال الشركة، إلا أن هذه النسبة التي لا يجب تعديها تختلف باختلاف قوانين.

1- التصريح بتجاوز حدود المساهمة في القانون الفرنسي: يجد هذا الالتزام مصدره في القانون الفرنسي في أحكام التقنين النقدي و المالي في المادة 451-2 التي تحيل إلى المادة L233-7 من التقنين التجاري⁵³⁸، أكدت عليه أحكام أخرى⁵³⁹ تهدف في مجملها إلى تقريب المعلومات المتعلقة بالشركة إلى مساهميها بموجب تقرير سنوي و تمكين إيصال المعلومات إلى أقلية المساهمين⁵⁴⁰.

مفاد المادة L333-7 من القانون التجاري الفرنسي هو أن كل شخص طبيعي كان أو معنوي يتصرف بمفرده أو مع غيره، امتلك عددا من الأسهم في شركة، يتواجد مقرها على أراضي الجمهورية أو يمتلك حقوق تصويت يمثل أكثر من الجزء من العشرين، أو العشر أو ثلاث أجزاء من العشرين أو الخمس أو الربع أو الثلث أو النصف أو الثلثين أو الجزء الثمانية عشر أو التاسعة عشر من العشرين من رأس مال الشركة، التي تكون أسهمها مقيدة في بورصة أية دولة عضوة في المجموعة الاقتصادية الأوروبية أو أي سوق مالية أخرى، أن يلتزم بإعلام الشركة المصدرة لها و سلطة سوق الأوراق المالية، التي تتولى بدورها إعلام الجمهور، كما أنه يلزم المستثمر المساهم أو صاحب حقوق التصويت بالإعلام عندما ينخفض حدود مساهمتهم الحدود المذكورة سابقا⁵⁴¹.

يقع الالتزام بالإعلام على عاتق المستثمر الذي تجاوز حدود المساهمة أو الذي انخفضت حدود مساهمته دون النسبة المحدودة قانونا المذكورة سابقا، كما يلتزم بإعلام الشركة و سلطة سوق الأوراق المالية في غضون خمسة (05) أيام ابتداء من تاريخ تجاوز الحد الأدنى

⁵³⁸ - « Les règles relatives à l'information sur les prises de participation significatives sont fixées par les articles L233-7 à L233-14 du code de commerce, reproduit ci-après ». Article L 451-2 du code monétaire et financier, www.legifrance.gouv.fr

⁵³⁹ - نذكر من بينها المادة رقم 356 من القانون رقم 66-537 الصادر في 24 جويلية 1966 و النظام الصادر عن COB بتاريخ 17 مارس 1981، و القانون رقم 705-85 الصادر في 12 جويلية 1985.

⁵⁴⁰ - للتفصيل عن مفهوم الأقلية و تأثيرها في إدارة شؤون شركات المساهمة، أنظر: محمد تنوير محمد الرفاعي، دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة - دراسة مقارنة-، رسالة لنيل الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة عين الشمس، القاهرة، 2006، ص 55 و ما يليها.

⁵⁴¹ - Article L 233-7-I du C.Commerce francai, www.legifrance.gouv.fr

للمساهمة، و بعدها تتولى سلطة سوق الأوراق المالية بإعلام الجمهور⁵⁴².

وضع المشرع الفرنسي على عاتق الشركات في سبيل تمكين المستثمر من القيام بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة، التزام بإعلام مساهميها⁵⁴³ خلال الخمسة عشرة أيام (15) على الأكثر التي تلي الجمعية العامة للشركة، و تقديم لهم تقرير بهدف الإطلاع على مكوّنات رأس مالها و حدود مساهمتهم فيها⁵⁴⁴، كما تلتزم الشركة بتقديم هذا التقرير لسلطة الأوراق المالية إذا كانت هذه الشركات مسوّرة بالعدد الكلي، أي لمجمل الحقوق الموجودة إلى غاية ذلك التاريخ.

عدلت نسبة الإستثمار في شركات المساهمة التي توقع على المستثمر التزاما بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة التي حددتها المادة 7-333L، بموجب أحكام الأمر رقم 105-2009 الصادر بتاريخ 30 جانفي 2009، بموجبه فرض المشرع الفرنسي على كل شخص طبيعي أو معنوي تجاوز حدود المساهمة ب 10% أو 20% أو 25% من رأس مال الشركة أو حقوق التصويت عندما تكون أسهمها في سوق منظمة⁵⁴⁵ التزام بالتصريح.

أقرت أحكام هذا الأمر على التزام آخر يقع على عاتق المستثمر نصت عليه المادة 233-7-VII من القانون التجاري، يتمثل في تقديم تصريح عن نيته عند تجاوز حدود مساهمته نسبة العشر أو الخمس من رأس مال، أو حقوق التصويت، ليبين فيه الأهداف التي يرجى تحقيقها خلال العشرة (10) أشهر القادمة⁵⁴⁶ في الشركة.

⁵⁴²- OLD Daniel, Droit des sociétés cotées, op.cit, pp.69 et 70.

⁵⁴³- يعرف الإعلان الظرفي كما يلي:

« L'information occasionnel est celle qui porte à la connaissance du public tout événement de la vie de l'entreprise susceptible d'avoir une répercussion sur la cour de la bourse ».
DEVAUPLANE Hubert, BORNET JEAN Pierre, Droit des marchés financier, 3^{eme} édition, Litec, Paris, 2001, p.128.

⁵⁴⁴- تضيف المادة 233-8-II بأنه في كل شهر تلتزم الشركات التي قبل تداول أسهمها في بورصة منظمة بنشر العدد الكلي لحقوق التصويت و عدد الأسهم المكونة لها، لأن المعلومات المقدمة من الشركة تهم كل حملة القيم المنقولة، لها تأثير على حقوقهم و مصالح، فهم بحاجة لهذا الإعلام سواء كان الإعلام دوري أو ظرفي، من أجل تقدير مردودية استثمارهم.

⁵⁴⁵- للتفصيل أنظر:

BONNEAU Thierry, DRUMMOUD France, Droit des marchés financiers, op.cit, p.672.

⁵⁴⁶- « Lorsque les actions de la société sont admises aux négociations sur un marché réglementé, la personne tenue à l'information prévus au I est tenu de déclarer , à l'occasion de franchissement de seuil du dixième ou du cinquième du capital ou des droits

قام الأمر رقم 2009-105 الصادر في 30 جانفي 2009 بسرد البيانات التي يجب توضيحها في التصريح عن نية المستثمر، كرجبته في مواصلة شراء أسهم الشركة، أو في تسيير الشركة و التحكم فيها، يعبر هذا التصريح عن نية المستثمر المستقبلية بشأن مشاريعه بالنسبة للشركة، و يلتزم بتبليغه إلى سلطة سوق الأوراق المالية، في أجل لا يجب أن يتعدى الخمسة (05) أيام قبل قفل تداول الأوراق المالية في البورصة، و التي تلتزم بعدها بإعلام الجمهور به.

فرض المشرع على المستثمر علاوة على التصريح بتجاوزه حدود المساهمة و الإعلان عن نيته التزام بتصريح تكميلي، في حالة تغيير نواياه بشأن مشاريعه التي سبق أن عبر عنها علنا من قبل، نتيجة وجود مبررات معينة، يكون ذلك بإتباع نفس الإجراءات التي نص عليها القانون بشأن التصريح بتجاوز حدود المساهمة⁵⁴⁷.

من أجل تحقيق الهدف من فرض هذه الإلتزامات المتمثل في حماية المستثمرين عن طريق منحهم المعرفة الكافية لحركة رأس المال الشركة التي استثمروا فيها⁵⁴⁸، و حماية حقهم في الحفاظ أو التنازل عن سنداتهم⁵⁴⁹، رتب المشرع الفرنسي عقوبة على مخالفيها تتمثل في عدم تمتع الأسهم المملوكة بتجاوز الحدود الدنيا بحق التصويت، لمدة سنتين من تاريخ التسوية، يمكن للمحكمة تشديد العقوبة بتمديد مدة حرمان الأسهم من حقوق التصويت لتصل إلى حدود 05 سنوات لكل الأسهم التي يمتلكها المخالف⁵⁵⁰.

de vote, les objectifs qu'il a l'intention de poursuivre en cours des douze mois avenir ».
L'article L 223-7- VII du C. Commerce, www.legifrance.gouv.fr

⁵⁴⁷- OLD Daniel, Droit des sociétés cotées, op.cit, p.70.

BONNEAU Thierry, DRUMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, pp.672 et 673.

⁵⁴⁸- في هذا الشأن يقول دوفويلان (H) DEVAUPLANE و بورني (J.P) BORNET بأن شفافية الإعلام التي تلزم به

الشركة يمثل عنصر أساسي لتحسن سير الأسواق المالية. و يضيفان ما يلي:

« Cette transparence peut être définie comme la qualité de l'information boursière fournie sur la situation actuelle et les perspectives, sur la stratégie définie, sur les dirigeants, sur le fonctionnement des organes sociaux, autrement dit, tous les éléments permettant à tout moment de prendre en connaissance de cause, une décision d'investissement ou de désinvestissement ».

DEVAUPLANE Hubert, BOURNET Jean- Pierre, Droit des marchés financiers, op.cit,p.128.

⁵⁴⁹- OLD Daniel, droit des sociétés cotées, op.cit, p.70.

⁵⁵⁰-المادة L 233-14 من القانون التجاري الفرنسي، مرجع سابق.

نصت كذلك المادة L 247-2 I من القانون التجاري على عقوبة جزائية تتمثل في 18000 أورو لرئيس الشركة، و الإداريين التابعين لها، و أعضاء مجلس المديرين و مسيريها أو مدراءها العامين بالشركة، و لكل شخص طبيعي في حالة مخالفة الإلتزام بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة المقرر قانونا⁵⁵¹.

2- التصريح بتجاوز حدود المساهمة في القانون الجزائري: للتعرف على مساهمي الشركة أهمية بالغة لمسيريها و كذلك للمساهمين الآخرين المهتمين بتطور تركيبة رأسمالها، يساعد ذلك على التنبأ بهوية الأشخاص الذين يمكنهم التأثير على تسيير و رقابة الشركة التي هم مستثمرون فيها⁵⁵²، إلا أن المشرع الجزائري لم يضع أي التزام يقع على عاتق المستثمر في المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، و لا في مختلف القوانين و الأنظمة التي لحقت إصداره.

تدارك المشرع هذا الأمر بعد مرور قرابة عشر (10) سنوات، فحذا حذو المشرع الفرنسي عند تعديله لقانون بورصة القيم المنقولة سنة 2003، حيث وضع التزام على عاتق المستثمر يتمثل بالتصريح بتجاوز حدود مساهمته في شركات المساهمة، ضمن أحكام القانون رقم 03-04 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة⁵⁵³.

ألزم القانون بذلك كل شخص طبيعي أو معنوي يتصرف بمفرده أو مع غيره، يمتلك عدد من الأسهم أو حقوق التصويت، يمثل أكثر من الجزء العشرين أو العشر أو الخمس أو الثلث أو النصف أو الثلثين من رأسمال الشركة أو حقوق التصويت، تكون أسهمها متداولة في البورصة، أن يصرح

⁵⁵¹- Selon l'article L 247-2 I du code de commerce : « ...est puni d'une amende de 1800€ le fait, pour les présidents, les administrateurs, les membres du directoire, les gérants ou les directeurs généraux des personnes morales, ainsi que pour les personnes physiques de s'abstenir de remplir les obligations d'informations auxquelles cette personne est tenue, en application de l'article L 233-7, du fait des participations qu'elle détient ».

⁵⁵²- « La connaissance d'actionnariat de la société représente un grand intérêt pour les actionnaires attentifs à l'évolution de la composition du capital et plus précisément à l'identité des personnes susceptibles d'influencer ou de contrôler la société dont ils sont membres ». BEZARD Pierre, « Connaissance d'actionnariat », RJC , N° spécial : la stabilité du pouvoir et du capital dans les sociétés par action, Novembre 1990p.23.

⁵⁵³- قانون رقم 03-04 مؤرخ في 17 فيفري 2003، يعدل و يتم المرسوم التشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 23 ماي 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة معدل و متمم، ج ر ج د ش عدد 11، صادر في 19 فيفري 2003.

بالعدد الإجمالي للأسهم أو حقوق التصويت التي يمتلكها للشركة و للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة في أجل أقصاه خمسة عشر (15) يوما ابتداء من تاريخ تجاوز الحد الأدنى للمساهمة⁵⁵⁴.

يلتزم المساهم كذلك سواء كان شخصا طبيعيا أو معنويا، يتصرف بفردية أو مع غيره و يمتلك عددا من الأسهم أو حقوق التصويت، يمثل أقل من العشرين أو الخمس أو الثلث أو النصف أو الثلثين من رأسمال الشركة أو حقوق التصويت، تكون أسهمها متداولة في البورصة أن يصرح بالعدد الإجمالي للأسهم وحقوق التصويت التي يمتلكها، لنفس الجهة و في نفس الآجال التي يصرح بها المساهم الذي تجاوز حدود المساهمة المنصوص عليها في الفقرة الأولى من المادة 65 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل و المتمم⁵⁵⁵.

استثنى المشرع الجزائري المساهم في شركة الإستثمار ذات الرأسمال المتغير من الخضوع للإلتزام التصريح يتجاوز حدود المساهمة إذا أصبحت مساهمته أو حقوق التصويت فيها دون أو تعدت الحدود المذكورة أعلاه دون تبرير موقفه من ذلك، فكان عليه إخضاع كل المساهمين لهذا الإلتزام، خاصة أن الهدف منه هو مساعدة التعرف علي التركيبة الحقيقية لرأس مال الشركة و مدى تقبها لاستقبال مساهمين آخرين⁵⁵⁶.

من أجل تحديد مستويات المساهمة التي يلتزم المستثمر التصريح بها عند تجاوزها بين المشرع الأسهم أو حقوق التصويت الأسهم التي يمتلكها الشخص الملزم التصريح المنصوص عليه في المادة 65 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل و المتمم و هي كما يلي:

- الأسهم أو حقوق التصويت التي يمتلكها أشخاص آخرون لحساب هذا الشخص.
- الأسهم أو حقوق التصويت التي تمتلكها الشركات التي يراقبها هذا الشخص.

⁵⁵⁴ - المادة 65 مكرر/1 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.

⁵⁵⁵ - المادة 65 مكرر/2 من المرجع نفسه.

⁵⁵⁶ - وفي هذا الشأن يقول "كارو دومينيك" (Carreau.D) و"مارتان جون إيف" (Martin Jean-Yves) ما يلي: « La divulgation de certain franchissement de seuil permet d'avoir une photographie exacte de la structure du capital social de nature à indiquer son degré d'ouverture, ou au contraire, de verrouillage ». CARREAU Dominique, MARTIN Jean-Yves, « le secret boursier », D.P.C.I, T.16, N°1, 1990, p.44.

- الأسهم أو حقوق التصويت التي يمتلكها الغير الذي يتصرف هذا الشخص معه.
- الأسهم أو حقوق التصويت التي يحق لهذا الشخص أو لأحد الأشخاص المذكورين أعلاه امتلاكها بمبادرة منه وحده بموجب اتفاق مسبق⁵⁵⁷.
- تطبيقا للمادة 65 مكرر 4 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 المعدل و المتمم التي تنص بأنه تحدد كفاءات تطبيق هذه المادة بموجب لائحة من لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها أصدرت هذه الأخيرة النظام رقم 03-03⁵⁵⁸، ليحدد مضمون و إجراءات التصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأسمال الشركات المتداول أسهمها في البورصة.
- يؤدي تجاوز حدود المساهمة المذكورة في المادة 65 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 10-93 إلى الإدلاء بتصريح كتابي، يشترط أن يكون الإعلان المتضمن في هذا التصريح صحيحا و دقيقا و صادقا يتضمن خاصة البيانات التالية:
- هوية أو تسمية الشخص الطبيعي أو المعنوي المذكور في المادة 65 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 10-93 و علاقته مع الشركة المتداول أسهمها في البورصة.
 - الحد أو الحدود المتجاوزة و كذا اتجاه هذا التجاوز.
 - طبيعة العملية و عدد الأسهم أو حقوق التصويت المكتسبة، المتنازل عنها أو المستلمة بغير مقابل و التي أدت إلى تجاوز الحد.
 - عدد الأسهم أو حقوق التصويت المجازة سابقا و طبيعة الحيازة.
- مع العلم بأنه يتم الإدلاء بنفس التصريح من المساهم عند تجاوز الحدود في اتجاه الإنخفاض⁵⁵⁹.
- يقابل المادة 233-717 من القانون التجاري الفرنسي التي أوقعت التزام المساهم الذي يتجاوز حدود مساهمته في الشركة بالتصريح عن نيته، المادة 03 من نظام اللجنة رقم 03-03 يتعلق بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأس مال الشركات المتداول أسهمها في البورصة، التي

⁵⁵⁷ - المادة 65 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 10-93 يتعلق ببورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.

⁵⁵⁸ - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-03 مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأس مال الشركات المتداول أسهمها في البورصة، ج ر ج د ش عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.

⁵⁵⁹ - المادة 02 من المرجع نفسه.

تنص على أنه "عند ما تتجاوز حدود المساهمة الجزء العاشر أو الجزء الخامس من رأسمال الشركة، يتعين على الشخص المعنوي أو الطبيعي المعني أن يعلن عن الأهداف التي ينوي متابعتها خلال الإثني عشر (12) القادمة بالإضافة إلى التصريح بتجاوز الحدود...".

يتضمن تصريح المساهم عن نواياه المستقبلية المعلومات التالية:

- إذا ما كان المساهم ينوي متابعة اكتساب أسهم أو حقوق تصويت الشركة.

- إذا ما كان المساهم ينوي الإستحواذ على رقابة الشركة.

- إذا ما كان المساهم يرغب في طلب التمثيل في مجلس إدارة الشركة.

- إذا ما كان المساهم يتصرف بمفرده أو مع غيره، أو مع عدة أشخاص.

يرسل المساهم الذي يتجاوز حدود المساهمة للتصريح عن نواياه للشركة و للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها و لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة في أجل أقصاه خمسة عشر (15) يوما ابتداء من تجاوز الحدود القانونية. يشترط القانون أن يكون التصريح بتجاوز حدود المساهمة و كذا التصريح بالنوايا المتناسب مع هذه الحدود اللذان يلزم لهما المساهم، موضوع إعلان في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة و في جريدتين على الأقل ذات توزيع وطني⁵⁶⁰.

تختلف الآجال المحددة للقيام بالتصريح التي وضعها المشرع الفرنسي و التي يجب أن لا تتعدى خمسة (05) أيام من تاريخ تجاوز الحد الأدنى للمساهمة، عن الآجال التي وضعها المشرع الجزائري و المتمثلة في خمسة عشر (15) يوما على الأكثر ابتداء من تاريخ تجاوز الحد الأدنى للمساهمة.

⁵⁶⁰ - المادتين 3/03 و 4 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-03، يتعلق بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأس مال الشركات المتداول أسهمها في البورصة، مرجع سابق.

يقول الأستاذ "بيليتي فريديريك" PELTIER Frédéric في هذا الموضوع ما يلي:

« L'un des piliers du droit des marchés financiers est la transparence de l'actionnariat des sociétés cotées. Les déclarations de franchissement de seuil permettent au marché par l'intermédiaire de la publicité faite, par le conseil des marchés financiers de connaître les grands actionnaires des sociétés cotées, mais aussi la mise en œuvre du régime des offres publiques obligatoires, qui repose sur les déclarations de franchissement de seuil » .

PELTIER Frédéric, « Les règles fondamentales du droit financier et l'internationalisation de la bourse », R D B F, N° 1, Janvier/février 2000, p.42.

يعتقد بأن هذه المدة مبالغ فيها، فكان عليه تحديد نفس الآجال التي وضعها المشرع الفرنسي لأن خمسة عشر (15) يوم تعامل في الشركة و في بورصة القيم المنقولة، من شأنه أن يحدث تغيرات غير متوقعة في قيمة الأوراق المالية المتداولة فيها، خاصة أن عمليات البورصة ذات طابع تجاري، تتسم بالسرعة و المرونة فالتماطل فيها من شأنه أن يحدث انخفاض أو ارتفاع غير متوقع في قيمة السندات المالية محل التعامل.

رتب المشرع الجزائري عقوبة على المساهم الذي أخلّ بالتزام التصريح بتجاوز حدود المساهمة، تتمثل في حرمان الأسهم المملوكة و التي تجاوزت الحدود الدنيا بحق التصويت في كل جمعية المساهمين التي تعقد في الأعوام الثلاثة التي تلي تاريخ التسوية التي يقوم بها الشخص المعني⁵⁶¹، إلا أنه أغفل توقيع عقوبة على المساهم الذي لم يصرح على نواياه خلال العشرة (10) أشهر القادمة من تجاوزه عتبة المساهمة، فهل هذا يعني بأن هذا التصريح أقل أهمية من التصريح بتجاوز المساهم؟ أو كان سهوا منه.

بالعودة إلى نص القانون الفرنسي أوقع المشرع نفس العقوبة عند الإخلال بالالتزامين معا، ما يعني أن للالتزامين نفس الأهمية. ربما أغفل المشرع الجزائري تسليط عقوبة على المساهم الذي أخلّ بالالتزام بالتصريح عن نواياه في 10 أشهر القادمة من تجاوز حدود مساهمته سهوا منه، فيكون عليه العودة إلى أحكام النظام رقم 03-03 المتعلق بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأس مال الشركات المتداول أسهمها في البورصة، لتسليط المخالف العقوبة نفسها، أي حرمان الأسهم المملوكة و التي تجاوزت الحدود الدنيا للمساهمة التي لم يتمّ التصريح بها، بحق التصويت في جمعيات المساهمين خلال الأعوام الثلاثة الموالية لتاريخ التسوية التي يقوم بها الشخص المعني.

ثانيا - إشهار الموائيق: قد يقع على عاتق المستثمر في القيم المنقولة إلى جانب التزام المساهم بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة التزام آخر يتمثل في بإشهار الموائيق.

⁵⁶¹ - تنص المادة 65 مكرر 3 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل و المتمم، مرجع سابق، على ما يلي: "لا تحظى الأسهم المملوكة بتجاوز الحدود الدنيا بسبب عدم التصريح بها قانونيا، بحق التصويت في كل جمعية للمساهمين، يمكن أن تعقد في الأعوام الثلاثة (03) الموالية لتاريخ التسوية التي يقوم بها الشخص المعني".

1- إشهار الموائيق في القانون الفرنسي: يقع على المستثمر التزام بالتصريح بحدود مساهمته عندما تبلغ عتبة معينة، كما يقع عليه التزام بالتصريح ببعض الشروط الذي يطلق عليه بعض المؤلفين تسمية الإلتزام بإشهار الموائيق⁵⁶² *publicité des pactes*⁵⁶³.

يجد التزام إشهار الموائيق أساسه في المادة 356-1-4 من القانون رقم 537-66 المؤرخ في 24 جويلية 1966، الذي يطبق أحكامه على الشركات المقيدة أسهمها في البورصة، حيث تلزم أحكام هذا القانون إشهار المساهمين للإتفاقيات التي يبرمونها فيما بينهم و المتعلقة بحق الشفعة "préemption de préférence"، حيث يلتزمون بإبلاغها لمجلس السوق المالية (conseil des marchés financier) الذي يلتزم بدوره بعد ذلك بإشهارها ليعلم بها الجمهور⁵⁶⁴. يقصد باتفاقيات المساهمين تلك الإتفاقيات التي تتشأ بين المساهمين و يكون محلها تنظيم ممارسة الحقوق الشخصية للمساهمين مثل حق التصويت، بغرض تنظيم لفترة طويلة تسيير الشركة و تركيبة رأس مالها، أو خروج المساهم من الشركة، هذه الإتفاقيات لا يمكن تجاهل فائدتها أو الجدوى منها⁵⁶⁵.

⁵⁶² - حسب كتاب المصطلحات القانونية فإن مصطلح *pacte* يعني اتفاقية أو ميثاق في القانون المدني، أو يعني اتفاق ما بين شخصين، و في القانون الدولي العام يعني معاهدة.

GARAM Ibtisam, *Términologie juridique dans la législation Algérienne*, Lexique français – Arabe, Palais du livre, Blida, 1998, p.208.

أما في LE PETIT Larousse ILLUSTRÉ لسنة 2004، فإن مصطلح *pacte* يعني ما يلي :
Accord, Convention solennelle entre Etats ou entre particuliers.

لذلك يمكن أن نطلق على هذا الإلتزام "إشهار الإتفاقيات المبرمة بين المساهمين".

⁵⁶³ - POULLE Jean-Baptiste, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », op.cit, p.06.

⁵⁶⁴ - MARINI Philippe , « Proposition de loi relative aux pactes d'actionnaires », Enregistré à la présidence du Senat le 02 juillet 1997, Session ordinaire de 1996-1997, Rattaché pour ordre au procès-verbal de la séance du 26 juin 1997 N°379, www.Senat.fr

⁵⁶⁵ - « On entend par « pactes d'actionnaires » les conventions conclues entre actionnaires dont l'objet consiste à réglementer l'exercice de droits individuelles des actionnaires (droit de vote, sessions des droits sociaux) cherchant à organiser généralement pour une longue période de la gestion d'une société, La composition de son capital ou encore la sortie d'un actionnaire de la société, Ces accords extrastatutaires présente une indéniable utilité ... ».MARINI Philippe, « Proposition de loi relative aux pactes d'actionnaires », op.cit.

يقع التزام المستثمر بإشهار الإتفاقيات المبرمة بين المساهمين المستثمرين في الشركة عندما تتضمن هذه الإتفاقيات شروطاً أفضلية التنازل أو لشراء أسهم مقبولة للتداول على مستوى سوق منظمة، إذا كانت تمثل نسبة 0,5% من رأسمال أو حقوق تصويت الشركة المصدرة لهذه الأسهم⁵⁶⁶.

تلتزم أحكام المادة 46-1 من القانون 2003-706 الصادر في 01 أوت 2003 المعدل و المتمم للتقنين التجاري الفرنسي، الشخص المستثمر بضرورة إرساله كل شروط الإتفاقيات المبرمة بين المساهمين، إلى كل من الشركة المصدرة و سلطة سوق الأوراق المالية، في غضون خمسة (05) أيام من تاريخ التوقيع على الإتفاقية أو ملحق الإتفاقية المتضمن شروط الأفضلية أو اقتناء الأسهم أو حقوق التصويت، عندما يكون محلها يتمثل على وجه الخصوص في اتفاقيات الشفعة و اتفاقيات الأفضلية، اتفاقيات المساهمة في عرض عمومي لاحق، الوعد بالبيع و الشراء⁵⁶⁷.

نشأت هذه الإتفاقيات أمام صرامة أحكام القوانين التي تخضع لها شركات المساهمة، لتطور مبدأ حرية التعاقد "la liberté contractuelle"⁵⁶⁸، المعروف في القانون المدني الفرنسي في الفقرة الأولى من المادة B-1844، تمثل هذه الإتفاقيات وثائق قانونية تقنية جد هامة من أجل تنظيم العلاقات بين مختلف المساهمين في شركات المساهمة، تنشأ و تتضمن حقوق المساهمين إذا كانت تتضمن شروطاً أفضلية التنازل أو شراء الأسهم على سوق منظمة، و إذا كانت تمثل 0,5% من رأس

⁵⁶⁶- Selon l'article 23-3-1 du code de commerce : (L.N°2001-420 de 15 mai 2001) « **Toute clause d'une convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'action admise au négociations sur un marché réglementé et portant sur un marché règlementé et portant sur au moins 0.5% du capital ou des droits de vote de la société qui a émis ces actions...** ».

للتفصيل أنظر :

POULLE Jean-Baptiste, « la régulation par l'information en droit des marchés financiers », op.cit, p.10. Bonneau Thierry, Drummond France, Droit des marchés financiers, op.cit, p.673.

⁵⁶⁷- BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit.p.10.

COURET Alain, LE NABESQUE Hervé, COQUELET Marie-Laure, GRANIER Thierry, PORACCHIA Didier, RAYNOVARD Arnaud, REYGROBELLET Arnaud, TOBINE David, Droit financier, op.cit, p.918.

⁵⁶⁸- ASSETOU GARCIA Sarah, « les pactes d'actionnaires à l'épreuve de la pratique », Allianz, Village de la justice, www.village-justice.com

مال أو حق التصويت الشركة المصدرة لها، تحمي المصلحة المشتركة للمساهمين، كما تسمح بفضّ الخلافات التي قد تنشأ بين المساهمين بطريقة أسهل.

يتمثل الأصل العام في كون الإتفاقيات التي تُبرم بين المساهمين سرّية، لا يُمكن أن يطلّع على محتواها إلا المساهمين الموقعين على هذه الإتفاقيات، لكن الشركات المقيدة أسهمها في البورصة تلتزم بإبلاغ سلطة السوق المالية و إعلامها بكل شروط الإتفاقيات المبرمة بين المساهمين المستثمرين فيها المتعلقة بشروط الإقتناء و التنازل عن الأسهم الصادرة من هذه الشركة⁵⁶⁹. قد يكون الهدف من ذلك هو حماية المدخر المستثمر الصغير من تعسف المساهمين الآخرين في استعمال حقهم في رقابة الشركة، عن طريق استحوادهم لمعظم رأسمالها.

نظرا لأهمية هذه الإتفاقيات وضع المشرع الفرنسي التزام على عاتق المستثمر يتمثل في إشهارها و إبلاغها إلى علم الجمهور عن طريق إعلام سلطة سوق المالية، و تسليط جزاء على كل مخالف لهذا الإلتزام، يتمثل في حرمان هذا الأخير من الإستفادة من هذه الشروط في فترة الإعلان العلني لهذه الأسهم⁵⁷⁰.

2- إشهار المواثيق في القانون الجزائري: أخذ المشرع الجزائري نفس موقف المشرع الفرنسي بشأن الإلتزامات التي رتبها على المستثمر بمناسبة استثماره في الأوراق المالية، المتمثلة في الإلتزام بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة عند وصوله عتبة معينة من نسبة شراكته في رأس مال الشركة أو حقوق التصويت، و كذلك الإلتزام بالتصريح عن نيّتهم في حالة تجاوز هذه العتبة عن طريق تقديم تصريح للشركة و لسلطة سوق المالية يبيّن فيه مشاريعه المستقبلية التي ينوي تحقيقها في الشركة خلال اثني عشر (12) شهر اللاحقة، أو القادمة من هذا التجاوز.

لم يتفق مشرعنا مع نظيره الفرنسي بشأن الإلتزام الثاني الذي رتبّه هذا الأخير على المستثمر، المتمثل في الإلتزام بإشهار الإتفاقيات التي يبرمها المستثمرين في القيم المنقولة، التي

⁵⁶⁹- « ... Le pacte d'actionnaires protège les intérêts communs, il permet de mettre fin plus facilement aux litiges futurs. Le pacte actionnaire est confidentiel, il n'est connu que des seuls signataires. Cependant, les sociétés cotées doivent communiquer les clauses concernant les conditions d'acquisition et de cession des actions à l'autorité des marchés financiers(AMF) ».

Le pacte d'actionnaire, fiche pratique, www.journaldunet.com

⁵⁷⁰- Voir l'article 24 de la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, www.legifrance.gouv.fr

يكون محلها التنازل عن شروط الأفضلية و شروط شراء الأسهم المقبولة للتداول على مستوى سوق منظمة، إذا كانت تحمل نسبة 0,5% من رأسمال أو حقوق تصويت لشركة المصدرة لهذه الأسهم.

حول المشرع الجزائري حق الأفضلية في الإكتتاب للأسهم التي تصدر بمناسبة زيادة الشركة لرأسمالها⁵⁷¹، كما أنه نص على أن للمساهمين نسبة قيمة أسهمهم حق الأفضلية في الإكتتاب في الأسهم النقدية الصادرة لتحقيق زيادة رأسمال، و يعتبر كل شروط مخالف لذلك كأنه لم يكن⁵⁷².

يكون حق الأفضلية في الإكتتاب في زيادات رأس المال الشركة قابلا للتداول خلال فترة الإكتتاب، إذا كان السند مقتطعا من الأسهم المدولة، و إن لم يكن كذلك فيكون حق الأفضلية في الإكتتاب قابلا للتحويل بنفس الشروط التي تجري على الأسهم نفسه⁵⁷³.

نص المشرع الجزائري صراحة في الفقرة الأخيرة من المادة 694 من التقنين التجاري على أنه "يمكن للمساهمين التنازل عن حق الأفضلية بصفة فردية"، إلا أنه لم يفرض على المساهم عند ممارسته هذا الحق الإلتزام بإشهاره لا في الصحف الوطنية و لا في مقر ممارسة الشركة لنشاطاتها، فلا نلتمس أي نص تشريعي أو تنظيمي ينظم هذا الحق و يجعله التزم بالإشهار في حالة ممارسته من طرف المساهم المستثمر.

حول المشرع الجزائري المساهم المستثمر إمكانية التنازل عن حق الأفضلية في الإكتتاب في الأسهم عند زيادة الشركة لرأسمالها، و الذي يفترض أن يكون بموجب إتقان مكتوب بين صاحب الحق و المتنازل له، إلا أنه لم يرتب على عائق المتنازل التزم بإشهار هذا التنازل في حق الأفضلية، ربما كان هذا سهوا منه لأن أهميته تقضي إشهاره، بهدف إعلام الشركة و المساهمين المستثمرين الآخرين فيها، حماية لهم من دخول شركاء جدد لا يرغبون في وجودهم في الشركة، و لضمان عدم تسرب الأسهم و حقوق التصويت إلى أشخاص يقتضي نشاط الشركة استبعادهم منها.

⁵⁷¹ -المادة 1/694 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

⁵⁷² -المادة 2/694، 3 من المرجع نفسه.

⁵⁷³ -المادة 4/694 من المرجع نفسه.

الباب الثاني

تنظيم القيم المنقولة في السوق المالية

وجدت الأسواق منذ وجود المجتمعات البشرية، تعرّف بأنها أماكن وقوع المبادلات التجارية لسبب عجز المجتمعات البشرية من تحقيق اكتفاءها الذاتي و إشباع حاجاتها بنفسها دون الإستعانة بالجماعات الأخرى، فأصبحت بذلك مجبرة على الإنتقال إلى من يُجاورها لصدّ ما ينقصها من لوازم⁵⁷⁴.

شهدت في بدايتها تعاملات تتمّ بدائية و بسيطة كتبادل سلعة بسلعة⁵⁷⁵، تلاشت شيئا فشيئا فاسحة المجال لظهور العقود ثم العملات⁵⁷⁶، ثم وسائل ائتمان و وسائل دفع غير نقدية، بلغ هذا التطور قيمته بعد إرساء مبدأ التخصص⁵⁷⁷، الذي ساهم في خلق أسواق مختلفة بالرغم من كونها متداخلة و متكاملة، و التي من بينها الأسواق المالية.

تعرف السوق المالية بأنها "المكان الوحيد الذي يلتقي فيه العرض و الطلب، ليتم بموجبه تبادل الأدوات المالية مثل القيم المنقولة أو العقود المالية الآجلة أو السلع..."⁵⁷⁸، عرفها البعض الآخر كونها "ليست فقط المكان، إنما هي أيضا الإطار القانوني المحدد الذي تلتقي فيه طلبات المستثمرون و عروض البائعون حول سلعة أو مال معين"⁵⁷⁹.

⁵⁷⁴ - حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية، مفاهيم و تطبيقات، دار زهران، عمان، 1998، ص12.

⁵⁷⁵ - السوق هو أماكن التقاء الجماعات، تعرض فيه فوائدها و تبحث عن حاجتها أو ما ينقصها، صاحبها تنظيمات مختلفة فصار التعاقد في أماكن محدّدة ثم في أوقات محدّدة، بالرغم من أن التعامل فيها كان يتم بطرق بدائية و بطرق بسيطة. أنظر: المرجع نفسه ص13، و عيسى نجا، تقييم أداة الأسواق المالية، دراسة حالة: تجربة الأردن، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، 2003، ص04.

⁵⁷⁶ - ظهرت أول عملية نقدية في النمسا، بفضل جهود الملك " كريسوس " CRUSUS، الذي حكم عرش "ليدي" LYDIE في الفترة الممتدة ما بين 560 و 546 ما قبل الميلاد. للتفصيل راجع:

THIVAUD (T.M), « Le phénomène financier et les marchés financiers en perspective historique: des sociétés antiques à la création de la bourse de Paris en 1724 », Revue économique, op.cit, p.21.

⁵⁷⁷ - ظهرت أسواق متخصصة من حيث نشاطها، بالنظر إلى السلع المتداولة فيها، المؤطرين لها و المتدخلين فيها. للتفصيل أنظر: صادق حسين، "بحوث في أعمال البورصات"، مجلة القانون و الإقتصاد، كلية الحقوق بجامعة القاهرة، عدد 01، 2009، ص80.

⁵⁷⁸ - DE NAYER Marie Christine, « L'unicité de prix », BULL-Jolly, bourse et produits financiers, Mai-Juin 1993, p.267.

⁵⁷⁹ - نقول الأستاذة ARNAUD-VALLEE بشأنها ما يلي:

« Le marché financier est un cadre juridique déterminé (et non seulement un lieu), où se rencontre les demandes des acheteurs et les offres des vendeurs d'un bien donné ».

تعرض في السوق المالية الورقة المالية على الجمهور لأول مرة قصد بيعها و تسويقها تسمى بالسوق الأولية، بعدها قد تتداول فيها الورقة بالبيع و الشراء في السوق الثانوية⁵⁸⁰، فبذلك تؤدي الأسواق المالية دور جد مهم في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية التي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها و بين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل و بشروط جيدة⁵⁸¹.

جاءت السياسة الجديدة للدولة الجزائرية المتمثلة في جلب الإدخار و تعبئته لمعالجة مشكلة التمويل، حاولت إيجاد حل للخروج من مشكلة نقص الموارد للمشاريع الإقتصادية و تحقيق التنمية، عن طريق الإعتماد على دعم الخواص و المبادرة الفردية لتمويل الشركات و المشاريع الإستثمارية الكبرى في السوق الأولية (فصل أول)، و خلق نظام يتم بموجبه التداول في هذه القيم المستثمرة يسمى بالبورصة، تمكّن المستثمر التخلص من السند الذي تمّ الإستثمار فيه في السوق الأولية(فصل ثان).

ARNAUD-VALLEE Anne, La protection de l'épargnant, Thèse de doctorat, Univ. Montpellier, 2002, p.49.

⁵⁸⁰- JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, op.cit, pp.24 et 25.

⁵⁸¹- بوسكاني رشيد، معوقات الأسواق المالية العربية ...، مرجع سابق، ص37.

الفصل الأول

العمليات الواقعة على القيم المنقولة في السوق الأولية

تعتبر الأسواق المالية جزء من النظام المالي كون هذا الأخير يشمل مجموع الأسواق المالية، المؤسسات المالية، رجال الأعمال، الأفراد و الحكومات التي تشارك في هذا النظام و في تنظيم العمليات⁵⁸². اعتبرها بعض من الفقه أنها "سوق القيم المنقولة..."⁵⁸³، عرفها البعض الآخر بأنها: "السوق التي يلتقي فيها العرض و الطلب على رؤوس أموال طويلة المدى، و هي سندات تتمثل في القيم المنقولة، تكرر حقوق لحامليها"⁵⁸⁴.

تشمل أسواق المال كل من المدخرين المستثمرين و المنشآت المالية و الأدوات المالية حيث يوجد في كل المجتمعات أصحاب الفوائض من السيولة⁵⁸⁵، فمجموع المدخرات الفردية هي التي تشكل رؤوس الأموال⁵⁸⁶، و يوجد في المقابل أصحاب العجز المالي الذين يريدون الإستثمار، لذا فإن السوق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى المؤسسات ذات العجز، لأن مدخرات البعض هي التي تشكل طرق تمويل البعض الآخر.

تنقسم السوق المالية إلى قسمين أساسيين هما: السوق الأولية تسمى سوق الإصدار عند اللجوء العلني للإدخار (مبحث أول) أو دون ذلك عن طريق التأسيس المغلق، و السوق الثانوية و هي سوق البورصة، تعتبر السوق الأولية حلقة الإتصال بين الوحدات التي تقوم بالإدخار و الشركات و المشروعات الإنتاجية، يتم تغطية عملية الإكتتاب المعلن عنها في السوق الأولية عن طريق تصريف الأوراق المالية المصدرة جهات مختصة، تتمثل في الوسيط في البورصة خولت له مهمة حيث خولت له تسويق الإصدارات (مبحث ثان).

⁵⁸² - عبد الغفار علي حنفي و السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية، أسواق رأس المال، البورصات، البنوك و صناديق الإستثمار، قسم إدارة الأعمال، (د. ب. ن)، 2009، ص 09.

⁵⁸³ - CHOINEL Alain, ROUYER Gérard, Le marché financier : structures et acteurs, 5^{ème} édition, Coll. Banque et ITB, Paris, 1993, p.39

⁵⁸⁴ - PILVERDIER- LATREYTE Josette, Finance d'entreprise, 6^{ème} édition, Economica, Paris, 1994, p.373.

⁵⁸⁵ - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة...، مرجع سابق، ص 39.

⁵⁸⁶ - FRANÇOIS Bénédicte, L'appel public à l'épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux, Thèse de doctorat, Univ. Panthéon-Assas, Paris II, 2003, p.11.

المبحث الأول

اللجوء العلني للإدخار: طريقة لإصدار القيم المنقولة

يسمى إصدار الأوراق المالية تلك العملية التي تنطلق من الإكتتاب في السندات إلى خلق و إصدار هذه السندات⁵⁸⁷. يسمى كذلك إصدارا للأوراق المالية العملية التي تعرضها المؤسسة إثر تأسيسها و ذلك بعرض رأسمالها الإجتماعي لاكتتاب الجمهور لأول مرة، أو عرض مقدار الزيادة إثر عملية زيادة رأس مالها سواء من قبل الحكومة أو الشركات الخاصة.

يمكن للشركة أن تلجأ إلى الدعوة العلنية للإدخار عند التأسيس، يكون عن طريق اللجوء إلى الجمهور للإكتتاب في رأسمالها، و هو ما يسمى بالتأسيس المتعاقب Fondation successive، و قد يكون التأسيس على شكل شركة مغلقة عن طريق اقتنصار الإكتتاب في رأسمالها على المؤسسين فقط، يطلق عليه التأسيس الفوري أو المغلاق Fondation simultanée, instantanée⁵⁸⁸، إلا أننا سنركز البحث على الدعوة العلنية للإدخار فهي من جهة تمس أكبر قدر من المستثمرين و من جهة أخرى فهي أكثر تعقيدا عن التأسيس المغلاق.

يعتبر تنظيم الدعوة العلنية للإدخار تنظيما محكما (مطلب أول) من أهم العناصر الأساسية لحماية الإستثمار في القيم المنقولة، كون حماية الجمهور الملتزم منه ادخاره هو الغاية من هذا التنظيم خاصة أن هذه القيم المنقولة المصدرة يجب أن يتم توظيفها من جهات رخص لها القانون ذلك وفق لأساليب حددها القانون (مطلب ثان)، ليكتتب فيها جمهور المستثمرين.

⁵⁸⁷- BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p.616.

⁵⁸⁸- حمر العين عبد القادر، "الإكتتاب في رأس مال شركة المساهمة، حالة التأسيس المفتوح"، مجلة الحقوق و العلوم السياسية، جامعة جيلالي ليايس، سيدي بلعباس، عدد 09، 2012، ص237.

المطلب الأول

الجانب النظري لعملية اللجوء العلني للإدخار

ترجم المشرع الجزائري تشجيعه للإستثمار في القيم المنقولة عن طريق تنظيمه للقواعد العامة لعملية اللجوء العلني للإدخار سنة 1993 بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المعدل و المتمم للأمر رقم 75-59 المتضمن القانون التجاري⁵⁸⁹ و كذلك المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ثم تدخلت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لإضافة إجراءات أخرى، تتعلق بإتمام عملية اللجوء العلني للإدخار.

يتمحور تدخل لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها في وضع مجموع القواعد المهنية⁵⁹⁰ التي تملي الإجراءات الخاصة بالإعلام الواجب نشره للجمهور من طرف الشركات التي تطرح قيمها المنقولة للإكتتاب عن طريق اللجوء العلني للإدخار بموجب نظامها رقم 96-02⁵⁹¹ الذي عدل سنة 2004 بموجب النظام رقم 04-02⁵⁹².

يعتبر اللجوء العلني للإدخار أكثر صعوبة و تعقيدا من الإكتتاب المغلق الذي يكون بين مؤسسي الشركة، لأنه يوجه إلى جمهور عريض بصفة عامة (فرع أول)، بعد اتباع الشركة الرغبة في إصدار قيما منقولة إجراءات الترخيص به لدخوله حيز التنفيذ على الأرض الواقع (فرع ثان).

⁵⁸⁹ - بالنسبة لتأسيس شركات المساهمة عن طريق اللجوء العلني للإدخار، تناولتها المواد من 595 إلى 604 من التقنين التجاري، مرجع سابق، أما بالنسبة لزيادة رأسمالها فقد تناولتها المواد من 687 إلى 708 من المرجع نفسه.

⁵⁹⁰ - حمليل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص.

⁵⁹¹ - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02 مؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علنية للإدخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق.

⁵⁹² - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 04-02، مؤرخ في 08 جوان 2004، يعدل و يتم النظام رقم 96-02، مؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علنية للإدخار عند إصدارها قيما منقولة، ج ر ج عدد 22، صادر في 27 مارس 2005.

الفرع الأول

مفهوم الدعوة العينية للإدخار

يستوجب أمن و سلامة الإدخار في القيم المنقولة تدخل المشرع من أجل تأطير عملية اللجوء العيني للإدخار بهدف ضمان حماية كافية للمكتتب، من أجل تشجيع هذه الوسيلة لتمويل الشركات و المؤسسات الكبرى، كما يجب طمأننة حاملي رؤوس الأموال عن طريق تأطير الدعوة العينية للمدخرين قانوناً⁵⁹³ هذا من جهة، و عن طريق توفير حماية كافية للسوق المستقبلية للقيم المطروحة من جهة أخرى، كون المدخر في القيم المنقولة طرف ضعيف يستوجب حمايته. يتم جمع رأسمال شركات المساهمة عن طريق الإكتتاب بنوعيه اكتتاب مغلق أو باكتتاب مفتوح بتوجيه دعوة عينية للإدخار (أولاً) و هو أكثر صعوبة و تعقيداً ، تلجأ إليه الشركات في مرحلتين محددتين من حياتها (ثانياً).

أولاً-تعريف الدعوة العينية للإدخار: لم يعرف إجراء اللجوء العيني للإدخار اهتماماً كبيراً من طرف الفقهاء لاهتمام أكثرهم بالشركات التجارية و نظامها القانوني خاصة منها شركات المساهمة، عرف تنظيمها قانونياً عبر مختلف القوانين نظراً لأهميته.

1- التعريف الفقهي للدعوة العينية للإدخار: بالرغم من تناول الفقه فكرة اللجوء العيني للإدخار بصفة عابرة، إلا أنه هناك من عرفه كونه "الوسيلة الأساسية و الأنسب للبحث عن المستثمرين"⁵⁹⁴. ركز هذا التعريف على الوظيفة التي تقوم بها عملية اللجوء العيني للإدخار المتمثلة في تحصيل رؤوس الأموال، إلا أنه يعاب عليه عدم دقته في تحديد المخاطبين بهذه الدعوة.

ورد تعريفاً آخر للدعوة العينية للإدخار كما يلي: "هو فتح المجال للجمهور للإكتتاب بالأسهم ليُعبر عن قبوله لأن يكون شريكاً في الشركة، من خلال تقديمه قيمة الأسهم التي اكتتب بها". يعاب على هذا التعريف كونه أغفل تحديد الفترات التي تلجأ إليه شركات المساهمة لتمويل مشاريعها، فقد يكون في بداية نشأتها أو أثناء حياتها عند زيادة رأس، كما أنه قد يكون بمخاطبة

⁵⁹³ - أيت مولود فاتح، حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة...، مرجع سابق، ص34.

⁵⁹⁴ - NEUVILLE Sébastien, Droit de la banque et marchés financiers, op.cit, p.303

الجمهور للإكتتاب إما في الأسهم أو في السندات أو غيرها، لذلك عرف كونه "وسيلة للتمويل عن طريق جمع الأموال لدى الجمهور المجهول من المدخرين، عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها خصوصاً"⁵⁹⁵.

نظرا لأهمية عملية الدعوة العلنية للإدخار في تحقيق التنمية الإقتصادية و الأهداف المسطرة من السياسة المتبعة و المنتهجة من طرف الدولة الجزائرية و مختلف الدول، ذهب البعض للقول بأن الدعوة العلنية للإدخار تتصل بالنظام الإقتصادي العام⁵⁹⁶، كون المستثمر يلعب دور حيوي في تحريك عجلة تنمية الإقتصاد، فهي ذات أهمية بالغة عرفت كونها "مجموع التدابير المكرسة لحماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة"⁵⁹⁷.

تعتبر هذه التعريف إقتصادية بحتة، أغفلت العديد من العناصر التي تعتبر أساسية في تعريف الدعوة العلنية للإدخار لذلك يمكن تعريفها كما يلي: "هو مجموع التدابير المتخذة من أجل تنظيم العلاقات الإقتصادية من طرف السلطة العامة، التي ترمي إلى تجميع رؤوس الأموال عن طريق فتح المجال للجمهور للإستثمار في القيم المنقولة المصدرة، من طرف الشركات المساهمة عند تأسيسها أو إثر زيادة رأسمالها".

2- التعريف القانوني للدعوة العلنية للإدخار: نحاول البحث عن التعريف القانوني للقانونين الفرنسي و الجزائري.

أ- في القانون الفرنسي: بالرغم من استرجاع الملك الفرنسي "فيليب الرابع" سيادته، في تسيير و تنظيم الأسواق المالية الوطنية بقواعد عامة، صاغتها نصوص ملكية في القرون الوسطى، فكانت تمثل الإطار القانوني الحقيقي التابع للدولة⁵⁹⁸، إلا أنه لم يتم و إلى زمن قريب تعريف إجراء اللجوء العلني للإدخار.

اكتفت مختلف القوانين المنظمة للسوق المالية بسرد الحالات التي تلتزم فيها الشركة المصدرة للأوراق المالية بالإستعانة بهذا الإجراء دون وضع إطار قانوني ينظمه إلى غاية صدور

⁵⁹⁵ - القليوبي سميحة، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 228.

⁵⁹⁶ - GRANIER Thierry, « La notion de l'appel public à l'épargne », Rev. Soc, 1992, p.692.

⁵⁹⁷ - MEDAL Juliette, « Les marchés financiers et l'ordre public », op.cit, p.205.

⁵⁹⁸ - THIVAUD (T.M), « le phénomène financier et les marchés financiers en perspective historique : des sociétés antiques à la création de la bourse de Paris en 1724 », op.cit, p.31.

القانون الصادر في 24 جويلية 1867 المتعلق بالشركات، تم تعديله بموجب القانون الصادر 1935 حيث عدّلت المادة 33 من القانون القديم، ليضيف التزام جديد على عاتق الشركة التي تلجأ علنية للإدخار، يتمثل في التزامها باختيار محافظ للحسابات من القائمة المحددة سلفا من الجهة المختصة بمراقبة السوق المالية⁵⁹⁹.

عُدل القانون الصادر سنة 1935 بدوره سنة 1966 بموجب القانون رقم 66-537 المتعلق بالشركات التجارية المؤرخ في 24 جويلية 1966، و بالرجوع إلى أحكام المادة 72 منه، فإنها تنص على ما يلي: "تعد من الشركات التي تلجأ إلى الإعلان العلني للإدخار الشركات المسجلة سندات في سوق منظمة، أو التي تلجأ للتوظيف الخاص لسنداتهما مهما كان نوعها إما إلى الوسطاء في عملية البورصة و إما إلى أساليب الإشهار و إما إلى السعي المصفاي"⁶⁰⁰. أسست هذه المادة قرائن قطعية بمجرد توفيرها في الشركة، تلتزم بذلك إتباع إجراء الدعوة العلنية للإدخار⁶⁰¹.

تعرضت المادة 72 من القانون رقم 66-537 المتعلق بالشركات إلى عدة انتقادات و تأويلات سواء على مستوى المحاكم، أو على مستوى لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB) لاكتفائها بتقديم القرائن السابقة دون تقديم تعريف الدعوة العلنية للإدخار، الأمر الذي أدى بهذه الأخيرة إلى إصدار النظام رقم 88-04 المتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف شركات المساهمة التي تلجأ علنية للإدخار⁶⁰².

⁵⁹⁹ - ذهب بعض من الفقه إلى القول بأن هذا التعديل كان مظهرها كونه لم يمس إلا مواد محدودة. للتفصيل أنظر: NEUVILLE Sébastien, Droit de la banque et marchés financiers, op.cit, pp.304 et 305.

⁶⁰⁰ - Loi n° 66-537 du 24 Juillet 1966 sur les sociétés commerciales, JORF 26 Juillet 1966 rectificatif, www.legifrance.gov.fr

⁶⁰¹ - تتمثل هذه القرائن فيما يلي:- الشركة المقبول تداول سنداتها المالية في سوق منظمة -الشركات التي تلجأ إلى التوظيف الخاص لسنداتهما عن طريق مقدمي خدمات الإستثمار-الشركة التي تلجأ إلى التوظيف الخاص لسنداتهما عن طريق إجراء الإستثمار - الشركة التي تلجأ إلى التوظيف الخاص عن طريق السعي المصفاي. نقلا عن:

حمليـل نـوارـة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 306.
⁶⁰² - Arrêt du 06 Juillet 1988 portant homologation du règlement de la COB n° 88-04 relatif à l'informations à publier par les collectivités faisant appel public à l'épargne (Art 1), JORF du 14-07-1988, www.legifrance.gouv.fr

أضاف هذا النظام معياراً آخر يتمثل في النشر الفعلي للسندات المصدرة من قبل الشركة المساهمة بين جمهور يفوق عدده 300 شخص⁶⁰³، الذي تبنته اللجنة مرة أخرى بموجب إصدارها للنظام رقم 92-02 المتعلق بعرض القيم غير المسعرة على الجمهور⁶⁰⁴.

تأثر المشرع الفرنسي بالمعيار الذي أضافته لجنة عمليات البورصة الفرنسية عند استعمال الشركة وسيلة تمويل مشاريعها عن طريق اللجوء العلني للإدخار، لذلك أدرجها في القانون رقم 98-546 المؤرخ في 02 جويلية 1998 الذي تضمن عدة أحكام اقتصادية و مالية، ما أدى إلى توسيع مجالات اللجوء العلني للإدخار.

أمام صعوبة تطبيق هذه المعايير و التطورات التي عرفت الأسواق المالية التي بدأت تأخذ بعداً دولياً، صدرت التوجيه الأوروبية رقم 71/2003⁶⁰⁵ تهدف إلى توحيد تعريف الإعلان العلني للإدخار في كل قوانين الدول التي تنتمي إلى المجموعة الأوروبية، حتى لا تعتبر نفس العملية في دولة عضوة إعلان علنياً للإدخار في حين تعتبر في دولة أخرى طريقة أخرى لتمويل الشركة، إلا أنها أطلقت على إجراء العلني للإدخار تسمية "عرض السندات المالية على الجمهور".

⁶⁰³ - أثار هذا النص انتقادات و نقاشات عدة من طرف رجال القانون و الإقتصاد، للتفصيل أنظر:

GRANIER Thierry, «La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance n° 2009-08 du 22 Juillet 2009», Revue D.D.B.F, Mars- Avril, 2009, p.07.

PELTIER Frédéric, «sociétés commerciales et l'appel public à l'épargne», Les petites affiches, 29 Avril 1992, N° 52, p.22.

GRANIER Thierry, «Appel public à l'épargne», J- Cl. Sociétés-Traité 2000, Fasc 1610, p.710.

⁶⁰⁴ - حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 306.

⁶⁰⁵ - Directive Européenne n° 2003/71 du placement Européen et du conseil du 04 Novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières en vue de l'admission de valeurs mobilières et à la négociation et modifiant la directive n° 2001-34/CE, JOCE du 31/12/2003.

و بشأن هذه التعليلة يقول الأستاذ OLD Daniel ما يلي:

« La directive 2003/71/ C E du 04 Novembre 2003 dite directive « prospectus » avait défini l'appel public à l'épargne comme «une communication adressée sous quelque forme que ce soit et par quelque moyen que se soit, à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières ».

OLD Daniel, Droit des sociétés cotées, op.cit, p.85.

تدارك المشرع الفرنسي وجود تناقض حتى بعد إصداره القانون المؤرخ في 26 جويلية 2005⁶⁰⁶، إلا أنه في سنة 2009 عدل القانون الداخلي الفرنسي و وحده مع القواعد الأوروبية بموجب الأمر رقم 80-2009⁶⁰⁷، و تبنى بموجبه تسمية عرض السندات المالية على الجمهور الواردة في التوجيهية الأوروبية رقم 71/2003 السالفة الذكر⁶⁰⁸، كما بيّن الحالات التي تلتزم فيها الشركة بإجراء الإعلان العلني للإدخار، في المادتين L411-1 و L411-2-I من التقنين النقدي و المالي⁶⁰⁹، و في نفس السنة تمّ صدور المرسوم التنفيذي رقم 2009-558⁶¹⁰، يتضمن كيفية تطبيق الأمر رقم 80-2009 المذكور أعلاه.

ب- في القانون الجزائري: كرس المشرع الجزائري هو الآخر إجراء الإعلان العلني للإدخار سنة 1993، يظهر ذلك في نصوص القانون التجاري و في أحكام القوانين المختلفة المتعلقة ببورصة القيم المنقولة، إلا أنه سائر موقف المشرع المصري⁶¹¹ و الفرنسي في عدم تعريفه له، حيث اكتفى بسرد معايير و قرائن قانونية بموجبها تلتزم الشركة بإتباع إجراء اللجوء العلني للإدخار. تبنى المشرع الجزائري كذلك التعريف التقليدي الذي وضعه المشرع الفرنسي في القانون المؤرخ في 24 جويلية 1966 المتعلق بالشركات⁶¹²، استعانت لجنة تنظيم عمليات البورصة بنفس

⁶⁰⁶- La loi n° 2005-842 du 26 Juillet 2005, pour la confiance et la modernisation de l'économie.

⁶⁰⁷- Ordonnance n° 2009-80 du 22 Janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et pourtant diverses dispositions en matière financières, JORF, n° 0019 du 23 Janvier 2009, www.legifrance.gouv.fr

⁶⁰⁸- GARNIER Thierry, « La réforme de l'appel public à l'épargne pour l'ordonnance n° 2009-08... », op.cit, p.85.

للتفصيل عن معايير الدعوة العلنية للإدخار في القانون الفرنسي راجع:

PELTIER Frédéric, « L'information financière », Banque et droit, n°24, Juillet –Aout 1992, p.132.

⁶⁰⁹- Art. L 411 et Art. L 411-2 -I du code monétaire et financier, www.legifrance.gouv.fr

⁶¹⁰- Décret n° 2009-558 du 19 Mai 2009 pris pour l'application de l'ordonnance n° 2009-80 du 22 Janvier 2009 relatif à l'appel public à l'épargne et pourtant diverse disposition en matière financière, JORF n° 0117, du 21 Mai 2009, www.legifrance.gouv.fr

⁶¹¹ - لم يعرف المشرع المصري إجراء اللجوء العلني للإدخار، بل اكتفى هو أيضا بتبيين المعايير أو القرائن التي تعتبر لجوءا علنيا للإدخار، و هي: -إذا زاد عدد المكتتبين عن مائة شخص، -إذا تمّ عن طريق أحد البنوك المرخص لها عن طريق الشركات التي تنشأ لهذا الغرض، أو الشركات التي يرخص لها بالتعامل في الأوراق المالية بعد موافقة الهيئة العامة للسوق. المادة 1/36 من القانون رقم 159 لسنة 1998. نقلا عن: عزت عبد القادر، الشركات التجارية، شرح الأحكام العامة و الخاصة للشركات التجارية، دار النسر الذهبي للطباعة، 1999، ص ص. 205 و 206.

⁶¹² - حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 307.

المعايير المحددة في المادة 43 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة لتحديد إجراء اللجوء العلني للإدخار، مع إتيانها بمعيار جديد و أضافته إلى المعايير السابقة يتمثل في توظيف الأصول المالية بحجم يتعدى دائرة محدودة من الأشخاص، يتحقق إذا إشتمل أكثر من مئة شخص⁶¹³.

تجدر الإشارة إلى أن هذه المادة لم تقدم تعريفا للجوء العلني للإدخار⁶¹⁴، وضعت و حددت القرائن التي تعتبر لجوء علنيا للإدخار في حالة ما إذا اتبعتها الشركة المصدرة للقيم المنقولة، فيكون الإكتتاب عاما إذا تحققت إحدى هذه القرائن. بمعنى آخر إذا عملت الشركة بأحد هذه الإجراءات يعتبر لجوء علنيا للإدخار و إن نشرت قيمها المنقولة محل الإصدار بحجم دائرة يتعدى 100 شخص، ينتج عنه إتباعها للإجراء العلني للإدخار لأنه معيار كافي لتكييف العملية بأنها دعوة علنية للإدخار⁶¹⁵.

إلى جانب ذلك فإن المادة 02 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 أعادت صياغة قرينة أو معيار اللجوء العلني إلى أساليب الإشهار العادي⁶¹⁶ لتوظيف أصولها المالية (قيمها

⁶¹³ - تنص المادة 02 من نظام الجئة رقم 96-02 يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق، على ما يلي: "إن الطابع العلني للجوء للإدخار ينتج عن:

- توظيف الأصول المالية بحجم يتعدى دائرة محدودة من الأشخاص.
- قبول الأصول لدى بورصة القيم المنقولة.
- اللجوء إلى البنوك، إلى المؤسسات المالية أو الوسطاء في عمليات البورصة، و إما إلى أساليب الإشهار العادي و إما إلى السعي المصفاقي.
- إن توظيف الأصول بحجم يتعدى الدائرة المحدودة يفترض حدوثه عندما يبلغ أكثر من 100 شخص".

⁶¹⁴ - استعمل المشرع في هذه المادة تسمية اللجوء العلني للإدخار بدلا من اللجوء إلى التوفير علنا المنصوص عليه في المرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، استبدل كلمة التوفير بكلمة "الإدخار". أكدت على هذه التسمية المادة 21 من القانون رقم 93-04 يعدل و يتم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

⁶¹⁵ - نهج المشرع الجزائري نهج المشرع الفرنسي الذي سلكه في القانون الصادر في 24 جويلية 1966، و نظام لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB) رقم 88-04، إلا أن هذا كان خطأ منه لأن المشرع الفرنسي تدارك خطأه فصحه سنة 1991 عن طريق إعلان صادر عن اللجنة، نصت على أن الإشهار البسيط هو ذلك الإشهار الذي يكون الغرض منه هو تقديم الشركة و التعرف عن وضعيتها (إعلام دوري).

⁶¹⁶ - عرف القانون رقم 04-02 الذي يحدد القواعد المطبقة على الممارسات التجارية المعدل و المتمم في المادة 03 منه الإشهار كما يلي: " كل إعلان يهدف بصفة مباشرة، أو غير مباشرة إلى ترويج بيع السلع أو الخدمات مهما كان المكان أو وسائل الإتصال المستعملة".

نتساءل هل يطبق أحكام هذا القانون على القيم المنقولة باعتبارها سلعة معنوية تباع و تُشتري؟

المنقولة)، و الإشهار يعني كل تقنيات الإتصال التي تهدف إلى التعريف بالسندات محل التوظيف و بالخصوص طرق الإقتناء المقترحة، كما أنه يجب أن يهدف إلى التوظيف و النشر الواسع للسندات.

عدّل المشرع الجزائري المادة 43 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 بموجب المادة 17 من القانون رقم 03-04⁶¹⁷، فحذف في الصياغة الجديدة معيار اللجوء إلى أساليب الإشهار العادي للجوء العلني للإدخار⁶¹⁸، صحّح الخطأ الذي وقع فيه باتخاذ الموقف القديم للمشرع الفرنسي خاصة أنها أساليب تلجأ إليها الشركة المصدرة للقيم المنقولة بمناسبة ممارستها لنشاطاتها العادية⁶¹⁹، لأن الشركة ملزمة بتبليغ المساهمين بجملة من المعلومات التي تتعلق بالوضعية المالية و الاقتصادية للشركة⁶²⁰،

تتمثل هذه المعلومات في النشرات التي تلتزم بإيداعها في النشرات الرسمية للإعلانات القانونية بصفة دورية في المركز الوطني للسجل التجاري، فهو إجراء عادي ليس له أدنى صلة بتوظيف القيم المنقولة الصادرة من الشركات أو الإكتتاب فيها سواء أثناء الإعلان العلني عنها أو لاحقاً⁶²¹.

عن الإشهار عن عملية اللجوء العلني للإدخار لتوظيف القيم المنقولة، الصادرة من الشركات في دائرة أكبر بين الجمهور يقول PELTIER Frédéric أنه ما يهم هو تحقيق الهدف المرجو من العملية، و ليس الوسيلة المستعملة في ذلك.

PELTIER Frédéric, «Appel public à l'épargne», op.cit, p.05.

⁶¹⁷ - أصبح نصها كما يلي: "تعد من الشركات التي تلجأ إلى الإدخار العلني الشركات ذات السندات المقبولة للتداول ابتداء من تاريخ تسجيلها أو تلك التي تلجأ إلى توظيف سنداتهما مهما كان نوعها، إما إلى البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء".

⁶¹⁸ - حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص308.

⁶¹⁹ - كتعديل قانونها الأساسي، أو الإعلام الذي يتم إعداده و الذي يقدم عند انعقاد الجمعيات العامة العادية.

ERFANI Mahmoud, L'information des actionnaires, Etude comparative, Thèse pour le doctorat d'Etat en droit, Univ. Paris II, 1976, p.09.

⁶²⁰ - المواد من 677 و 678 و 680 من التقنين التجاري، مرجع سابق. و إذا رفضت الشركة ذلك يجوز للجهة القضائية التي تكون مقر الشركة في دائرة اختصاصها أن تفصل في قسمها الإستعجالي و تأمر الشركة بناء على طلب المساهم بتقديم المعلومات المتعلقة بها. المادة 683 من المرجع نفسه. للتفصيل أنظر:

URBAIN -PARLEANI Isabelle, BOIZAR Martine, «L'objectif d'information dans la loi du 24 Juillet 1966», Rev. Soc, Juillet- Septembre, 1996, p.455.

⁶²¹ - يعتبر إجراء عادي ليس له أية صلة باللجوء العلني للإدخار، أو بتحقيق توزيع أكثر لسندات الشركة المعروضة للإكتتاب فيها من الجمهور، يقول "بونو تيري" BONNEAUX Thierry و "دريمو فرانس" DRUMOND France ما يلي:

حذف المشرع الجزائري كذلك معيار السعي المصفاي الذي نص عليه في المادة 43 من المرسوم التشريعي قبل تعديله، أقرت عليه لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها في المادة 02 من نظامها رقم 96-02 السابقين الذكر، لاعتبار الشركة قد لجأت علنية للإدخار فهذا لا يعني أنه استغنى عن هذا المعيار، إنما تفادى التكرار و تبنى الاختصار⁶²².

قد تلجأ الشركة إلى البنوك و المؤسسات المالية في عمليات البورصة لتوظيف سنداتها، و هو دليل على أنها لا ترغب في اللجوء إلى توظيف قيمها المنقولة محل الإصدار إلى الإكتتاب الخاص، إنما ترغب في تحقيق توزيع أكثر شمولاً و اتساعاً لسنداتها، فهذا لا يتحقق إلا بالسعي المصفاي و إلا ما الهدف من تدخل البنوك و المؤسسات المالية و الوسطاء في توظيف القيم المنقولة الصادرة من الشركات المساهمة⁶²³.

ثانياً- فترات لجوء الشركة للدعوة العلنية للإدخار: تستعين شركة المساهمة بإجراء الدعوة العلنية للإدخار عند طرحها للقيم المنقولة التي أصدرتها في السوق الأولية لتمويل مشاريعها بمدخرات الأفراد و المؤسسات، بعدما كانت تعتمد على مصادر تمويل أخرى في فترتين من مراحل حياتها هما: عند تأسيسها أو عند زيادة رأسمالها.

1- عند التأسيس: تتأسس شركة المساهمة عن طريق اللجوء العلني للإدخار بمراعاة القواعد القانونية التي قررتها مختلف القوانين، لاعتبار الشركة عقد يتمخض منه شخص معنوي و كون العقد الذي تتأسس بموجبه بمثابة دستور ينظم وجودها و نشاطها⁶²⁴.

أ- التعريف بمؤسسي الشركة: قبل الحديث عن إجراءات تأسيس شركات المساهمة عن طريق اللجوء العلني للإدخار يجب التعريف بالمؤسس، نظراً لأهميته المعتبرة في تحديد الأشخاص الذين

« La publicité se limite à la simple présentation de la société et de ses activités, et ne contient aucune incidence sur le placement ou la souscription des titres, ni l'allusion propre d'éventualité d'une prochaine opération de placement des titres ».

BONNEAUX Thierry, DRUMOND France, Droit des marchés financiers, 2^{ème} édition, op.cit, p.393.

⁶²² - حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص308

⁶²³ - المرجع نفسه.

⁶²⁴ - بن عالية فاطمة الزهراء، حرية المساهمة في التنازل عن الأسهم، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2007-2008، ص01.

تقع عليهم مسؤولية الأعمال الناتجة عن تأسيس شركتهم، عرّفه الأستاذ "جاك الحكيم" كونه "كل شخص ساهم في تأسيس الشركة سواء اقتصر دوره على دراسة مشروع الشركة المقترح أو تنفيذه أو في استحصال الترخيص لتأسيس الشركة أو تأمين الإكتتاب بأسهمها... أو أي عمل آخر"⁶²⁵. استقر القضاء الفرنسي في نفس المعنى واعتبر المؤسس "كل من يساهم في تنظيم الشركة و وضعها في حالة حركة و تشغيل"⁶²⁶.

لم يعرف المشرع الجزائري المؤسس خلافا لما فعلته بعض التشريعات العربية المقارنة المصري⁶²⁷ و التونسي⁶²⁸، كما أنه لم ينص صراحة على الشروط الواجب توفرها في المؤسس على خلاف المشرع المصري⁶²⁹، إلا أنه باستقرار نص المادة 595 من التقنين التجاري يفهم بأنه يجب أن يكون المؤسس متمتعاً بالأهلية القانونية، لأن هذه المادة أوقعت عليهم مسؤولية من جراء قيامهم ببعض الإجراءات التي يملئها القانون لإتمام تأسيس الشركة، سواء كانت مسؤولية مدنية أو جزائية⁶³⁰، و عدم اشتراط الأهلية في مؤسس الشركة لم يكن سهواً من المشرع الجزائري لأنه أمر بديهي.

⁶²⁵ - جاك الحكيم، الشركات التجارية، (د.د.ن)، دمشق، (د.ب.ن)، ص 286.

⁶²⁶ - نقلا عن: سميحة القليوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 145. يعرّف المؤسسون أيضا كونهم الأشخاص الذين يبرمون عقدا فيما بينهم لتأسيس الشركة و يتولّون إتمام الإجراءات التي يتطلبها القانون. أنظر: فوزي محمد سامي، شرح القانون التجاري، مرجع سابق، ص 26.

⁶²⁷ - عرّف المشرع المصري المؤسس في المادة 07 من القانون رقم 159 لسنة 1981 على أنه: "يعتبر مؤسسا للشركة كل من يشترك اشتراكا فعليا في تأسيسها بنية تحمل المسؤولية الناشئة عن ذلك".

⁶²⁸ - عرّفه المشرع التونسي في الفصل 164 من القانون رقم 93 لسنة 2000، مؤرخ في 03 نوفمبر 2000، يتعلق بإصدار مجلة الشركات التجارية، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية عدد 89 لـ 07-11-2000 كما يلي: "كل من يساهم فعليا في تأسيس الشركة، ولا يمكن أن يكون من بين المؤسسين الشخص الذي فقد حقه في إدارة الشركات و التصرف فيها".

⁶²⁹ - تنص المادة 01 من اللائحة التنفيذية رقم 159، الصادرة بالقرار 96 لسنة 1982 على ما يلي: "يجوز أن يكون مؤسسا في شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم كل شخص طبيعي تتوافر فيه الأهلية اللازمة وكذلك كل شخص مغنوي يدخل في أغراضه تأسيس مثل هذه الشركات".

⁶³⁰ - يجب الرجوع إلى المادة 40 من القانون المدني، مرجع سابق، باعتباره الشريعة العامة، كما أنه أكدت على شرط الأهلية في المؤسس المادة 02 من القانون رقم 90-22 مؤرخ في 18 أوت 1990، يتعلق بالسجل التجاري، معدل و متمم بالقانون رقم 91-14 مؤرخ في 14 سبتمبر 1991، و بالأمر رقم 96-07 مؤرخ في 10 جانفي 1996، ج رج ج عدد 36، صادر في 22 أوت 1990.

ب- إجراءات تأسيس الشركة عن طريق الدعوة العلنية للإدخار: لا يعقل أن يباشر في إجراءات تأسيس شركة تلجأ علنية للإدخار شخص قاصر⁶³¹، خاصة لما تلعبه من دور في جمع المدخرات من الجمهور بهدف تمويل المشاريع و إنعاش الإقتصاد الوطني هذا من جهة، و من جهة أخرى فإن الشروط المحددة في المرسوم حسب نص المادة 595 من التقنين التجاري يقصد بها أحكام المادة 02 من المرسوم التنفيذي الذي صدر بهذا الشأن رقم 95-438 الذي يتضمن أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و الجمعيات، خاصة أنه صدر مباشرة بعد صدور المرسوم التشريعي رقم 93-08 الذي يعدل و يتمم القانون التجاري.

يلتزم المؤسسون كذلك احترام التدابير و الأحكام المنظمة للسوق المالية خاصة المرسوم التشريعي رقم 93-10، و أنظمة ل.ت.ع.ب.م فيما يتعلق بالإعلام الواجب نشره عند إصدار قيما منقولة، تقوم الشركة بطبع بيان إعلامي و نشره يتضمن المعلومات الأكثر أهمية و دلالة المتعلقة بالمصدر و بالعملية المزمع إنجازها بغية إعلام واضح ملائم للراغبين بالإكتتاب⁶³².

أصدرت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها تعليمية تتضمن النشرات القانونية الواجب نشرها و البيانات التي يجب أن تتضمنها تتمثل في التعليم رقم 93-07⁶³³، بغرض حماية جمهور المدخرين الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم، عن طريق توفير لهم المعلومة الملائمة لتمكينهم اتخاذ قرارات الإستثمار في هذه الشركة وهم بدراية تامة بوضعية الشركة و بمستقبلها.

⁶³¹ - على خلاف ذلك يمكن له أن يصبح مساهما في الشركة، بنوبه في ذلك وليه أو وصيه، للتفصيل أنظر: عمورة

عمار، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق، ص109.

⁶³² - المادة 07 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علنية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق.

⁶³³ - تعليمية رقم 97-03 صادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، بتاريخ 30 نوفمبر 1997، تتضمن تطبيق نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02 مؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علنية للإدخار عند إصدارها قيما منقولة، و التي تقضي على ما يلي:

« Le prospectus est destiné au grand public. Il doit être un document clair et pratique où les principaux renseignements recherchés par les souscripteurs peuvent être facilement trouvés ».

و عن مضمون محتوى البيان الإعلامي أنظر الملحق 03 من نفس التعليمية.

تفتح شركة المساهمة التي تلجأ علانية للإدخار باب الإكتتاب في كامل رأسمالها المقدر بخمس (5) ملايين دينار جزائري⁶³⁴، على أن تدفع قيمة أسهمها الإسمية بنسبة الربع (1/4) على الأقل، يتم وفاء الزيادة مرة واحدة أو عدة مرات، بناء على قرار مجلس الإدارة أو مجلس المديرين، حسب كل حالة، على أن لا يتجاوز هذا الوفاء أجل أقصاه خمس (5) سنوات، ابتداء من تاريخ تسجيل الشركة في السجل التجاري⁶³⁵.

لا تخص هذه الآجال الأسهم العينية التي يجب الوفاء بقيمتها كاملة عند استكمال الشركة لكيانها النهائي⁶³⁶، توزع الأموال الناتجة عن الإكتتاب و قائمة المكتتبين و المبالغ التي يدفعها كل مكتتب لدى الموثق ولدى مؤسسة مالية مؤهلة قانونا لذلك، مثبتة في تصريح المؤسسين بواسطة عقد يحرره موثق⁶³⁷.

يقوم المؤسسون بعد تصريح بالإكتتاب و الدفعات باستدعاء المكتتبين إلى جمعية عامة تأسيسية، تتحقق هذه الأخيرة من الرأسمال المكتتب به تماما و المبالغ المستحقة الدفع، و تبدي رأيها بالمصادقة على القانون الأساسي للشركة، الذي لا يقبل التعديل إلا بإجماع آراء جميع المكتتبين، بذلك تعين القائمين بالإدارة الأولين أو أعضاء مجلس المراقبة و تعين واحد أو أكثر من مندوبي الحسابات⁶³⁸.

تحرر الجمعية العامة التأسيسية محضر الجلسة عند نهايتها تثبت فيها قبول القائمين بالإدارة، أو أعضاء مجلس المراقبة و مندوبي الحسابات لوظائفهم يعين في حالة ما إذا كانت الحصص المقدمة عينية، ما عدا في حالة وجود أحكام تشريعية خاصة، مندوب واحد للحصص أو أكثر بقرار قضائي بناء على طلب المؤسسين أو أحدهم⁶³⁹.

⁶³⁴ - المادة 594 من التقنين التجاري، مرجع سابق. حدده المشرع المصري في المادة 41 من اللائحة التنفيذية لقانون رأسمال رقم 95 لسنة 1992 بمليون جنيه على الأقل. نقلا عن: نغم حنا رؤوف ننييل، النظام القانوني لزيادة رأسمال الشركة المساهمة، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، (د.س.ن)، ص19.

⁶³⁵ - المادة 596 من التقنين التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁶³⁶ - نبيل عبد الله، " أسهم الشركات"، مرجع سابق، ص18.

⁶³⁷ - المادة 598 و 1/599 من التقنين التجاري، مرجع سابق، و القانون رقم 06-02 مؤرخ في 20 فيفري 2006، يتضمن تنظيم مهنة الموثق، ج ر ج عدد 14، صادر في 08 مارس 2006.

⁶³⁸ - المادة 600 من التقنين التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁶³⁹ - المادة 601 من المرجع نفسه.

يملك المكتتبين حق الإقتراع بأنفسهم أو بواسطة ممثليهم حسب الشروط المنصوص عليها في القانون، تتداول الجمعية التأسيسية حسب الشروط استكمال النصاب و حسب الأغلبية المقررة في الجمعيات غير العادية. يملك كل مكتتب عدد من الأصوات يعادل عدد الحصص التي اكتتب بها دون أن يتجاوز ذلك نسبة خمس بالمائة (5%) من العدد الإجمالي للأسهم، و ليس لمقدم الحصة العينية صوتا في المداولة، عندما تتداول الجمعية حول الموافقة على حصة عينية لا لنفسه و لا بصفته وكيلًا⁶⁴⁰.

يلتزم المؤسسين بإتمام إجراءات تأسيس الشركة في أجل أقصاه ستة (6) أشهر، تحسب ابتداء من تاريخ إيداع مشروع القانون الأساسي بالمركز الوطني للسجل التجاري، كما أجاز المشرع لكل مكتتب أن يطالب أمام القضاء بتعيين وكيل يكلف بسحب الأموال من أجل إعادتها للمكتتبين بعد خصم مصاريف التوزيع، أما إذا قرر المؤسس أو المؤسسون فيما بعد استكمال إجراءات التأسيس وجب عليهم القيام بإيداع الأموال من جديد و تقديم التصريح بالتأسيس الذي استكملوا إجراءاته المذكورة سابقا⁶⁴¹.

2- عند زيادة رأس المال: تسعى شركة المساهمة إلى تحقيق الأرباح باعتباره الهدف الأساسي لوجودها، كما تعمل على ضمان استمرار و دوام وجودها و تطوير نشاطها و توسيعه⁶⁴²، الذي قد يكون بإتباع إجراء زيادة رأسمالها المنصوص عليها قانونا استجابة لحاجات أو ظروف مختلفة، كأن ترى أن رأس مالها لم يعد كافيا لتحقيق الأغراض الجديدة التي تسعى لتحقيقه أو عجزت تسديد ديونها⁶⁴³، فعملت على تحويلها إلى حصص ممثلة في أسهم⁶⁴⁴.

⁶⁴⁰ - المادتين 602 و 603 على التوالي من التقنين التجاري.

⁶⁴¹ - المادة 604 من المرجع نفسه.

⁶⁴² - CORDIER Blandine, Le renforcement des fonds propres dans les sociétés anonymes, LGDJ, Paris, 1999, p.19.

⁶⁴³ - عباس مرزوق فليح العبيدي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 92. كلما مرت الشركة بفترات صعبة لسبب إلحاقها بخسارة سواء لسوء التسيير أو لقوة قاهرة تكون مجبرة بزيادة رأسمالها، لأنه من الصعب عليها الحصول على قروض بإصدارها لسندات الدين أو سندات الإستحقاق، لسبب فقدان المستثمرين الملتزمين منهم الدين الثقة في الشركة و في المشروع. أنظر في ذلك:

RIPERT Georges, ROBLOT René, Traité de droit commercial, op.cit, p.615.

⁶⁴⁴ - نغم حنا رؤوف ننيلى، النظام القانوني لزيادة رأس المال شركة المساهمة، مرجع سابق، ص 45 و 46.

أ- **التعريف بزيادة رأسمال الشركة:** زيادة رأس مال الشركة هو استثمار إضافي في الشركة لتوسيع نشاطها بعد تكوينها و الشروع في القيام بالأنشطة التي تدخل في غرضها، فقد يعرض لهذه الشركات لتلبية حاجياتها من الأموال أن تزيد من رأسمالها⁶⁴⁵. فلا يشكل مبدأ ثبات رأس المال عائقاً للرفع منه⁶⁴⁶، لأن مخطط رأسمالها يرافقها و ما ينجز من التعديل في رأسمالها ينتج منه التعديل في قانونها الأساسي⁶⁴⁷، على هذا الأساس عرفه الأستاذ "أيت مولود فاتح" بأنه "تعديلاً لأحد بنود العقد الذي على أساسها تنشأ الشركة، و عليه يشكل تعديل رأس مال الشركة بالزيادة تعديلاً لأحد بنود نظامها".

أسند المشرع الجزائري قرار زيادة رأسمال الشركة إلى الجمعية العامة غير العادية نظراً لأهميته و خطورته، فهي وحدها تحتكر حق الإختصاص باتخاذ مثل هذا القرار بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الأحوال، إلا أن المشرع أجاز لها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس المديرين السلطات اللازمة لتحقيق زيادة رأس المال مرة واحدة أو أكثر⁶⁴⁸.

⁶⁴⁵ - علي قابوسة، "أثر هيكل التمويل على ربحية السهم العادي و معدلات نحو الوحدات الإقتصادية"، مرجع سابق، ص192. و أحمد شكري السباعي، التنظيم القانوني للسوق المالي المغربي (البنيات و الفاعلون)، دراسة قانونية و استشرافية لهيكل السوق المالي و لتدخلات الفاعلين فيه على ضوء آخر الإصلاحات، المعارف الجديدة، الرباط، 2006، ص27.

⁶⁴⁶ - عبد المنعم موسى إبراهيم، الإعتبار الشخصي في شركات الأموال....، مرجع سابق، ص177. إن زيادة الشركة لرأس مالها لا يلحق بها الضرر، فعلى خلاف ذلك يحقق لها مزايا عديدة، فبذلك تكون الشركة أكثر ضماناً لدائنيها بدلاً من اللجوء إلى الإقتراض من الغير حتى و إن كانت عملية الزيادة في رأس مال الشركة ينجز منها إجراء تعديل في القانون الأساسي للشركة. أنظر:

GUYON Yves, Droit des affaires, T1, Droit commercial et généralités, 9^{ème} édition, Economica, Paris, 1996, p.442

⁶⁴⁷ - KERDOUD Mehdi, Le capital social de la société anonyme en droit marocain, Thèse de doctorat, Univ, Perpignan, 2002, p.24.

⁶⁴⁸ - يعد هذا الحكم من النظام العام، فيعدّ لاغياً و كأنه لم يكن كل شرط بالعقد التأسيسي يحل مجلس الإدارة أو مجلس المديرين أو أي هيئة إدارية جماعية، سلطة اتخاذ قرار زيادة رأس المال. المادة 691 من التقنين التجاري، مرجع سابق. لم ينص المشرع الجزائري على إمكانية تفويض مجلس الإدارة السلطات أو جزء من السلطات المفوضة من طرف الجمعية العامة غير العادية لرئيسها، على خلاف ما هو عليه الوضع في القانون الفرنسي الذي نصت عليه المادة L255 من القانون التجاري الفرنسي، مرجع سابق. للتفصيل أنظر: أيت مولود فاتح، حماية الإخثار المستثمر في القيم المنقولة....، مرجع سابق، ص73.

ب- شروط زيادة رأس مال الشركة: تشترط مختلف التشريعات لزيادة رأسمال شركة المساهمة سواء لجأت علانية لإدخار الجمهور عن طريق الإكتتاب العام أو توجه هذا الإعلان فقط للمساهمين القدماء فيها، مجموعة من الشروط تهدف في مجملها إلى حماية كل من يرغب في استثمار أمواله عن طريق شرائها للسندات محل الإصدار على حد سواء، نذكرها فيما يلي:

ب1- أداء رأسمال الأصلي بالكامل: ألزم المشرع شركات المساهمة لقيامها بإجراء زيادة رأسمالها أن تكون قد استوفت كل القيمة الإسمية للأسهم الممثلة لرأسمالها و إلا كانت عملية الزيادة في رأس المال باطلة بطلان مطلق⁶⁴⁹.

يطبق شرط التسديد الكامل لرأس المال قبل زيادته أيضا على سندات الإستحقاق و سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى الأسهم⁶⁵⁰، و بذلك فإن المشرع الجزائري أخذ نفس موقف المشرع الفرنسي⁶⁵¹، بشأن وجوب تسديد رأس المال بكامله قبل القيام بأي عملية إصدار لأسهم جديدة واجبة التسديد نقدا، و ذلك تحت طائلة بطلان العملية.

ب2- صدور قرار الزيادة في رأس المال من الجمعية العامة غير العادية: خول القانون سلطة إصدار قرار الزيادة في رأس المال إلى الجمعية العامة الغير عادية، مع إمكانية تفويض هذا الإختصاص في حدود ما سمح لها القانون⁶⁵²، تتحقق الزيادة في رأس المال وجوبا، في أجل 05

⁶⁴⁹ - المادة 693 من التقنين التجاري، مرجع سابق. نص المشرع المصري على هذا الشرط في المادة 20 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992. هناك من القوانين التي لا تستوجب هذا الشرط القبلي لعملية الزيادة نذكر من بينها القانون الهندي. أيت مولود فاتح، حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص71. نقلا عن: SINGH Jasmer, L'augmentation du capital dans la société anonyme en droit comparé (droit Indiens, Français, Anglais, Allemand), Thèse de Doctorat, Univ. Paris, Faculté de droit et des sciences économiques, 1967.

⁶⁵⁰ - تنص المادة 715 مكرر 82 من التقنين التجاري، مرجع سابق، على ما يلي: "لا يسمح بإصدار سندات الإستحقاق إلا لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين، و التي أعدت موازنتين صادق عليها المساهمون بصفة منتظمة و التي يكون رأسمالها مسددا بكامله". تنص المادة 715 مكرر 114 من المرجع نفسه، على نفس الشرط بالنسبة لإصدار سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، و ذلك بإحالتها إلى المادة السابقة.

⁶⁵¹ - Article L225-131, (Anc L. N, n° 66-537, du 24 juillet 1966, Article 182), Code de commerce Français, op.cit.

⁶⁵² - المادة 674 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

(خمس) سنوات ابتداء من تاريخ القرار المتخذ من الجمعية العامة الغير العادية التي قررت ذلك⁶⁵³.

3- الفرق بين إصدار السندات و زيادة رأسمال الشركة: إن إدخال مساهمين جدد يتدخلون في إدارة الشركة و يقتسمون الأرباح قد لا يخدم المساهمين القدامى، لذلك يفضلون اللجوء إلى الإقتراض عن طريق إصدار سندات الإستحقاق، لأن الإقتراض لا يلزم الشركة خلال مدة القرض إلا بدفع فائدة معينة ثابتة محددة مسبقا⁶⁵⁴. أجاز المشرع الجزائري لشركات المساهمة الإقتراض بطريق إصدار سندات الإستحقاق بدعوى موجهة إلى الجمهور، وفقا لأحكام تلتزم باحترامها.

أ- شروط إصدار السندات: تتمثل شروط إصدار السندات في ما يلي:

- موافقة الجمعية العامة⁶⁵⁵.

- أن يكون رأسمال الشركة المكتتب به قد سدد بكامله⁶⁵⁶.

- مرور سنتين على الأقل من تأسيس الشركة⁶⁵⁷.

⁶⁵³ - المادة 1/692 من المرجع نفسه. لا يطبق هذا الأجل على الزيادات في رأس المال التي يمكن تحقيقها بواسطة تحويل السندات إلى أسهم، كما لا يطبق هذا الأجل أيضا على الزيادات التكميلية المخصصة لأصحاب السندات الذين اختاروا التحويل، أو أصحاب سندات الإكتتاب الذين يكونون قد مارسوا حقوقهم في الإكتتاب. المادة 2/692 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

⁶⁵⁴ - هناك من يرى أن سند الإستحقاق، جزء من قرض تطلبه المؤسسة أو الشركة من السوق المالية. دادي عدوان ناصر، اقتصاد المؤسسة، ط 2، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2003، ص 116.

إن أصحاب سندات الإستحقاق يفيدون الإقتصاد حيث يوجهون نحو اقتصاد السوق، فهم يستطيعون أن يوفروا التمويل لنطاق واسع من العملاء. للتفصيل أنظر: تشيريل و جراي، "دور المقرضين الحاسم في توجيه الشركات"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مجلد 34، عدد 02، جانفي 1997، ص 30.

⁶⁵⁵ - المادة 715 مكرر 84 من التقنين التجاري، مرجع سابق. لا تثير هذه المادة أي إشكال بشأن الجمعية العامة للمساهمين في حالة ما إذا قصد بها المشرع الجمعية العامة العادية أو غير العادية، لأن المادة 715 مكرر 116 من المرجع نفسه، تبين أن الجهة المختصة لإصدار سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، هي الجمعية العامة غير العادية بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين أو مجلس المراقبة، و على تقرير خاص لمندوب الحسابات.

⁶⁵⁶ - المادة 715 مكرر 1/82 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

⁶⁵⁷ - المادة 715 مكرر 1/81 من المرجع نفسه. استثناء أجاز المشرع للشركة أن تصدر سندات الإستحقاق التي تستفيد إما ضمانا من الدولة أو من أشخاص معنويين تابعين للقانون العام أو ضمانا من شركات المساهمة التي باشرت نشاطها

ب- إجراءات إصدار السندات: يشترط المشرع في المادة 715 مكرر 86 من التقنين التجاري على الشركات التي تلجأ علنية إلى الإيداع، و قبل افتتاح الإكتتاب القيام بإجراءات إشهار و شروط الإصدار، كما نص أنه تحدد إجراءات الإشهار عن طريق التنظيم، و فعلا صدر المرسوم التنفيذي رقم 95-438، تنص أحكامه بأنه يتم إجراء الإشهار بواسطة إعلان ينشر في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية، قبل الشروع في عمليات الإكتتاب و قبل أي إجراء يتعلق بالإشهار⁶⁵⁸. يشتمل هذا الإعلان على أهم البيانات التي تعرف الشركة و قيمة الإصدار و القيمة التي تصدر بها سندات الإستحقاق، نسبة حساب الفوائد و غيرها التي تبين نوع العملية المزمع القيام بها⁶⁵⁹.

تلتزم الشركة المصدرة لسندات الإستحقاق بأن ترفق الإعلان الذي يبين إجراء عملية إصدارها للسندات، مجموعة من الوثائق التي تؤكد عن وضعية الشركة و هي كما يلي:

- نسخة من الحصيلة الأخيرة التي توافق عليها الجمعية العامة للمساهمين يصادق عليها ممثل الشركة القانوني، وإذا ضبطت هذه الحصيلة في تاريخ يسبق تاريخ عملية الإصدار مدة تتجاوز عشرة أشهر، يعدّ جدول خاص بأصول الشركة و خصومها مدته عشرة أشهر تحت مسؤولية مجلس الإدارة و مجلس المديرين أو المسيرين حسب الحالة، و المعلومات المتعلقة بسير أعمال الشركة منذ بداية السنة المالية السابقة، و عند الإقتضاء إذا لم تنعقد الجمعية العامة العادية المدعوة إلى فصل الحسابات.

- إذا تمّ إصدار سندات الإستحقاق و كانت الدولة أو أحد أشخاص المعنويين التابعين للقانون العام ضامنة لها، أو كانت هذه السندات مرهونة بموجب سندات دين على ذمة هذه الأشخاص (الدولة و الأشخاص المعنويين الخاضعين للقانون العام)، أجاز المشرع استبدال الوثائق السابقة بمرجع الإشهار في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية المتعلقة بالحصيلة

و الموجودة منذ سنتين، و التي أعدت ميزانيتين صادق عليهما المساهمون بصفة منتظمة لإصدار سندات استحقاق، التي لا تتوفر فيها شرطي مرور سنتين من وجودها و سداد رأسمالها بكامله. المادة 715 مكرر 2/82 من المرجع نفسه.

⁶⁵⁸ - المادة 1/20 من المرسوم التنفيذي رقم 95-435، يتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمعات، مرجع سابق.

⁶⁵⁹ - المادة 2/20 من المرجع نفسه.

الأخيرة، أو الحالة المؤقتة للحصيلة التي تم إعدادها قبل عشرة (10) أشهر على الأكثر من تاريخ الإصدار، عندما تكون تلك الحصيلة أو هذه الحالة قد نشرت من قبل⁶⁶⁰.

الفرع الثاني

أحكام الإصدار عند اللجوء علنية للإدخار

يعني إصدار القيم المنقولة عرضها على الجمهور للإكتتاب فيها لأول مرة⁶⁶¹، يتم في السوق الأولية باعتباره مكان إصدار سندات الملكية التي تعرضها المؤسسة، إثر تأسيسها بعرض رأسمالها الإجتماعي لإكتتاب الجمهور، أو عرض مقدار الزيادة إثر عملية زيادة رأسمالها سواء من قبل الشركات العامة التابعة للدولة أو أحد الهيئات التابعة لها أو الشركات الخاصة⁶⁶²، وفقا لشروط (أولا) و إجراءات محددة قانونا (ثانيا).

أولا- شروط إصدار القيم المنقولة عن طريق اللجوء علنية للإدخار: و هي كما يلي:

1- تسعير الإصدار: يقصد بتسعير الإصدار تحديد السعر الذي تباع فيه الورقة المالية في السوق الأولية، سواء في الإصدارات الأصلية عند تأسيس الشركة أو في الإصدارات التالية عند زيادة رأسمالها⁶⁶³، و تختلف العوامل التي تحكم التسعير في الحالتين:

أ- عند تأسيس الشركة: يحدد نظامها الأساسي القيمة الاسمية للأسهم في الحدود التي فرضها القانون، و ليس من مصلحة الشركة إصدار أسهم بقيمة إسمية عالية لأن انخفاض قيمته الإسمية يخلق له سوقا واسعة⁶⁶⁴، كما أن الجمهور و هو يقدم على الإكتتاب

⁶⁶⁰ - المادة 21 من المرسوم التنفيذي رقم 95-435، يتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمعات، مرجع سابق. و المادة 715 مكرر 2/82 و 3 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

⁶⁶¹ - JAHHEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, op.cit, p.24.

للتفصيل أنظر: توجان فيصل فايز الشريدة، التعهد بتغطية الأوراق المالية، رسالة لنيل درجة الماجستير في القانون، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، 2000، ص 29.

⁶⁶² - الزري عبد النافع، و غازي فرح توفيق، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 47.

⁶⁶³ - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 61.

⁶⁶⁴ - ترك المشرع الجزائري الحرية للمؤسسين بتحديد القيمة الإسمية للأسهم في النظام الأساسي للشركة، كان من الأجر وضع الحد الأدنى للقيمة الإسمية للسهم على الأقل، على خلاف المشرع المصري الذي وضع حدا أدنى و حدا أقصى.

في الأسهم يقدر المخاطر قبل الإستثمار في تلك الأسهم⁶⁶⁵.

ب- **عند زيادة رأسمال الشركة:** إن سعر الإصدار يكون من الناحية العملية قريبا من القيمة السوقية للأسهم الأصلية، يتحدد بعد الإعلان عن سعر الإقفال في اليوم السابق على الإصدار⁶⁶⁶.

ميّز المشرع الجزائري بين حالتين تتمثلان في الإصدار الذي يتم باللجوء العلني للإدخار دون حق التفاضل في اكتتاب أسهم جديدة تمنح لأصحابها نفس حقوق الأسهم القديمة و الإصدار الذي يتم باللجوء العلني للإدخار دون حق التفاضل في اكتتابات أسهم جديدة، لا تمنح لصاحبها نفس حقوق الأسهم القديمة⁶⁶⁷.

2- **حجم الإصدار:** يتم تحديد حجم الإصدار في الحدود التي تمتصها السوق بهدف عدم إغراق السوق المالية بإصدارات جديدة و كثيرة، الشيء الذي يؤثر على القيمة السوقية من جهة⁶⁶⁸ و على فعاليات عمليات البورصة من جهة أخرى⁶⁶⁹.

يختص بتحديد حجم الإصدار الهيئة المكلفة بالترخيص به، حددها المشرع الجزائري في لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، اشترطت هذه الأخيرة في المادة 43 من نظامها العام أن لا يقل رأس مال الشركة التي تقدم طلب قبول قيمها المنقولة في البورصة عن مائة (100) مليون دينار جزائري، شرط أن يكون قد تم الوفاء به كاملا. اشترطت اللجنة

⁶⁶⁵ - Les Actions, investir en bourse, document édité par la société de gestion de la bourse des valeurs (SGBV).

⁶⁶⁶ - إن عدم مراعاة ذلك يحدث اضطرابا في سوق أسهم الشركة، و لن يقبل الجمهور على الإكتتاب في أسهم الزيادة إنما يفضلون شراءها من البورصة بسعر أقل. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 58-60. حدد المشرع المصري سعر إصدار الأسهم الجديدة على أساس متوسط نصيب السهم من الإصدارات السابقة، يمثل القيمة العادلة لصافي أصول الشركة وقت الإصدار، حسب ما تحددها الشركة، و بعد إقرار مراقب الحسابات على ذلك. للتفصيل أنظر: الحناوي محمد صالح و عبد الفتاح عبد السلام السيدة، المؤسسات المالية البورصة و البنوك التجارية، مرجع سابق، ص 63.

⁶⁶⁷ - المادتين 698 و 699 على التوالي من التقنين التجاري، مرجع سابق.

⁶⁶⁸ - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 311.

⁶⁶⁹ - حمليل نواره، عمليات بورصة القيم المنقولة في النظام القانوني الجزائري...، مرجع سابق، ص 52.

كذلك أن توزع على الجمهور سندات تمثل 20% من رأس المال الإجتماعي للشركة على الأقل، و ذلك يوم الإدخار على أبعد تقدير⁶⁷⁰.

تُمنع الشركة عند إصدارها للقيم المنقولة تعدي حجم الإصدار الذي حددته اللجنة، لذلك يجب أن يتم الإصدار في الحدود التي تمتصها السوق بالنسبة للحد الأقصى للإصدار، أما بالنسبة للحد الأدنى فيجب أن يكون بالحجم الذي يضمن توزيع الأوراق المصدرة بشكل عريض على المستثمرين⁶⁷¹.

ثانيا- الجانب الإجرائي للدعوة العلنية للإدخار: تلزم الشركة المصدرة للقيم المنقولة علنية للإدخار بمجموعة من الإجراءات لإتمام عملية الإصدار بصورة صحيحة و سليمة، بهدف حماية المستثمر المدخر من تعسف رجال الأعمال و السهر على جدية العملية.

1- الحصول على ترخيص للإصدار: إن الجهة المختصة بمنح ترخيص إصدار الأسهم يختلف باختلاف ما إذا كان الإصدار إثر تأسيس الشركة أو إثر زيادة رأس مالها.

أ- عند تأسيس الشركة: فرض القانون الفرنسي مبدأ رقابة السلطات العامة على نشاط السوق المالية بموجب المادة 82 من قانون المالية الفرنسي الصادر في 23 ديسمبر 1946، فكل إجراء يتعلق بزيادة في رأس المال، لا يتم إلاّ بترخيص من وزير المالية⁶⁷².

قيّدت هذا الشرط تعليمات الخزينة، حيث تلزم بعض الشركات فقط الحصول على ترخيص مسبق سواء من وزير الإقتصاد أو من إدارة الخزينة⁶⁷³ و في غير ذلك فإن المبدأ في القانون

⁶⁷⁰ - المادة 43 من نظام اللجنة رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق. لم تحدد اللجنة الحد الأقصى لحجم الإصدار، ما يفسح المجال لصاحبة القرار في الشركة المتمثلة في الجمعية العامة عند توفر شرط النصاب باتخاذ هذا القرار.
⁶⁷¹ - حدد المشرع الجزائري الحد الأدنى لإصدار شركات المساهمة عند تأسيسها، يتمثل بمقدار خمس (5) ملايين دينار جزائري على الأقل إذا ما لجأت علانية للإدخار و مليون دينار جزائري على الأقل في الحالة المخالفة. المادة 1/594 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

⁶⁷² - Répertoire commercial n° 05, op.cit, p.11.

تتمثل الجهة المختصة بإصدار الأسهم عند تأسيس الشركة في القانون المصري في الهيئة العامة لسوق المال. أنظر في ذلك: عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص32. فرض المشرع الأمريكي كذلك ضرورة الترخيص المسبق من لجنة الأوراق المالية و البورصة، تتحصل عليه الشركة المصدرة عن طريق طلب تقدّمه لها. للتفصيل أنظر: هندي منير إبراهيم، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص36.

⁶⁷³ - لا يتم تأسيس شركات الإستثمار ذات رأسمال المتغير، إلاّ بترخيص من وزير الإقتصاد، و الشركات التي ينصب نشاطها على تأجير أو بناء أو بيع العقارات السكنية التي لا يقل رأسمالها عن 10 ملايين فرنك فرنسي، يجب أن تخطر إدارة الخزينة قبل إصدارها

الفرنسي هو حرية تأسيس شركات المساهمة، و حرية إصدار الأوراق المالية أيّا كان غرض الشركة أو مقدار رأسمالها⁶⁷⁴.

أخذ المشرع الجزائري بهذا المبدأ عند عدم إخضاع شركات المساهمة التي لا تلجأ علنية للإدخار لترخيص أية جهة كانت عند إصدارها للأسهم ، خلافا لذلك فإنه أخضع كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر قيما منقولة بالتجائها إلى التوفير العلني، أن تودع لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة مشروع مذكرة إعلامية للحصول على التأشيرة، يجب أن تودع المذكرة الإعلامية لدى اللجنة قبل بداية عملية الإكتتاب في أجل أقصاه شهران على الأقل قبل التاريخ المقرر للإصدار⁶⁷⁵.

ب- عند زيادة رأسمال الشركة: إن إصدار الأسهم بمناسبة زيادة رأسمال الشركة يتم إما باللجوء العلني للإدخار أو دون ذلك، فإذا كان الإجراء المتبع هو الإصدار باللجوء العلني للإدخار فإن شركة المساهمة المصدرة يجب أن تحصل على تأشيرة اللجنة السابقة الذكر، أما إذا كان الإجراء المتبع هو الإصدار دون اللجوء العلني للإدخار فإن الأمر بسيط لأنه إجراء داخلي، الهدف منه هو جلب فئة معينة فقط من المكتتبين هم المساهمون القدامى.

2- نشر الإعلام: تلتزم الشركة المصدرة للأسهم بنشر إعلان في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية قبل الشروع في عمليات الإصدار، و قبل أي إجراء يتعلق بالإشهار⁶⁷⁶.

3- الإشهار بعملية الإصدار: يختلف الإشهار الذي تلتزم به الشركة المصدرة للقيم المنقولة باختلاف المرحلة التي يتم فيها هذا الإصدار.

أ- عند تأسيس الشركة: إن إشهار عملية الإصدار بالنسبة للشركات التي تلجأ علنية للإدخار يتم

للأوراق المالية بخمسة عشر يوما على الأقل. للتفصيل أنظر: عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص36.

⁶⁷⁴ - المرجع نفسه، ص37.

⁶⁷⁵ - المادة 04 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02 يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علنية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق.

⁶⁷⁶ - المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 95-438 يتضمن أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمعات، مرجع سابق. يتعلق هذا الإجراء فقط بالشركات المساهمة التي تلجأ علنية للإدخار، هذا ما يفهم من نص المادة 1/02 من المرجع نفسه، التي جاءت تطبيقا للمادة 2/595 من القانون التجاري، مرجع سابق.

بنشر المذكرة الإعلامية التي أُشّرت عليها اللجنة، مرفقة ببيان إعلامي يلخص ما جاء في المذكرة مبينا المعلومات الأكثر أهمية و دلالة، فيما يخص المصدر و العملية المزمع إنجازها، و كذلك رقم التأشيرة التي منحتها اللجنة إلى جانب الإعلان الذي نشر في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية، و تحديد العدد الذي نشرت فيه⁶⁷⁷، و وضع البيان الإعلامي و المذكرة الإعلامية تحت تصرف الجمهور بغية التطلع عليها لمن تهمة عملية الإصدار⁶⁷⁸.

تلتزم كذلك الشركة المصدرة للقيم المنقولة بنشر إعلانات و بلاغات تبين العملية المزمع إنجازها، مع كافة البيانات المتعلقة بالشركة المصدرة⁶⁷⁹، التأشيرة التي منحتها اللجنة⁶⁸⁰، و البيان الإعلامي و الإعلان المنشور في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية في جريدة واحدة على الأقل توزع في كامل التراب الوطني⁶⁸¹.

ب- عند زيادة رأسمال الشركة: إن الإجراء المتخذ بشأن إصدار أسهم جديدة يختلف حسب ما إذا كانت الشركة المصدرة قد لجأت علنية للإدخار أو لم تلجأ إليه.

ب1- بالنسبة للشركة التي لا تلجأ علنية للإدخار إثر عملية زيادة رأسمالها فإنها تلتزم بنشر بيان إعلامي لإعلام الجمهور بالعملية المزمع إنجازها في النشرة القانونية للولاية التي يوجد بها مقر الشركة، قبل 06 أيام على الأقل من تاريخ افتتاح الإكتتاب⁶⁸².

⁶⁷⁷ - المادة 1/03 من المرسوم التنفيذي رقم 95-438 يتضمن أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمعات، مرجع سابق، و المادتين 07 و 15 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02 يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علنية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق.

⁶⁷⁸ - المادتين 11 و 12 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02، المذكور أعلاه.

⁶⁷⁹ - إن مجمل هذه البيانات تضمنها الفصل الأول من ملحق التعليمية رقم 97-03 صادرة عن لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، بتاريخ 30 نوفمبر 1997، تتضمن تطبيق النظام رقم 96-02، مرجع سابق.

⁶⁸⁰ - إن التأشيرة التي تمنحها اللجنة تكون على شكل وضع رقم و تاريخ على المذكرة الإعلامية التي تصدرها الشركة المصدرة. المادة 04 من التعليمية رقم 94-03 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، مرجع سابق.

⁶⁸¹ - المادة 13 من نظام اللجنة رقم 96-02، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علنية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق.

⁶⁸² - المادة 09 من المرسوم التنفيذي رقم 95-438 يتضمن أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمعات، مرجع سابق.

ب2- أما الشركات التي تلجأ علانية للإدخار و باعتبار هذا الإجراء يفتح أبوابها لمدخرات الجمهور، فإن القانون ألزمها بنشر بيان إعلامي في النشرة القانونية للولاية التي يتواجد بها مقر الشركة، يتضمن البيانات المتعلقة بالشركة و بالعملية المزمع إنجازها في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية قبل 06 أيام على الأقل من تاريخ افتتاح الإكتتاب.

تلتزم الشركة المصدرة بإشعار أصحاب الأسهم الإسمية عن طريق رسالة موصى عليها مع طلب وصل إشعار بالإستلام بعملية زيادة رأس المال، و كافة البيانات المتعلقة بالعملية المزمع إنجازها، و إعداد بلاغات و إعلانات و نشرها في الجرائد لتبیین كل المعلومات المتعلقة بالشركة و بعملية زيادة رأس المال، و إصدار أسهم جديدة، و الإشارة إلى الإجراءات السابقة الذكر⁶⁸³.

المطلب الثاني

توظيف القيم المنقولة المصدرة للإكتتاب فيها

يمكن طرح الشركة لقيمتها المنقولة للإكتتاب فيها مباشرة مشاريعها دون الإقتراض من البنوك، فالوحدات التي تقوم بالإدخار سواء كانت أفراد أو مؤسسات، تكون دائما بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة و طموحا⁶⁸⁴، لذلك أصبحت عملية شراء الصكوك المالية التي تطرحها المشروعات الكبرى للإكتتاب فيها المالية من أفضل الإستثمارات في الوقت الحالي و بديلا جديدا و واضح المعالم للإستثمار فيها، لما يتوفره من عنصر السيولة الذي تمتاز به هذه الأوراق المالية دون غيرها من الإستثمارات الأخرى⁶⁸⁵.

تمثل شركات المساهمة معظم مشروعات الإنتاجية الكبرى و هي بحاجة إلى مصادر مالية تساعد و تعينها بل و يتوقف عليها الإستثمار في تأدية وظيفتها الإقتصادية، يتم توظيف القيم المنقولة المصدرة (فرع أول)، لذلك يقال أن عمليتي إصدار القيم المنقولة و توظيفها عمليتان متتابعتان و متكاملتان، يكون الهدف منهما البحث عن المستثمرين للإكتتاب فيها (فرع ثان).

⁶⁸³ - المادتين 3/09، 4، و 12 على التوالي من المرسوم التنفيذي رقم 95- 438 يتضمن أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمعات، مرجع سابق.

⁶⁸⁴ - أيت مولود فاتح، حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة...، مرجع سابق، ص27.

⁶⁸⁵ - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص83.

الفرع الأول

مفهوم توظيف القيم المنقولة

تعتبر السوق الأولية جزء هام من السوق المالية، فهناك حتى من اعتبرها أهم جزء فيها، فما كانت السوق المالية أن تكون و تقوم بوظيفتها لولا السوق الأولية، باعتبارها سوق الإصدارات الجديدة، و التي فيها يتم إنشاء الأوراق المالية التي سيتم تداولها لاحقا في السوق الثانوية.

تمثل السوق الأولية سوقا جديدة واسعة الانتشار كونها مفتوحة على الجمهور العريض للإكتتاب فيها خاصة أن إصدار الأوراق المالية بصفة عامة يبقى دون أهمية إن لم يتم توظيفها و تسويقها (أولا)، يتم بموجبه البحث عن المكتتبين في الإصدارات الجديدة وفق لأساليب معينة (ثانيا).

أولا- المقصود بعملية توظيف القيم المنقولة: يتم توظيف القيم المنقولة في أسواق منظمة⁶⁸⁶ تقوم الدولة بتنظيم الجهات التي يرخص لها بالإصدار، و كذلك شروط الإصدار و حقوق و التزامات طرفي العملية إلى غيرها من أحكام، و يصل تنظيم سوق الإصدار إلى أقصى درجاته إذا تم أسلوب الإكتتاب العام⁶⁸⁷، أي الإكتتاب في السندات المالية المصدرة باللجوء العلني للإدخار حيث تحرص السلطات العامة على حماية الإدخار و المحافظة على حقوق المدخرين.

1- تعريف عملية توظيف القيم المنقولة: عرفت لجنة تنظيم عمليات البورصة عملية توظيف القيم المنقولة في نظامها رقم 01-15 المتعلق بشروط إعتقاد الوسطاء في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم في المادة 02 منها كونه عملية البحث و العثور على مكتتبين أو مشتري

⁶⁸⁶ - تعرف الأسواق المتقدمة إلى جانب السوق الأولية و الثانوية باعتبارها أسواق منظمة، أنواعا أخرى من الأسواق و هي السوق الثالثة و السوق الرابعة، تكون مخصصة للشركات و الأفراد الأغنياء، يؤسسون هذه السوق بأنفسهم و يحصلون على العضوية فيها و يديرونها وفقا لقانون العرض و الطلب، تمنحهم الحرية الكاملة في إنجاز العمليات و تحديد الأسعار مع تحملهم لجميع المخاطر. للتفصيل أنظر: عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للمستثمر في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، 1995، ص ص 78-81.

⁶⁸⁷ - تسمى الأسواق غير المنظمة بالأسواق الموازية، و هي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة. للتفصيل أنظر: بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية...، مرجع سابق، ص 45 و ما يليها.

السندات لحساب مصدر يلجأ علنية إلى الإدخار، ما يعني أن التوظيف لا يكون إلا إذا لجأت علنية للإدخار.

تبقى عملية إصدار القيم المنقولة دون أهمية إن لم يتم توظيفها و تسويقها، إذ أن ما يجلب رؤوس الأموال للشركات التي تلجأ لإصدار سندات جديدة ليس الإصدار في حد ذاته، إنما اكتتاب المستثمرين في هذه السندات مقابل دفع أسعار الأوراق التي يكتتبون فيها، هذا ما أدّى بالقول بوجود تكامل في هاتين العمليتين، التي لا يمكن للسوق الأولية الإستغناء عن أحدهما⁶⁸⁸، فمن دون إصدار الشركة لسندات الإكتتاب فيها من جمهور المدخرين لا يتمكن هذا الأخير من استثمار أمواله و مدخراته، و من دون توظيف هذه الإصدارات لا تتمكن الشركة من سد نقص الموارد المالية التي هي بحاجة إليها.

2- أنواع التوظيف: يختلف التوظيف باختلاف الأشخاص المستثمرين المرغوب فيهم الإكتتاب في السندات المصدرة و هي كما يلي:

أ- التوظيف المضمون placement garanti: يتمثل في الإكتتاب و اشرء مباشرة من عند المصدر أو من عند المتنازل للقيم المنقولة قصد بيعها⁶⁸⁹. ظهرت هذه التقنية في الولايات المتحدة الأمريكية⁶⁹⁰، يتم اللجوء إليها عندما ترغب الشركة في جلب المؤسسات و الشركات فقط لشراء سنداتهما المالية المطروحة للإصدار، يتمثل مضمون هذه التقنية في توجيه خطابات إلى المؤسسات سواء كانت بنوكا أو مؤسسات مالية les investisseurs institutionnels باعتبارها تملك الخبرة و الكفاءة للتعامل في الأسواق المالية⁶⁹¹، يطلب فيها المصدر التعرف على نية هذه الشركات في شراء سنداتهما المطروحة للبيع، مع تحديد الكمية المرغوب فيها في الأوراق المالية مع اقتراح أسعارها⁶⁹².

⁶⁸⁸ - حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية...، مرجع سابق، ص318.

⁶⁸⁹ - المادة 6/02 من نظامها رقم 15-01 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم، مرجع سابق.

⁶⁹⁰ - آيت منصور كمال، خوصصة المؤسسات العامة...، مرجع سابق، ص94. للتفصيل أنظر:

DEVAUPLANE Hubert, BORNET Jeans-Pierre, Droit de la bourse, Edition Litec, Paris, 1994, p.320.

⁶⁹¹ - للتفصيل عن المستثمر المؤسسي راجع الفصل الثاني من الباب الأول من هذه الدراسة.

⁶⁹² - حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية...، مرجع سابق، ص318.

يقوم الشخص المكلف بالتوظيف le chef de file بجمع ردود هذه الشركات و نقلها للمصدر الذي يقرر إجراء هذه البيوع، وفقا لمعطيات و مقترحات الشركات⁶⁹³، و عادة ما يقترن هذا النوع بالعرض العمومي للبيع الذي يتم تحضيره داخل البورصة⁶⁹⁴، يحقق هدفين أساسيين هما:

- إمكانية تطوير مساهمة المؤسسات سواء كانت بنوكا أو مؤسسات متخصصة للاستثمار في أسهم الشركات.

- ضمان تغطية الأسهم المعروضة للبيع، حيث يفترض وجود قدرة شرائية كبيرة⁶⁹⁵.

ب-التوظيف بين الجمهور: تسمح هذه التقنية بتوجيه الدعوة إلى الأشخاص الطبيعية دون المعنوية، خلافا للتوظيف المضمون الذي يتوجه إلى البنوك و المؤسسات المالية و الشركات الضخمة لشراء السندات المطروحة للإكتتاب فيها⁶⁹⁶.

يسمح التوظيف بين الجمهور بمعرفة أحوال السوق و درجة إقبال الجمهور على سندات الشركة قبل بداية العرض العمومي للبيع داخل البورصة⁶⁹⁷، فالشركة التي تعرض أسهمها للبيع قد ترى أنه من الأحسن التعرف على السوق و المستثمرين قبل الإعلان عن إدخال الأسهم في البورصة، فمن جهة تمكن هذه التقنية الشركة المصدرة التعرف على حالة السوق و المستثمرين قبل إدخال أسهمها في البورصة، و من جهة أخرى تضمن العلم الكافي للمستثمرين الذين يرغبون أثناء

⁶⁹³- يتمثل الشخص المكلف بالتوظيف في المؤسسة التي تقود عملية التوظيف، تقوم بعملية البيع في البورصة حيث يقوم بوضع الأوامر في كتاب الأوامر « Book Building » باسم المؤسسة التي تقود العملية. للتفصيل أنظر:

DEVAUPLANE Hubert BORNET Jeans - Pierre, Droit de la bourse ,op.cit, pp.230 et 231.

⁶⁹⁴- Info bourse « offre de vente, privatisation par la bourse », Document édité par la SGBV Publication n° 22, Septembre 1998, p.06.

⁶⁹⁵- تضمن هذه البنوك و المؤسسات المالية توزيع الأسهم بين الجمهور باعتبارها الأقرب إليهم، و بهدف تحقيق هذا النوع من التوظيف لا بد من إيجاد مؤسسات مالية متخصصة و بنوك متطورة، ما يفرض تطوير النظام المصرفي و تحريره حتى تعمل في إطار اقتصاد السوق. للتفصيل أنظر: آيت منصور كمال، خوصصة المؤسسات العامة ذات الطابع الإقتصادي...، مرجع سابق، ص95.

⁶⁹⁶- جاء المشرع الفرنسي بهذا الميكانيزم سنة 1993، بهدف تسهيل الخوصصة الجارية آنذاك. للتفصيل أنظر:

DEVAUPLANE Hubert BORNET Jeans- Pierre, Droit de la bourse, op.cit, p.230.

⁶⁹⁷- Info bourse « offre de vente, privatisation par la bourse », op.cit, p.06.

هذه السندات المعروضة للإكتتاب فيها بعملية الإصدار⁶⁹⁸.

سمحت شركة إدارة بورصة القيم المنقولة للشركات اللجوء إلى أحد الأسلوبين في توظيف قيمها، على أن تقدم هذه الأخيرة كشفا إجماليا عن نتيجة التوظيف⁶⁹⁹، يتحقق التوظيف بين الجمهور وفق المراحل التالية:

- وضع مذكرة إعلامية مؤشر عليها من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، يتضمن المعلومات المتعلقة بعملية البيع دون تحديد السعر، لأن هذا الأخير يحدد بعد عملية التوظيف.
- قيام الوسطاء بجمع أوامر الشراء⁷⁰⁰ التي تعبّر عن نية المستثمرين في شراء الأسهم.
- وضع مذكرة إعلامية نهائية مؤشر عليها من طرف اللجنة تتضمن سعر البيع و كل المعلومات المتعلقة بالشركة المصدرة و بالأسهم و السندات محل البيع.

ثانيا - أساليب توظيف القيم المنقولة: توظّف الشركة المصدرة السندات المالية أو القيم المنقولة التي تعرضها على جمهور المكتتبين عن طريق أسلوبين يتمثلان في : أسلوب التوظيف المباشر و أسلوب التوظيف غير المباشر، نادرا تلجأ إلى أسلوب ثالث هو أسلوب العطاءات.

1- أسلوب التوظيف المباشر: تلجأ الشركة إلى هذا الأسلوب عندما لا تملي عليها الحاجة الإستعانة بمختصين أو بأية هيئة معينة لجمع الإكتتابات في الأوراق المالية محل الإصدار، فتقوم

⁶⁹⁸ - آيت منصور كمال، خوصصة المؤسسات العامة ذات الطابع الإقتصادي...، مرجع سابق، ص 09.

⁶⁹⁹ - تنص المادة 48 من النظام العام لبورصة القيم المنقولة رقم 97-03، مرجع سابق، على ما يلي: "بشرط أنه تعطي ش.ا.ب.ق" موافقتها، يمكن القيام بتوزيع السندات بين الجمهور أثناء المرحلة التي تسبق تسعيرها الأولى في السوق في إطار توظيف مضمون أو توظيف بين الجمهور ينجز من قبل مؤسسة أو أكثر مؤهلة للقيام بذلك".

كما تنص المادة 49 من النظام نفسه على ما يلي: "في حالة توظيف مسبق في التسعيرة، ترسل المؤسسة التي تقود العمليات إلى ش.ا.ب.ق"، كشفا إجماليا مفصلا عن نتيجة التوظيف، و تكون هذه النتيجة محل إعلان...".

⁷⁰⁰ - لا يمكن لهم ذلك إلا بعد اعتمادهم رسميا من قبل اللجنة، حسب أحكام نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 15-01 يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم، مرجع سابق. للتفصيل أنظر: آيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص 56. زكرياء العماري، "تداول القيم المنقولة في البورصة"، المجلة المغربية لقانون الأعمال و المقاولات، كلية العلوم القانونية و الإقتصادية، جامعة السويسي، الرباط، عدد 16، ماي 2009. ص 81.

الشركة المصدرة بالإتصال بالمستثمرين لبيعهم الأسهم و غيرها من الأوراق المالية محل الإصدار⁷⁰¹.

يستعمل هذا الأسلوب عادة من الشركات عندما لا تلجأ علانية إلى الإدخار، حيث يكلف المؤسسون أشخاصا من الشركة بتصريف الإصدارات و جمع الإكتتابات مع تسليم المكتتبين شهادات الأسهم أو شهادات القرض أو الدين، كل حسب السند المكتتب فيه، على أن تودع مبالغ الإكتتابات في حساب الشركة لدى أحد البنوك المرخص لها بذلك.

حظرت بعض القوانين أسلوب التوظيف المباشر، نذكر من بينها التشريع العراقي الذي لا يجيز إطلاقا عرض المؤسسين أسهم الشركة مباشرة على الجمهور، على خلاف المشرع المصري و الفرنسي، حيث أوجب هذا الأخير إيداع مبالغ الإكتتابات في الأسهم في حساب الشركة مع تحديد مدة الإيداع بأجل أقصاه ثمانية أيام⁷⁰²، أما المشرع المصري فقد اشترط في المادتين 25 و 41 من قانون الشركات المصري ضرورة إيداع المبالغ المكتتب فيها لدى البنوك دون الإشارة إلى مدة أو أجل هذا الإيداع⁷⁰³. أخذ المشرع الجزائري نفس موقف المشرع المصري، فهو كذلك لم يحدد مدة إيداع المبالغ المكتتب فيها في حساب الشركة لدى الجهات المؤهلة لذلك⁷⁰⁴.

2- أسلوب التوظيف غير المباشر: تلجأ الشركة المصدرة في هذا الأسلوب من التوظيف بالإستعانة بخدمات و خبرات بنوك و هيئات متخصصة في تسويق القيم المنقولة التي

⁷⁰¹ - وفقا لهذا الأسلوب فإن الشركة هي التي تقوم بمباشرة كل الإجراءات بنفسها من بدايتها إلى نهايتها. هندي منير إبراهيم، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص68.

⁷⁰² - نقلا عن: عاشور عبد الجواد، بعض جوانب النظام القانوني لسوق رأس المال، مرجع سابق، ص42.

⁷⁰³ - المرجع نفسه، ص43.

⁷⁰⁴ - تنص المادة 598 من التقنين التجاري، مرجع سابق، على أنه: "تودع الأموال الناتجة عن الإكتتابات النقدية وقائمة المكتتبين مع ذكر مبالغ التي يدفعها كل مكتب لدى موثق أو مؤسسة مالية مؤهلة قانونا".

لم تحدد كذلك المادة 596 من المرجع نفسه أجل أو مدة إيداع مبالغ المكتتب لها، اشترطت فقط أن يكون الإكتتاب في رأس مال الشركة بكامله و تكون الأسهم المالية مدفوعة عند الإكتتاب، بنسبة الربع على الأقل من قيمتها الإسمية. قد يكون هذا إغفال من مشرعنا، لأن تقييد إيداع مبالغ الإكتتابات في حساب الشركة بأجل معين، سيوفر لهذه الشركة عنصري الجدية و الأمان لدى المكتتبين فيها، لاعتبارها توفر قناة استثمارية ملائمة للمدخر، و مصدر تمويلي للشركة هي بحاجة ملحة له.

أصدرتها، إذ تتعهد هذه الأخيرة بإيجاد المستثمرين لها⁷⁰⁵، فهي على خلاف أسلوب التوظيف المباشر الذي لا تعتمد لتوظيف قيمها المنقولة محل الإصدار على هيئة أجنبية عنها، إنما هي نفسها تقوم بإجراء تسويق إصداراتها محل العرض على الجمهور. و بالنظر إلى طبيعة تعهد الهيئة أو الجهة المشرفة التي تُكَلَّف بعملية تسويق الإصدارات الجديدة ينقسم تعهدا إلى نوعين هما:

أ- **تعهد بسيط:** في هذه الحالة تتولى الهيئة المكلفة بالتوظيف بتسويق الكمية المصدرة باسم الشركة المصدرة و لحسابها و بالسعر الذي تحدده، في الوقت المحدد من هذه الأخيرة مقابل أجر متفق عليه. إذا انتهت المدة المعلن عنها بالإكتتاب فيها بأسهم الشركة و بالشروط التي حددتها و بقيت بحوزة الهيئة المكلفة بالتسويق أوراقا مالية لم تحظ بالإكتتاب فيها من الجمهور، فإنها تعيدها إلى الشركة⁷⁰⁶.

تتمثل الهيئات المكلفة بالتسويق عادة في بنوك تمارس دور وسيط بسيط *intermédiaire simple* في تسويق الإصدارات دون أن تتحمل مخاطر التوظيف، تقوم بفتح شبائبيها للمكتتبين الراغبين في استثمار أموالهم خلال المدة المفتوحة للإكتتاب⁷⁰⁷ بهدف تسهيل و سرعة إجراءات عملية الإكتتاب.

ب- **تعهد مغلق:** تتعهد الهيئة المكلفة بالتوظيف في هذه الحالة بتسويق كل كمية الإصدار التي قامت بها الشركة و في المدة المحددة لذلك، تقوم في سبيل ذلك بشراء الإصدارات من الشركة الأم لتتولى تسويقها و دفع ثمنها في الفور، تستلم الشركة الأم مبالغ الإصدار مباشرة بعد إبرام العقد مع الهيئة المكلفة بالتسويق، سواء كانت بنكا أو وسيط في عمليات البورصة.

قد تتعهد الهيئة المكلفة بالتوظيف بتسويق كل الكمية دون أن تقوم بشرائها، في هذه الحالة يقتصر تعهد البنك أو المؤسسة المالية على بذل أقصى جهد لتصرف الإصدار دون أن يتعدى

⁷⁰⁵ - حميل نواره، عمليات بورصة القيم المنقولة في النظام القانوني الجزائري...، مرجع سابق، ص57.

LEGALL Jeans- Pierre, Droit commercial, op.cit, p.219.

⁷⁰⁶ - هندي منير إبراهيم، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص69.

⁷⁰⁷ - AMMOUR Benhalima, Pratique des techniques bancaire avec référence à l'Algérie, op.cit, p.115.

إلى شرائها لها⁷⁰⁸، و في كلتا الحالتين قد يتعرض البنك لخطر بالغ الأهمية، يتمثل في عدم تمكنه من تسويق الإصدارات خلال المدة المحددة لصرفها سواء قد اشتراها أم لا، كأن يتحمل خسارة باقي الأوراق التي لم يتم بيعها و دفع ثمنها للشركة المصدرة⁷⁰⁹.

3- أسلوب العطاءات: تلجأ إليه عادة الدولة أو الهيئات المحلية التابعة لها لتسويق السندات التي رغبت في إصدارها عن طريق إجراء دعوة موجهة للمستثمرين و المدخرين، من أجل تقديم عطاءاتهم مع تحديد شروط العطاء مثل سعر الشراء، الكمية المراد شراءها، كيفية الدفع و غيرها. يتم فرز العطاءات ثم ترتيبها حسب أهميتها إلى أن يتم تصريف الإصدار بالكامل⁷¹⁰، قد تتبع الدولة هذا الأسلوب عند إقدامها على فتح مشروع خوصصة مؤسسة عمومية عن طريق البورصة⁷¹¹، و قد يكون الهدف من ذلك هو توظيف الدولة سندات المرغوب التنازل عنها قبل فتح الحصة الأولى للعرض العمومي للبيع⁷¹².

الفرع الثاني

الإكتتاب في القيم المنقولة

تبدأ شركة المساهمة في المرحلة التمهيديّة كتصور أو فكرة تجول في عقول المؤسسين و تحديث أحدهما الآخر، ثم دراسة الفكرة فنيا و البحث عن جدواها اقتصاديا، و متى حققوا سبل نجاحها و أدركوا تلك الجدوى و صادقت الفكرة إقبالا و ترحيبا من الجمهور، سارعوا في اتخاذ الإجراءات اللازمة لتحويل فكرتهم أو مشروعهم المستقبلي إلى حقيقة ملموسة، فتؤسس الشركة عن طريق مؤسسيها أصحاب الفكرة بإتباع إجراءات محددة قانونا، و بتجميع رأسمالها عن طريق اكتتابهم إذا كان مغلق أو اكتتاب الجمهور إذا كان مفتوحا أو عاما، و يبدأ المشروع في العمل.

⁷⁰⁸ - هندي منير إبراهيم، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 69.

⁷⁰⁹ - AMMOUR Benhalima, Pratique des techniques bancaires avec référence à l'Algérie, op.cit p.115 et suite.

⁷¹⁰ - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لسوق رأس المال، مرجع سابق، ص 42.

⁷¹¹ - Info bourse, «offre public de vente, privatisation par la bourse», op.cit, p.06.

⁷¹² - حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية...، مرجع سابق، ص 321.

أمام غياب تعريف الإكتتاب و تكييفه القانوني في معظم تشريعات الدول، و الإكتفاء بذكر المصطلح ضمن نصوص قانونية متفرقة سواء في المجال التشريعي أو التنظيمي، فتح المجال للفقه و شراح القانون ليثيروا جدلا فقهيًا حول تعريف الإكتتاب (أولا) فاعتبره البعض تصرف مدني و البعض الآخر تصرف تجاري (ثانيا)، مع العلم أن الطبيعة القانونية للإكتتاب لم تكن يوما محل اتفاق الفقه و رجال القانون، قد يعود السبب في ذلك إلى وقوعه في أهم و أدق مرحلة في حياة الشركة المساهمة، التي هي الأخرى لم تكن طبيعتها القانونية محلا للاتفاق⁷¹³.

أولا- تعريف الإكتتاب في القيم المنقولة: يرى الأستاذ "مصطفى كمال طه" أن الإكتتاب هو "إعلان الإرادة في الإشتراك في مشروع الشركة، مع التعهد بتقديم حصة في رأس المال التي تتمثل في عدد معين من الأسهم"⁷¹⁴. عرفه الأستاذ "أسامة نائل المحيسن" بأنه "تصرف قانوني يلتزم بمقتضاه شخص يسمى المكتتب بشراء أسهم الشركة، و يدفع قيمتها الإسمية في المواعيد و النسب المحددة بعقدها و نظامها الأساسي الخاص بالشركة، ليصبح مساهما في الشركات"⁷¹⁵. عرّف الأستاذ "عبد الحكيم فوده الإكتتاب كونه "تصرف قانوني مبرم بين المكتتب و جماعة المؤسسين في صورة عقد تبادلي، يرتب على ذمة طرفيه التزامات و يعطى لكل منهما حقوق في مواجهة الآخر"⁷¹⁶. عرّف الأستاذ "محمد فريد العريني" الإكتتاب كما يلي: "هو إبداء رغبة المكتتب في دخول الشركة المستقبلية، عن طريق تعهده بشراء أسهمها المطروحة على الجمهور لإنشائها"⁷¹⁷.

⁷¹³ - للتفصيل عن الطبيعة القانونية لشركة المساهمة، أنظر: عباس مرزوق فليح العبيدي، الإكتتاب في رأسمال الشركة المساهمة، مرجع سابق، ص 22-28. و إلياس ناصيف، تأسيس الشركة المغفلة، مرجع سابق، ص 46 و ما يليها.

⁷¹⁴ - مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 162.

⁷¹⁵ - أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية و الإفلاس، مرجع سابق، ص 138.

⁷¹⁶ - عبد الحكم فوده، شركات الأموال و العقود التجارية في ضوء قضاء النقض، مرجع سابق، ص 38. عرّف الأستاذ "عباس مرزوق فليح العبيدي" الإكتتاب بأنه: " تصرف قانوني، يعبر فيه المكتتب عن رغبته في الانضمام للشركة ليكون مساهما فيها بتقديم حصته النقدية من رأسمال المعروض للاكتتاب من الجمهور ليحصل على ما يقابلها من أسهم". أنظر: عباس مرزوق فليح العبيدي، الإكتتاب في رأسمال الشركة المساهمة، مرجع سابق، ص 115.

⁷¹⁷ - محمد فريد العريني، القانون التجاري، شركات الأموال، مرجع سابق، ص 44. عرّف الإكتتاب أيضا كونه الأداة التي يتم عن طريقها جميع الجزء الأكبر من رأسمال الشركة المساهمة عن طريق مخاطبة جمهور المدخرين، الذين قاموا

ركزت هذه التعاريف على عملية الإكتتاب التي ترافق أهم مرحلة في حياتها و المتمثلة في إنشائها و تكوينها، بهدف تجميع رأسمالها عن طريق اكتتاب الجمهور المدخر و الإستثمار في شراء أسهمها المعروضة للبيع، كما أن كل هذه التعاريف ركزت على الإكتتاب بالعام، أي عند لجوء الشركة إلى الإعلان العلني للإدخار بالرغم من أنه يمكن أن يكون الإكتتاب في رأسمال شركة المساهمة اكتتاباً مغلقاً، فيكون بين مؤسسيها فقط.

وردت تعاريف أخرى تتعدى هذا المفهوم الضيق للإكتتاب، فعرفته الأستاذة "نادية محمد عوض" بأنه "انضمام الشخص في عقد الشركة بتقديمه قيمة السهم، يعطي للمكتب مقابل ذلك سهماً يكتسب به صفة الشريك"⁷¹⁸، عرفها الأستاذ "عمورة عمار" كونه: "الإعلان الإرادي للشخص في الاشتراك في مشروع الشركة بتقديم حصته في رأس المال، تتمثل في عدد معين من الأسهم قابلة للتداول"⁷¹⁹.

لم تحدد هذه التعاريف المرحلة التي يكتب فيها في الأسهم، إذ يمكن أن يكون في مرحلة تأسيسها، كما يمكن أن يكون في مرحلة زيادة رأس مالها، كما أنها لم تحدد الشخص المكتتب فيها فيمكن أن يكون مؤسساً لها أو أجنبياً عنها أراد الإستثمار فيها عن طريق شراء أسهمها، يعاب على هذه التعاريف كونها حددت محل الإكتتاب في الأسهم فحسب و تجاهلت سندات الدين، التي يمكن أن تصدرها الشركة بعد إنشائها في مرحلة من حياتها، عندما تكون بحاجة إلى رؤوس أموال من أجل توسيع مشاريعها و تمويلها بها.

ثانياً - التكيف القانوني للإكتتاب في القيم المنقولة: أدى اختلاف الفقهاء في تقديم تعريف جامع و مانع للإكتتاب جدال فقهي حول تحديد ما إذا كان تصرف المكتتب في السندات التي تصدرها الشركة سواء عند تأسيسها أو عند زيادة رأسمالها، إما بطرح أسهم جديدة للإكتتاب أو عرض سندات دين للإقتراض من جمهور المدخرين تصرفاً مدنياً أو تجارياً.

بتوظيف أموالهم في هذا المشروع. للتفصيل أنظر: سامي فوزي محمد، الشركات التجارية، الأحكام العامة و الخاصة، دراسة مقارنة، دار الثقافة للنشر و التوزيع، القاهرة، 2006، ص301.

⁷¹⁸ - نادية محمد عوض، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص251.

⁷¹⁹ - عمورة عمار، الوجيز في القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق، ص267.

يرى فريق من الفقهاء أن الإكتتاب في رأسمال الشركة تصرف مدني، فيرى الأستاذ "مصطفى كمال طه" أنه لا يعتبر الإكتتاب في الأسهم عملاً تجارياً، لأن مسؤوليته محدودة بقيمة الأسهم التي اكتتب فيها، و الأعمال التجارية تتضمن المضاربة و المسؤولية المطلقة، و هو لا يعدو أن يكون توظيفاً و استثماراً للمال، و لا يمكن القول بأن الإكتتاب عمل تجاري بالتبعية على أساس أن الشركة تجارية، و ذلك لما للشركة من شخصية معنوية منفصلة عن شخصية المكتتب فيها، يتفرع على مدنية الإكتتاب أنه يجوز للولي أو الوصي أن يكتتب في أسهم شركة المساهمة لحساب القاصر⁷²⁰.

ساند هذا الرأي الأستاذ "عباس مصطفى المصري"، حيث يرى أن المكتتب المساهم لا يكتسب صفة التاجر لأن اكتسابه لهذه الصفة لا تكون إلاً باحترافه الأعمال التجارية، و الإحتراف يعني القيام بالعمل التجاري باستمرار و دون انقطاع عنه⁷²¹.

خالف هذه الفكرة الأستاذ "محمد فريد العريني" بقوله أن عقد الإكتتاب عملاً تجارياً يصنّف من قبيل العقود التجارية خلاف لما يقرره البعض، أسس فكرته هذه على كون الإكتتاب عمل مرتبط ارتباطاً وثيقاً بتأسيس الشركة، و هو عمل تجاري بحث بحسب الراجح فقها و قضاء، و من تمّ يتعين أن يأخذ حكمه⁷²².

يرى معظم الفقهاء أن الإكتتاب في شركة المساهمة يعتبر من الأعمال التجارية لأنه يتصل بمشروع تجاري، إلا أن ذلك لا يُكسب المكتتب صفة التاجر، إنما يمنح له صفة المساهم في الشركة عند إتمام إجراءات تأسيسها⁷²³، و هو الراجح في رأيهم، من بينهم الأستاذة "نادية محمد عوض"، لذلك أضاف الأستاذ "عباس مرزوق فليح العبيدي" على وجوب الأخذ بمعيار النص

⁷²⁰ - مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص162. للتفصيل عن حق ممارسة القاصر للأعمال التجارية و الإنابة عنه، أنظر حساين سامية، "الأهلية التجارية للقاصر و حماية أمواله في التشريع الجزائري"، مرجع سابق، ص185 و ما يليها.

⁷²¹ - عباس مصطفى المصري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص251.

⁷²² - محمد فريد العويني، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص46.

⁷²³ - نادية محمد عوض، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص252.

القانوني، بمعنى أنه إذا وجد نص قانوني يَعتبر الإكتتاب عملا تجاريا فهو كذلك، و إذا لم ينص عليه القانون في أحد أحكامه فهو خلاف ذلك، أي أنه عمل مدني⁷²⁴.

بالرجوع إلى القانون التجاري الجزائري، نجد أن المشرع لم ينص و لم يَكيّف الإكتتاب في أسهم الشركات المساهمة لا في المادة 02 منه، عندما بيّن الأعمال التجارية بحسب الموضوع، و لا في المادة 03 منه التي بيّن فيها الأعمال التجارية بحسب شكلها⁷²⁵، و لا في المادة 04 حيث بيّن الأعمال التي تصنّف قبل الأعمال التجارية بالتبعية⁷²⁶. لكن بالرجوع إلى أحكام نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 01-15 المتضمنة شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم⁷²⁷ فإن الفقرة السادسة من المادة الثانية منها تنص على مايلي: " الإكتتاب المضمون يتمثل في الإكتتاب و الشراء مباشرة من عند المصدر أو من عند المتنازل للقيم المنقولة المصدرة"، ما يعني أن عملية الإكتتاب عملية تجارية بحتة .

⁷²⁴ - عباس مرزوق فليح العبيدي، الإكتتاب في رأسمال الشركة المساهمة، مرجع سابق، ص14.

⁷²⁵ - تنص المادة 03 من التقنين التجاري، مرجع سابق، على ما يلي: "يعدّ عملا تجاريا بحسب شكله:

- التعامل بالسفحة بين كل الأشخاص.

- الشركات التجارية.

- وكالات و مكاتب الأعمال مهما كان هدفها.

- العمليات المتعلقة بالمحلات التجارية.

- كل عقد تجاري يتعلق بالتجارة البحرية و الجوية".

⁷²⁶ - تنص المادة 04 من المرجع نفسه على ما يلي: " يعدّ عملا تجاريا بالتبعية:

- الأعمال التي يقوم بها التاجر، و المتعلقة بممارسة تجارية أو حاجات متجره.

- الإلتزامات بين التجار".

⁷²⁷ - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 01-15 يتضمن شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم، مرجع سابق.

المبحث الثاني

تسويق القيم المنقولة المصدرة

يدخل ضمن مسار الإصلاحات الاقتصادية التي عمدتها الدولة الجزائرية ابتداء من نهاية الثمانينات إنشاء سوق مالية منظمة⁷²⁸ سنة 1993، تعبر عن رغبة السلطات العمومية في المرور من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد حر، يسمح بتمويل الإستثمارات عن طريق مدخرات الأفراد عند لجوء أصحاب المشاريع الكبرى إلى اللجوء العلني للإدخار عن طريق إصدارها قيما منقولة و توظيفها.

أدى التطور التاريخي التدريجي لعمليات إصدار الأسهم و السندات و توظيفها بين المكتتبين ثم عرضها في مرحلة ثانية للبيع تبعا لقواعد العرض و الطلب، إلى ظهور آلية و ميكانيزم جديد يتلاءم مع طبيعة القيم المنقولة موضوع التعامل، يسمى تسويق الإصدارات. تقوم الشركة صاحبة المشروع بتسويق إصداراتها عن طريق أسلوبين: أسلوب السعي المصفاقي و أسلوب الإرشاد المالي (مطلب أول)، ، يقوم بهما الوسيط عن طريق أحد أعوانه و هو يمارس نشاطاته المخولة له، حيث وحده له صلاحية البحث عن مستثمرين للقيم المنقولة المصدرة هم مدخرين صغار لاستثمار أموالهم فيها مهمة يقوم بها الوسيط في عمليات البورصة في حدود ممارسته للمهام المخولة له تتميز بطبيعة خاصة تميزها عن ما يقاربه من مفاهيم (مطلب ثان).

⁷²⁸ - يعرف الأستاذ "سولي أمادو" Amadou SOLEY السوق المنظمة كما يلي:

« Le marché réglementé une organisation d'échange, mise en place obligatoirement dans le cadre étroit d'une réglementation qui, en tant que loi des parties détermine l'ensemble des clauses relatives aux opérations qui y ont lieu, exception faite généralement du prix, de la qualité et de l'époque exécution». SOLLEY Amadou, «Bourse d'hier et de demain », In mélange A.E.D.B.F, Banque éditeur, Paris, 1997, p.25.

المطلب الأول

تسويق الإصدارات: من السعي المصفاقي إلى الإرشاد

في مجال التوظيف

يتطلب الإستثمار في القيم المنقولة بذل المجهود كالحصول على بعض النصائح من الخبراء في هذا المجال، خاصة أنه من الصعب الحصول على الأموال للإستثمار في المشاريع الكبرى عن طريق خلق همزة وصل بين مؤسسات السوق المالية و المستثمرين أصحاب الشركات الكبرى التي هي بحاجة لتمويل مشاريعها من جهة و المدخرين من جهة أخرى.

تلعب عملية تسويق الإصدارات التي يمارسها الوسيط دور فعال في تعبئة الإدخار خاصة تلك المتأتية من صغار المدخرين حتى و إن كانت الأموال التي يستثمرونها غير معتبرة، حيث أنه كلما تمكّن اقناع الجمهور لشراء القيم المنقولة المصدرة كلما سدّت ثغرة مالية بالتالي توفير فرصة لإنشاء المشروع أو نموه، كرست لجنة تنظيم عمليات البورصة أسلوب تسويق الإصدارات عن طريق السعي المصفاقي (فرع أول) في نظامها رقم 96-03 الملغى، ثم تخلت عنه في النظام رقم 15-01 الملغى لهذا الأخير مستحدثة أسلوب جديد يدعى بالإرشاد في مجال التوظيف (فرع ثان).

الفرع الأول

نشاط السعي المصفاقي

تسعى الشركات المستثمرة في القيم المنقولة كسب ثقة المدخرين الصغار أصحاب الفائض المالي، فتُستخِر شتى الوسائل اللازمة و المسموح بها قانونا لجلبهم بهدف توظيف أموالهم عن طريق اقتناء هذه الإصدارات لتمويل المشاريع و تنفيذ المؤسسات الإستثمارية الخطط التي سطرته.

نذكر من بين هذه الوسائل السعي المصفاقي الذي يهدف فيه الوسيط عن طريق أحد أعوانه إلى توسيع دائرة المستثمرين الصغار في شراء القيم المنقولة محل الإصدار من الشركات

الكبرى، كرسته مختلف القوانين (أولا) التي نذكر من بينها القانون الفرنسي و القانون الجزائري، يترتب على الساعي عند ممارسته لمهامه حقوق و التزامات (ثانيا).

أولا-التعريف القانوني للسعي المصفاي : سنتطرق إلى تعريف نشاط السعي المصفاي و ذلك في القانونين الفرنسي ثم الجزائري، و إن كان هذا الأخير قد تعرض إليه في مادة واحدة فقط. **أ-في القانون الفرنسي:** نص المشرع الفرنسي على السعي المصفاي في قوانين مختلفة سايرت التطورات التي شهدتها بورصة القيم المنقولة الفرنسية منذ الستينات و هي :

- القانون الصادر سنة 1966 الذي يحمل الرقم 66-1010 مؤرخ في 28 ديسمبر 1966 يتعلق بقرض النقود و عمليات السعي المصفاي و الإشهار⁷²⁹.

- القانون الصادر سنة 1972 الذي يحمل الرقم 72-06 مؤرخ في 03 جانفي 1972، يتعلق بالسعي المصفاي و عمليات توظيف القيم المنقولة، و ذلك في المادة 02 منه⁷³⁰.

- القانون الصادر في 28 مارس 1985 معدل سنة 1987 الذي يتعلق بالأسواق الآجلة.

تمّ الإلمام بهذه النصوص القانونية في نص واحد بموجب تقنين واحد يتمثل في الأمر رقم 1293-2000⁷³¹، بعد عملية تقنين النصوص المنظمة للسوق المالية و إصدار قانون الأمن المالي سمي بالتقنين النقدي و المالي. عرف المشرع الفرنسي السعي المصفاي في المادة L341 منه كما يلي: "هو كل اتصال غير مطلوب مهما كانت وسيلة الإتصال بشخص

⁷²⁹- Loi n° 66- 1010 du 28 décembre 1966, relative à l'usage aux prêt d'argent et à certaine opération de démarchage et de publicité, JORF du 29 décembre 1966, www.legifrance.gouv.fr

⁷³⁰- Article 02 de la loi 72-06 du 03 janvier 1972 relative au démarchage financier et aux opérations de placement de valeurs mobilières, JORF, du 05 janvier 1972, dispose:

« Constitue une activité de démarchage le fait de se rendre habituellement au domicile ou à la résidence des personnes ou sur lieux de travail ou dans les lieux public, en vue de conseiller la souscription, l'achat l'échange, ou la vente de valeurs mobilières ou une participation à des opérations sur ces valeurs. Sont également considéré comme activités de démarchage les offres ou les conseils donnés de façon habituelle, en vue des mêmes fins au domicile ou à la résidence des personnes ou sur les lieux de travail par l'envoi de lettre ou circulaires ou par communication téléphonique ».

⁷³¹- نقلا عن: حمليلى نوار، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص333. و

ARNAUD -VALLEE Anne, « La protection de l'épargne », op.cit, p.519 et suite.

طبيعي أو معنوي محدد بهدف الحصول على موافقته لإتمام جملة من الخدمات و العمليات»⁷³².

يلاحظ أن المشرع الفرنسي وضع ألفاظ و عبارات غير دالة في هذا التعريف، ما يجعل من تعريفه تعريف واسع المعالم سواء من حيث طريقة عمله أو طريقة جلبه لجمهور الأفراد المدخرين للاستثمار، كما أنه لم يحدد محل عملية البيع أو الشراء في القيم المنقولة، فلم يحددها بتاتا ما يوسع من دائرة عمل الساعي المصفاقي في القانون الفرنسي حيث يمكن أن يكون جملة من الخدمات أو العمليات⁷³³.

يمكن أن يستعمل الساعي المصفاقي إذن في حدود ممارسة عمله أية وسيلة من وسائل الإتصال، ما يسمح باستعمال شبكة الأنترنت للإتصال بصاحب الفائض المالي، خلافا للتعريف الذي ورد في المادة 02 من القانون الصادر سنة 1972 رقم 72-06، حيث اعتبر سعيا مصفقا كل عملية تكون عن طريق الإتصال اعتياديا بالناس في منازلهم أو في أماكن عملهم أو في أماكن عمومية من أجل نصح المكتتبين، حول عملية شراء أو تحويل أو المساهمة في عمليات تتعلق بالقيم المنقولة، بغية تقديم خدمات أو إرشادات للغاية نفسها عن طريق بعث الرسائل أو المناشير أو عن طريق المكالمات الهاتفية.

⁷³²- Article L341 du code monétaire et financier :« **Constitue un acte de démarchage bancaire ou financier toute prise de contrat non sollicitée par quelque moyen que ce soit avec une personne physique ou une personne morale déterminée** » .

⁷³³- « Il y'a démarchage bancaire ou financier des lors qu'une personne est contactée sans qu'elle l'ait sollicité, par quelque moyen que ce soit (Courier, téléphone, etc.), pour lui proposer :

- la réalisation d'une opération sur instrument financier (action, obligation, SICAV, etc.).
- la réalisation d'une opération de banque ou d'une opération connexe (réception de fonds du public, opération de crédit, opération de change, etc).
- la fourniture de service d'investissement ou de service connexe (réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers, gestion de portefeuille pour le compte de tiers, tenus de compte- conservation d'instrument financier pour le compte de tiers, etc.
- La réalisation d'une opération sur biens divers.
- La fourniture d'une prestation de conseil en investissement.
- La fourniture d'un service de paiement ».

Document édité par l'Autorité des Marchés Financiers AMF publié le 16 Mai 2014, www.amf-france.org

ب- في القانون الجزائري: لم يظهر في القانون الجزائري تعريف السعي المصفاقي خلافا للقانون الفرنسي إلا بعد قرابة عشر سنوات من الإصلاحات التي بدأت فيها الدولة، ليظهر ذلك في المادة 02 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-03 يتعلق بشروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم كما يلي: "يتمثل في نشاط الشخص الذي يتصل عادة بالناس في منازلهم أو أماكن عملهم، وكذا الأماكن العمومية أو الذي يستعمل عادة المكالمات الهاتفية والرسائل والمناشير سواء قصد أو اقتراح أو اقتناء قيم منقولة أو بيعها أو المساهمة في عمليات تتعلق بقيم منقولة سواء بغية تقديم خدمات أو إرشادات للغاية نفسها".

يتمثل نشاط السعي المصفاقي الذي حصر المشرع الجزائري ممارسته حصريا من طرف الوسيط في عمليات البورصة، عندما يتصل هذا الأخير بالناس الذين يُقصد بهم المدخرين الراغبين في استثمار أموالهم عن طريق اقتناء قيم منقولة، إما في منازلهم أو في أماكن عملهم و حتى اتصاله مباشرة بهم في الأماكن العمومية، فقد يستعمل الوسيط لذلك أية وسيلة من وسائل الإتصال بهدف إلحاق المعلومة إلى المدخر، سواء كانت عن طريق الهاتف أو الرسائل أو تعليق مناشير.

يلاحظ بأن لجنة تنظيم عمليات البورصة استعملت نفس المعايير التي اعتمد عليها المشرع الفرنسي عند تعريفه للسعي المصفاقي⁷³⁴، يظهر ذلك من خلال نص المادة 02 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها عند تعريفها للسعي المصفاقي، و إن لم نقل بأنها نُقِلَ للمادة 02 من القانون الفرنسي رقم 72-06 المتعلق بالسعي المصفاقي السابق الذكر، و المادة 1-211 L من قانون الأمن المالي la loi sur la sécurité financière الصادر سنة 2003⁷³⁵.

⁷³⁴ - اعتمد المشرع الفرنسي على المعايير التالية لكي يكون النشاط الممارس سعيا مصفاقياً:

- ممارسة النشاط بصفة اعتيادية.
- تحديد مكان النشاط.
- الوسائل المستعملة للإتصال.
- الغرض من الإتصال.

نقلا عن: تحليل نواردة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص334.

⁷³⁵ - Loi n° 2003-706 du 1^{er} Aout 2003 de sécurité financière, JORF n° 177, Publié le 02 août 2003, www.legifrance.gouv.fr,

ثانياً-آثار الإلتزام بالسعي المصفاقي: يقع على الوسيط في عمليات البورصة و هو يمارس مهمة السعي المصفاقي مجموعة من الإلتزامات كما يتمتع ببعض الحقوق التي نذكرها في ما يلي معتمدين في ذلك على أحكام القانون الفرنسي كون القانون الجزائري لم ينص عليها لعدم تنظيمه المحكم لهذا النشاط حيث بأنه نص عليه في مادة واحدة فقط في نظام اللجنة رقم 96-03 الملغى.

1-التزامات الساعي: تقع على عاتق الساعي المصفاقي و هو يمارس مهامه مجموعة من الإلتزامات مثله مثل أي شخص يقوم بعمل قانوني و هي كما يلي:

أ-تقديم توضيحات بشأن الصفقة: نصت عليه المادة 11-341 L من القانون النقدي و المالي الفرنسي أضافت التزام آخر في فقرتها الثانية إلى جانب التزامه بالبحث عن الزبون يتمثل في الإلتزام بالإعلام، يلتزم بموجبه الساعي بإعلام الزبون عن جمع العناصر الضرورية المتعلقة بالعرض بأسلوب لائق و واضح حتى يتسنى له أخذ قراره عن دراية بشأن استثماره⁷³⁶.

يجد الإلتزام بتقديم توضيحات بشأن الصفقة أساسه كذلك في أحكام الأمر الصادر في 12 أبريل 2007 الذي يتعلق بأسواق الأدوات المالية⁷³⁷ و كذلك في التوجيه الأوروبية رقم CE/63/2002 الصادرة بتاريخ 23 سبتمبر 2003 في المادة الثالثة منها⁷³⁸، هذا إلى جانب ما ورد في أحكام التوجيه الأوروبية رقم CE/39/2004 الصادرة بتاريخ 21 أبريل 2004⁷³⁹.

تستعين الشركة إلى جانب مساهمات المؤسسين بدعم هذه الأخيرة بمساهمات الجمهور عند لجوؤها إلى الإكتتاب العام أو الإكتتاب المفتوح، بالضبط عند استعمالها لأسلوب السعي المصفاقي من طرف وسيط في عمليات البورصة، و لكون جمهور المكتتبين هو الطرف الضعيف

⁷³⁶- Selon l'article L341-11 deuxième alinéa du code monétaire et financier: « **Les démarcheurs communiquent à la personne démarchée, d'une manière claire et compréhensible, les informations qui lui sont utiles pour prendre sa décision** ». , www.legifrance.fr

⁷³⁷- Ordonnance N°2007-544 du 12 Avril 2007 relative au marché d'instruments financiers, JORF N° 87 du 13 Avril 2007. , www.legifrance.fr

⁷³⁸- جاء في هذه المادة نفس محتوى الفقرة الثالثة من المادة 1-341 من القانون النقدي و المالي.

⁷³⁹- Directive 2004/39/CE du parlement européen et du conseil du 21 avril 2004, concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du conseil et la directive 2000/12 CE du parlement Européen et du conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du conseil, JO, N° 145, du 30/04/2004, www.legifrance.fr

اقتصاديا عند مقارنتهم بالمؤسسين⁷⁴⁰، عملت مختلف التشريعات على حمايتهم من احتيال و تلاعب بعض المحتالين الذين يباشرون في عملية التأسيس أو الزيادة في رأس المال من أجل جمع الأموال و أخذها بعيدا عن المكتتبين بطرق غير شرعية.

أوجب المشرع الجزائري من أجل ذلك اتخاذ مجموعة من الإجراءات لإعلام المكتتبين التي ذكرها إما في القانون التجاري⁷⁴¹ أو في مختلف النصوص التنظيمية⁷⁴² التي سبق الإشارة إليها، لذلك نتساءل في هذا الصدد عما إذا كان الإعلام الذي يقع على عاتق الساعي المصفي كالالتزام يتمثل في تقديمه للمعلومات التي يحتويها البيان الإعلامي الذي تلتزم الشركة المصدرة للقيم المنقولة بنشره في الجرائد كإعلانات و بلاغات؟ أو في تقديم الساعي المصفي للمكتب المستقبل ذلك البيان الإعلامي الذي تلتزم الشركة بطبعه و نشره⁷⁴³ le prospectus إلى جانب المذكرة الإعلامية المذكورة سابقا، الذي يوضع كذلك في مركز الشركة تحت تصرف الجمهور و لدى الوسطاء الماليين المكلفين بالتوظيف⁷⁴⁴.

ب- منح الساعي أجل لإتخاذ القرار بشأن الصفقة: : يلتزم الساعي المصفي بمنح أجل ليفكر فيه الزبون على العملية محل الصفقة إذا كانت تتعلق بتقديم منتجات مالية، أو تسليم و تنفيذ الأوامر لحساب الغير و كل العمليات المقدمة في مقر إقامة الزبون أو مكان عمله أو الأماكن غير المعدة لتسويق المنتجات المالية⁷⁴⁵.

⁷⁴⁰ - عباس مرزوق فليح العبيدي، الإكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، مرجع سابق، ص 95.

⁷⁴¹ - المادة 595 / 2 من التقنين التجاري، مرجع سائق.

⁷⁴² - المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 95-438 يتعلق بتطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمعات، مرجع سابق. و التعليمات الصادرة من اللجنة رقم 97-03 المتضمنة تطبيق النظام رقم 96-02 يتعلق بالإعلام الواجب نشره من الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية للإدخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق.

⁷⁴³ - المادة 07 من النظام رقم 96-02، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية للإدخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق.

⁷⁴⁴ - المادة 11 من المرجع نفسه.

⁷⁴⁵ - يحدد آجال التفكير ابتداء من لحظة تقديم وصل المعلومات المتعلقة بالمنتج المالي محل العملية، و في هذا الشأن عملت لجنة السوق المالية AMF على وضع نموذج لما يُعرف بوصل تقديم المعلومات وذلك بغرض توحيد البيانات التي يتوفر عليها. للتفصيل أنظر: حمليلى نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 344.

أصدرت المجموعة الأوروبية التوجيهية الأوروبية المتعلقة بتسويق الخدمات المالية⁷⁴⁶ و خولت الزبون حق العدول عن إبرام العقد إذا كان محله خدمات مالية قُدمت له عن بعد حددتها الفقرة الأولى من المادة 06 منه⁷⁴⁷ دون توقيع عليه أيّ جزاء و دون تبرير موقفه بشأن عدوله إزاء الساعي.

نهج المشرع الفرنسي نفس المسلك بشأن منح الزبون حق العدول إذا كان محل العقد المبرم يتعلق بمنتجات أو خدمات مالية تمّ تسويقها عن بعد، يظهر ذلك جليا من أحكام الفقرة الأولى من المادة L341-16 من التقنين النقدي المالي الفرنسي الجديد⁷⁴⁸، الذي حددته بأربعة عشرة يوما(14) تُحتسب إمّا من تاريخ إبرام العقد أو من تاريخ تسليم الزبون للشروط التعاقدية و كل المعلومات المتعلقة بالعملية، إذا تمّ ذلك في آجال لاحقة عن إبرام العقد⁷⁴⁹.

تتماثل هذه الآجال التي حددها المشرع الفرنسي مع ما حددته التوجيهية الأوروبية المتعلقة بتسويق الخدمات عن بعد رقم CE/65/2002، كما تتماثلان أيضا من حيث تاريخ بدايته الذي يحتسب ابتداء من تاريخ إبرام العقد الموقع عليه من طرف الزبون كأصل عام، على خلاف ما كان عليه في القانون النقدي و المالي قبل تعديله⁷⁵⁰، حيث كان ينص على أن تاريخ بداية أجل

⁷⁴⁶- Directive 2005/65/CE du parlement européen et du conseil du 23 septembre 2002 concernant la commercialisation à distance des services financiers auprès des consommateurs, et modifiant les directive 90/619/CEE du conseil, 97/7/CE et 98/27/CE JO n° L271 du 09/10/2002, www.legifrance.gouv.fr

⁷⁴⁷-« Les états membres veillent à ce que le consommateur dispose d'un délai de quatorze jours calendrier pour se rétracter, sans pénalité et sans indication de motif. Toute fois, se délai est porté à trente jours calendrier pour les contrats à distance ayant pour objet les assurances sur la vie couverte par la directive 90/619/CEE... ».

L'article 06 alinéa 01 de la directive 2005/65/CE,

Voir le site : www.eur-lex.europa.eu

⁷⁴⁸- Article L341-16 alinéa 1 : « La personne démarchée dispose d'un délai de quatorze jours calendaire révolus pour exercer son droit de rétraction, sans avoir à justifier de motifs ni à supporter des pénalités », www.legifrance.gouv.fr

⁷⁴⁹- Article L341-16 alinéa 2 : « Le délai pendant lequel peut s'exercer le droit de rétraction commence à courir :

1° soit à compter du jour ou le contrat est conclu ;

2° soit à compter du jour ou la personne démarchée reçoit les conditions contractuelles et les informations, si cette dernière date est supérieure à celle mentionnées au n° 1 »,

www.legifrance.gouv.fr

⁷⁵⁰ - تنص المادة 2-341 L قبل التعديل على ما يلي:

العدول يُحتسب من تاريخ استلام العقد الموقع عليه من طرف الزبون، ميعاد استحسنه الفقه و فضله لأن التاريخ الذي وضعته التوجيهية الأوروبية اعتبروه واضح و سهل للتحديد⁷⁵¹.

نتساءل عن سبب تغيير المشرع لموقفه بشأن كيفية احتساب المواعيد؟ قد يكون الهدف من ذلك هو توحيد نظام احتساب الآجال الممنوحة للزبون للعدول عن قراره بشأن اقتناء السلع و الخدمات عن بعد في كل الدول المنتمية إلى المجموعة الأوروبية، و هو شيء منطقي نظرا للنظام السائد في هذه المنظومة الاقتصادية⁷⁵².

2- حق الساعي في قبض أجرة: يباشر الوسيط نشاطه في القيم المنقولة بمجرد حصوله على اعتماد من اللجنة، و عليه فالوسيط عندما يقوم بتسويق الإصدارات عن طريق إقناع المدخر في توظيف أمواله في الإكتتاب في القيم المنقولة عن طريق شرح مزاياها و الفوائد التي قد يمسخها من جراء هذا الإكتتاب فهو يمارس نشاطا غير محدودا نظمته لجنة عمليات البورصة و مراقبتها بموجب نظامها رقم 96-03، المذكورة أعلاه.

أ- أساس أجرة الساعي: اتفق كل من الفقه و التشريع على كون عقد الوساطة الذي يربط الوسيط في العمليات التي تقع على القيم المنقولة، سواء على مستوى السوق الأولية كممارسته لمهنة السعي المصفاي أو توسّطه في بيع و شراء القيم المنقولة عقد من عقود المعاوضة ملزم لجانبين⁷⁵³.

تتمثل بذلك حقوق الساعي المصفاي في دفع العميل أو الزبون مقابلا للخدمات التي يقدّمها له من نصح و إرشاد، و على كل المعلومات التي ساعدته على اتخاذ قرار شراءه للمنتج المالي المصدر محل العرض العلني للإدخار لقاء المجهودات التي يبذلها في إعلامه إعلاما مناسباً⁷⁵⁴ و واضحا و عرض السلعة أو الخدمة عليه. يمكن للساعي المصفاي أن يقبض عمولة

« ...Ce délai de rétraction court à compter de la date de réception par la personne démarchée du contrat signé par les deux parties », www.legifrance.gouv.fr

⁷⁵¹- SUTOUD (J), RAYONOUAR D (A), « Démarchage bancaire ou financier », Revue Banque, Edition 2004, p.198.

⁷⁵²- عملت كذلك في شأن توحيد نظام المصادقة على البيان الإعلامي الذي وضعته مختلف القوانين كشرط لإصدار القيم المنقولة من المصدر بعد التأشير عليه من طرف سلطة السوق الأوراق المالية لكل دولة.

- لأن كل من الطرفين يحصل على مقابل ما أعطى أو ما التزم به.⁷⁵³

⁷⁵⁴ - حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص334.

مقابل عمله من طرف الشركة المصدرة للقيم المنقولة عن كل زبون ينجح في إقناعه في اقتناء المنتج المالي.

ب- تحديد أجرة الساعي: لاستبعاد الصفة التبرعية لعقد الوساطة حددت مختلف الأنظمة القانونية لمختلف دول العالم طريقة تسديد هذه العمولة مقابل ثمن الخدمات التي يؤديها الوسيط⁷⁵⁵، إلا أن هذا التحديد القانوني هجرته معظم الدول المتقدمة، بغرض دفع عجلة التنافس بين المدخرين في السوق المالية لأن التحديد المسبق يعدّ قيّدا للتنافس الحر بين الوسطاء، الشيء الذي يؤدي إلى ركود السوق⁷⁵⁶.

لم يحدد المشرع الجزائري كذلك سعرا مقابلا لهذه الخدمات، فلم يحدد لا حده الأدنى و لا حده الأقصى⁷⁵⁷، نجهل إذا كان ذلك سهوا أو عمدا منه، ليقوّد بذلك تشريعات الدول التي تكون فيها بورصاتها و عمليات إصدار و تداول القيم المنقولة تعرف فيها الحركة و النشاط.

الفرع الثاني

نشاط الإرشاد

تقوم المصدرة للقيم المنقولة كسب ثقة المدخرين باختلاف طبيعتهم فتستعمل مختلف الوسائل اللازمة لجلب اهتمامهم و اقناعهم بهدف توظيف أموالهم عن طريق شراء القيم المنقولة المصدرة، سمحت اللجنة استعمال تقنية السعي المصفقي إلا أنها لم تفصل في أحكامه، تخلت عن هذا الأسلوب لتسويق القيم المصدرة و اعتمدت أسلوب آخر في نظامها رقم 01-15 يتمثل في

⁷⁵⁵ - جعل المشرع المصري حدا أدنى لمبلغ العمولة التي يتلقاها الوسيط تتمثل في جنيهان (2 جنيه)، و حدد الحد الأقصى بناء على قرار من وزير الاقتصاد بناء على اقتراح من هيئة سوق المال، حددتها المادة 24 من قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992. نقلا عن صالح راشد الحمراني، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 68.

⁷⁵⁶ - كما هو عليه الحال في بريطانيا و فرنسا. للتفصيل أنظر: أيت مولود فاتح، حماية الإخار المستثمر في القيم المنقولة...، مرجع سابق، ص 200.

⁷⁵⁷ - المادة 25 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-96، مرجع سابق. و المادة 03 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 05-97، مرجع سابق. و لم يحدد سعر أو مقابل الخدمات التي يقدمها حتى في نظامها رقم 01-15 يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم.

نشاط الإرشاد في مجال القيم المنقولة، يتشابه هذا النشاط مع مفاهيم أخرى لذلك سنحاول التمييز بينها و ما يقاربها في المعنى.

يقصد بالإرشاد تقديم النصح و المشورة، خولت اللجنة هذه المهام للوسيط في عمليات البورصة في حدود ممارسته لمهامه و ذلك في مجالين يتمثلان في نشاط الإرشاد في توظيف القيم المنقولة (أولا)، و نشاط إرشاد المؤسسات في مجال هيكله الرأسمال و إدماج و إعادة شراء المؤسسات (ثانيا)، لذلك سنقوم بتعريف كل منهما.

أولا-التعريف بنشاط الإرشاد في توظيف القيم المنقولة: سنقوم بتعريف نشاط الإرشاد في توظيف القيم المنقولة والالتزامات التي تقع على المرشد و هو يقوم بالإرشاد في هذا المجال.

1--تعريف نشاط الإرشاد في توظيف القيم المنقولة: عرفت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها نشاط الإرشاد في توظيف القيم و ذلك كما يلي: "الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة يتمثل في تقديم توصيات شخصية للطرف الآخر ، سواء بطلب منه أو بمبادرة من الوسيط الذي يقدم الإرشاد سواء تعلق الأمر بصفقة واحدة أو عدة صفقات خاصة بالقيم المنقولة"⁷⁵⁸.

يلاحظ أن لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها استعملت في هذا التعريف عبارات غير دالة ما يوسع من مجال ممارسة الوسيط لمهمة نشاط الإرشاد في توظيف القيم المنقولة كونها اعتمدت في هذا التعريف على معيارين هما:

- تقديم الوسيط توصيات شخصية.
 - أن يكون تقديم النصح إما بطلب من الزنون أو بمبادرة من الوسيط.
- يتفق نشاط الإرشاد في توظيف القيم المنقولة من نشاط السعي المصفاقي في الشطر الأخير من المعيار الثاني الذي يتمثل في نشاط الشخص الذي يتصل عادة بالناس في منازلهم أو أماكن عملهم، و كذا الأماكن العمومية أو الذي يستعمل عادة المكالمات الهاتفية و الرسائل و المناشير سواء لاقتراح أو اقتناء قيم منقولة أو بيعها أو المساهمة في عمليات تتعلق بقيم منقولة

⁷⁵⁸ - المادة 5/02 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 01-15، يتضمن شروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم، مرجع سابق.

سواء بغية تقديم خدمات أو إرشادات للغاية نفسها، حيث في كلا النشاطين يمكن للوسيط بمبادرة منه الإتصال بالزبون لإرشاده اقتناء القيم المنقولة المصدرة دون أن تحدد اللجنة أماكن الإتصال به في أسلوب الإرشاد المالي.

2-التزامات الوسيط في مجال توظيف القيم المنقولة: يلتزم المرشد في مجال توظيف القيم المنقولة بتقديم توصيات على أساس دراسات دقيقة تقوم بها مصلحة التحاليل المالية للوسيط في عمليات البورصة، توجه لزبائن محترفين مثل مسيري الأموال، كما يمكن أن توجه لزبائن غير محترفين مثل الزبائن الخواص الذين يحتاجون إلى تدابير حماية ووقاية أكثر أهمية.

يلتزم المرشد في إطار عمله كذلك بتقديم بطاقة مهنية للزبون و مراجع من صاحب العمل و بالإستعلام بشأن الوضعية المالية لزيونه و معارفه و خبرته وأهدافه في مجال التوظيف أو التمويل. يلتزم كذلك المرشد بتقديم مذكرة إعلامية تتعلق بكل منتج أو خدمة يقدمها. أوجب المشرع الجزائري من أجل ذلك اتخاذ مجموعة من الإجراءات لإعلام المكتتبين التي ذكرها إما في القانون التجاري⁷⁵⁹ أو في مختلف النصوص التنظيمية⁷⁶⁰ التي سبق الإشارة إليها.

نتساءل في هذا الصدد عما إذا كان الإعلام الذي يقع على المرشد كالتزام يتمثل في تقديمه للمعلومات التي يحتويها البيان الإعلامي الذي تلتزم الشركة المصدرة للقيم المنقولة بنشره في الجرائد كإعلانات و بلاغات؟ أو في تقديمه ذلك البيان الإعلامي الذي تلتزم الشركة بطبعه و نشره⁷⁶¹ le prospectus إلى جانب المذكرة الإعلامية المذكورة سابقا، الذي يوضع كذلك في مركز الشركة تحت تصرف الجمهور و لدى الوسطاء الماليين المكلفين بالتوظيف⁷⁶².

⁷⁵⁹ - المادة 595 / 2 من التقنين التجاري، مرجع سائق.

⁷⁶⁰ - المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 95-438 يتعلق بتطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمعات، مرجع سابق. و التعليمات الصادرة من اللجنة رقم 97-03 المتضمنة تطبيق النظام رقم 96-02 يتعلق بالإعلام الواجب نشره من الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية للإدخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق.

⁷⁶¹ - المادة 07 من النظام رقم 96-02، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية للإدخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق.

⁷⁶² - المادة 11 من المرجع نفسه.

بمعنى آخر هل يكفي إعلام المكتب المستقبلي المتمثل في ذلك الشخص صاحب الفائض المالي الذي يدخر ماله لتوظيفها في شراء القيم المنقولة بمجرد تقديمه البيان الإعلامي المنشور في الجرائد للاطلاع عليه؟ أو يلتزم إلى جانب ذلك بتقديم له البيان المطبوع le prospectus المؤشر عليهما من قبل اللجنة⁷⁶³ لإقامة الدليل بأن المرشد قد وفى بالتزامه بإعلام الزبون عن جمع العناصر الضرورية المتعلقة بالعرض،

يرى بعض من الفقه أن التزام المرشد المالي بالإعلام لا يتعلق في مجال توظيف القيم المنقولة فقط بل يشترك فيه كل مقدمي الخدمات الإستثمارية و المالية⁷⁶⁴ و البنكية في الإطار العام لنشاطهم⁷⁶⁵، الذي أكدته مجموعة من النصوص القانونية⁷⁶⁶ و القرارات القضائية⁷⁶⁷، إلا أنه يرى البعض الآخر و هو الراجح حسب تقديرنا أن البيان الإعلامي وسيلة إعلام كافية لكونه يتضمن معلومات واضحة عن السلع المعروضة للاكتتاب⁷⁶⁸.

أيد هذا الرأي الأستاذين "بينو تيتري" Thierry BENNAEU و "دريمو فرانس"⁷⁶⁹ DRUMMOND France و المجلس الدستوري الفرنسي بمناسبة نظره في الطعن

⁷⁶³ - بالرغم من إصدار السلطة التنظيمية للأسواق المالية الفرنسية AMF التعلية المسمات prospectus التي تحمل الرقم CE/71/2003 الصادرة بتاريخ 04 نوفمبر 2003 تتعلق بإعفاء مصدر القيم المنقولة من الإلتزام بنشر المنشور الحامل للمعلومات المتعلقة بالإصدار في حالة عرض محدود لإدخار المستثمرين المؤهلين كونهم أصحاب الخبرة و التجربة في ميدان الإستثمار في الأدوات المالية.

⁷⁶⁴ - حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص341، نقلا عن:

PORTIER Philipe, « Réforme du marché bancaire et financier », Revue de droit bancaire et financier, N° 05, Septembre-Octobre, 2003.

⁷⁶⁵ - Banque et produit financier: contours de devoir d'information et de mis en garde(fr). www.jurispedia.com

⁷⁶⁶ - نذكر من بينها:

- Ordonnance n° 2007-544 relative au marché d'instrument financier, op.cit.

- Directive 2004/39/CE du parlement européen du conseil du 21Avril 2004, op.cit.

⁷⁶⁷ - نذكر منها:

- Cass.Com, 10 Janvier 2012, N° 10-28.800.

- Cass. Com, 12 Février 2008, N° 06-20.835, www.jurispedia.com

⁷⁶⁸ - ARESTON Philipe, Démarchage bancaire ou financier et conseil en investissement financier, op.cit, p.148.

- BENNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p. 556.⁷⁶⁹

المقدم على مستواه، بشأن مدى دستورية البيان الإعلامي المحرر باللغة الإنجليزية بدلا من اللغة الفرنسية باعتبارها لغة الدولة⁷⁷⁰.

قضى المجلس الدستوري الفرنسي أن الإلتزام بالإعلام الذي يقع على عاتق المرشد المالي يتم الوفاء به بمجرد تقديم المنشور أو البيان الإعلامي، عندما يتضمن كامل المعلومات المتعلقة بعملية إصدار القيم المنقولة التي توفر لكل شخص يلتمس منه الإكتتاب المعلومات الصحيحة و الواضحة التي تهمّه، من أجل اتخاذ قرار استثماره عن دراية، و في كل الأحوال حتى و إن كان حُرّر بلغة أجنبية إلا أنه يلتزم بتقديم ملخص باللغة الفرنسية تبين فيه جميع العناصر بأسلوب واضح.

ثانيا- نشاط إرشاد المؤسسات في مجال هيكله الرأسمال و ادماج و إعادة شراء المؤسسات: خولت اللجنة للوسيط في اطار حدود ممارسة مهمة الإرشاد المنصوص عليها في النظام رقم 01-15 إلى جانب صلاحية الإرشاد في مجال التوظيف القيم المنقولة مهمة أخرى تتمثل في إرشاد المؤسسات في اطار هيكله رأس مالها و ادماج و إعادة شراء المؤسسات.

1-تعريف إرشاد المؤسسات في مجال هيكله الرأسمال: يقصد به مرافقة الأشخاص المعنوية التي تصدر قيما منقولة و منتجات مالية عند القيام بالتركيب المالي و/أو مساعدتهم في جميع مراحل

⁷⁷⁰- « ... les personnes qui procèdent à une opération par appel public à l'épargne doivent au préalable, publier et tenir à la disposition de toute personne intéressée un document destiné à l'information du public. Portant sur le contenu et les modalités de l'opération qui on effet l'objet, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur, dans des conditions prévues par un règlement de la commission des opérations de bourse » ; que les dispositions ajoutées à cet alinéa par le 2^{ème} du I de l'article 27 de la loi différée ont pour objet de permettre, dans les cas définis par le même règlement de la commission des opérations de bourse, la rédaction de ce document d'information dans « une langue usuelle en matière financière », autre que le français « ce prospectus » doit être alors accompagné d'un résumé rédigé en français, dans les conditions déterminées par ledit règlement, au terme du premier alinéa de l'article L621-8 du code monétaire et financier » le projet de document mentionné à l'article L412-1 est soumis au visa préalable de la commission des opérations de bourse, qui indique les énonciations à modifier ou les informations complémentaire à insérer... » .

Décision du conseil constitutionnel n°2001/452 du 06 Decembre2001, JORF du 12 Décembre 2001, page19712, Recueil.156.ECLI : CC : 2001.452 DC, www.conseil-constitutionnel.fr

العملية، في العلاقات و الإجراءات الإدارية أثناء اللجوء العلني للإدخال، داد وثائق إعلامية موجهة للجمهور بطريقة تتسجم مع متطلبات التنظيم و السوق⁷⁷¹.

يمكن للوسيط في عمليات البورصة المعتمد مساعدة المؤسسات في إعداد العمليات الخاصة بالإصدار و تبادل و إعادة شراء القيم المنقولة و المنتجات المالية المسعرة في البورصة أو الموظفة وفقا لشروط اللجوء العلني للإدخال المذكورة في المادة 43 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل و المتمم.

2- شروط ممارسة الوسيط لنشاط إرشاد المؤسسات: يلتزم الوسيط في عمليات البورصة الذي يمارس نشاط إرشاد المؤسسات المذكور في المادة 34 من نظام اللجنة رقم 15-05 مجموعة من الشروط تتمثل في:

- إمضاء الوسيط على عقد المرافقة مع المؤسسات المصدرة للقيم المنقولة أو تلك التي تبادر في مشروع ادماج أو إعادة شراء المؤسسات⁷⁷².

- التزام الوسيط بالإجراءات الضرورية للتأكد من أن المؤسسة المصدرة تلبي شروط الإصدار و الإدماج المحددة في التشريع و القوانين المعمول بهما⁷⁷³.

3- مهام الوسيط في مجال إرشاد المؤسسات: يتكفل الوسيط في إطار نشاط إرشاد المؤسسات في مجال هيكله الرأسمال و ادماج و إعادة شراء المؤسسات بمهام تتمثل في ما يلي:

- مساعدة المصدر أثناء كتابة مشروع المذكرة الإعلامية و تأدية مختلف الشكليات القانونية و الإدارية المتعلقة باصدار القيم المنقولة.

- تحضير مشروع إدماج أو إعادة شراء المؤسسات.

- تمثيل المؤسسات المصدرة للقيم المنقولة لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و لدى مؤسسات السوق و امام مجموع البنوك المكون للتوظيف.

⁷⁷¹ - المادة 8/02 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 15-01، يتضمن شروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم، مرجع سابق.

⁷⁷² - المادة 35 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 15-01، يتضمن شروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم، مرجع سابق.

⁷⁷³ - المادة 36 من المرجع نفسه.

- توظيف السندات المصدر بمفرده أو في إطار مجموع البنوك المكون للتوظيف الذي يعتبر هو قائدها.

- مساعدة المؤسسات المتوسطة و الصغيرة الذي هو راعيها حتى يفي بالتزاماته المتعلقة بتقديم المعلومات التنظيمية و القانونية⁷⁷⁴.

المطلب الثاني

الطبيعة القانونية للإرشاد في مجال التوظيف

تمارس مهنة الوساطة منذ زمن بعيد⁷⁷⁵ و نظرا لأهميته أصبح أكثر فعالية و باتت نصائحه أقرب للحقيقة⁷⁷⁶، و أصبح التعامل معه أمرا ضروريا لتحقيق غاية عملت مختلف قوانين الدول على تحقيقها حين أجمعت على ضرورة تدخّل الوسطاء في تنفيذ عمليات السوق المالية، لتوفير الحماية اللازمة لكل المتدخلين و المستثمرين داخل هذه السوق، خاصة أن هؤلاء غالبا ما يكونوا غير مؤهلين لا يجدّون فن المساومة في بيع و شراء الأوراق المالية فأغلبهم ينقادون وراء المضاربين صعودا و هبوطا غير مدركين لحيلهم.

⁷⁷⁴ - المادة 34 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 15-01، يتضمن شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم، مرجع سابق.

⁷⁷⁵ - كان أول ظهور لسماسرة الأوراق المالية في إنجلترا سنة 1688. أنظر: صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 132.

⁷⁷⁶ - أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية دراسة ميدانية قام بها الأستاذين "باكير" Baker و "هاسليم" Haslem تحت عنوان "المعلومات التي يحتاج لها الأفراد لاستثماراتهم"، تتعلق بأنواع المعلومات و البيانات التي تهم المستثمرين و أهم مصادر المعلومات، توصلت الدراسة إلى أن سماسرة الأوراق المالية هم من أهم مصادر المعلومات التي يحتاجونها و ذلك نتيجة الإتصال المباشر بينهم. و في دراسة أخرى شبيهة بالأولى، مع تطبيق نفس المعطيات و البيانات على المجتمع المصري، أظهرت أن المساهمين بصفة عامة يعتمدون و بصورة رئيسية على المعلومات و النصائح التي يتلقونها من الوسطاء في اتخاذ قراراتهم، و من أنه من النادر أن يقوم المساهم بجمع مختلف المعلومات المتعلقة بالأسواق المالية و أدواتها و تحليلها بنفسه. للتفصيل راجع:

إبراهيم فريد محمد أمين، "المعلومات المحاسبية و مداخل تحليل الإستثمار في الأوراق المالية"، مجلة المال و التجارة، عدد 182، السنة السادسة عشر، ج 02، القاهرة، جوان 1984، ص 07.

أجمعت مختلف قوانين الدول على ضرورة تدخل الوسيط المالي⁷⁷⁷ (فرع أول) باعتبارهم أهل الخبرة للتعرف على أصول السوق المالية، مع تمتعهم بالملائمة المالية اللازمة لضمان حماية المستثمر حتى لا يقعوا فريسة لاستغلال المضاربين المدخريين في الأسواق المالية فأسندت لهم اللجنة بموجب نظامها رقم 15-01 المذكور أعلاه مهمة الإرشاد الذي يتشابه مع مفاهيم أخرى قريبة منه إلا أنه يتميز بميزات خاصة به (فرع ثان).

الفرع الأول

الوسيط في عمليات البورصة

نظرا للدور الحيوي الذي تلعبه بورصة القيم المنقولة كون مجال نشاطها مجال حساس يتمثل في انعاش الإقتصاد الوطني و دفع عجلة التنمية، عمدت معظم القوانين التي من بينها القانون الجزائري إخضاعها لأحكام و أنظمة خاصة تصدرها لجنة تنظيم عمليات البورصة باعتبارها سلطة ضابطة للسوق، فلا تتم العمليات على القيم المنقولة التي من بينها الإرشاد في توظيف القيم المنقولة إلا و توسط فيها الشخص الوسيط في عمليات البورصة (أولا)، الذي اشترط فيه القانون مركز معين (ثانيا).

أولا- التعريف بالوسيط في عمليات البورصة: لقي الوسيط اهتمام الفقه نظرا لأهميته في اتمام العمليات التي تتم على القيم المنقولة، كما نظمته كذلك مختلف قوانين الدول.

1-التعريف الفقهي للوسيط: اجتهد الفقه في تعريف سمسار البورصة فعرّفه البعض بأنه "شخص ذو دراية و علم و كفاءة في سوق الأوراق المالية، يقوم بعمليات بيع و شراء الأوراق المالية من خلال بورصة الأوراق المالية في المواعيد الرسمية المحددة لحساب العملاء مقابل عمولة محددة، و يعتبر السمسار ضامنا لصحة كل عملية تم تنفيذها بيعا و شراء"⁷⁷⁸، كما عرفه البعض الآخر أنه "العضو الذي يعمل سمسارا في البورصة و يتولى عملية بيع و شراء الأوراق المالية للجمهور"⁷⁷⁹.

⁷⁷⁷ - هناك من الدول التي لا تجعل توسط الوسيط شرط إجباري لتداول القيم المنقولة. للتفصيل أنظر :

HAMADI Salem, Le banquier intermédiaire en bourse, op.cit, p.125.

⁷⁷⁸ - محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، (د.س. ن)، ص273.

⁷⁷⁹ - صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص120.

يعرف السمسار كذلك بأنه الشخص المرخص له بموجب قانون السوق المالي و أنظمتها و تعليماته بالقيام بأعمال محددة تؤهله لممارسة الوساطة بين جمهور المستثمرين (وحدات الفائض الذين يسعون لتوظيف مدخراتهم)، و الجهات المصدرة للأوراق المالية مقابل عمولة محددة يتقاضاها نظير الخدمات التي يقدمها من خلال تنفيذ أوامر البيع و الشراء الخاصة بالعملاء، و كذلك لقاء تغطية و تسويق الإصدارات⁷⁸⁰.

يعرف عقد الوساطة كذلك بأنه "عقد معاوضة للوسيط مقابل عمل يجريه بين الطرفين لا نيابة عن أحدهما، يقوم الوسيط بدور فعال يتمثل في التقريب بين شخصين يرغبان في التعاقد و إجراء المفاوضات بينهما"⁷⁸¹.

2-التعريف القانوني للوسيط: لم يحظ الوسيط بتعريف قانوني من مختلف دول العالم نذكر منها القانون المصري⁷⁸²، و القانون الفرنسي⁷⁸³، إنما اكتفت بالإشارة إلى جملة من الإلتزامات المفروضة على الوسيط و إجراءات التأسيس و الترخيص و غيرها من الأمور. عمل القانون الجزائري خلاف ذلك حيث عرفته لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها في المادة 02 من نظامها رقم 01-15 كما يلي: "الوسيط في عمليات البورصة هو كل وسيط معتمد يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة و المنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول و الحقوق المتعلقة بها لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص...".

⁷⁸⁰ - طارق محمد خليل الأعرج، الأسواق المالية، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في إدارة المصارف، كلية الإدارة و الإقتصاد الأكاديمية العربية المفتوحة، الدانمارك، (د.س)، ص04.

⁷⁸¹ - فايز نعيم رضوان، الوجيز في العقود التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1998، ص190. هناك من الفقهاء من يعتبر عقد الوساطة عقد سمسرة، و يعرف بأنه "ذلك العقد الذي يلتزم بمقتضاه أحد طرفيه وهو السمسار، بأن يسعى لإيجاد شخص يقبل التعاقد مع الطرف الثاني لعقد السمسرة، مقابل أجر يسمى عمولة السمسرة". للتفصيل في ذلك أنظر: بن مدني أحمد، الوساطة في المعاملات المدنية "السمسرة"، مذكرة لنيل درجة الماجستير في القانون، فرع العقود و المسؤولية، كلية الحقوق، جامعة الجزائر 1، بن عكنون، 2002، ص10.

⁷⁸² - لم يضع قانون سوق رأس المال المصري رقم 93-1995 و لائحته التنفيذية أي تعريف للوسيط.

⁷⁸³ - تنص المادة 01 من القانون الفرنسي رقم 88-75 المتعلق ببورصة القيم المنقولة على أنه: "يمكن للشركات العامة في الوساطة المالية القيام بعمليات الطرف المقابل و التداول في عقود آجلة و عقود الخيار التي يكون موضوعها قيما منقولة...". نقلا عن: راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص119.

عرفه الكونغرس الأمريكي كذلك في قانون بورصة الأوراق المالية لسنة 1934 في المادة (4/3) مستعملا مصطلح السمسار مع العلم أنهما يعنيان نفس الدلالة كما يلي : "السمسار هو أي شخص يشارك في عمل اتمام الصفقات على الأوراق المالية لحساب الغير لكن لا يشمل ذلك البنك"⁷⁸⁴.

ثانيا- مركز الوسيط في عمليات البورصة: اختلف مركز الوسيط في عمليات البورصة و الشركات التي تمثله في عمليات تداول القيم المنقولة عبر مرحلتين و ذلك كما يلي.

1-الوسيط: شخص طبيعي أو معنوي: عرفت المرحلة الممتدة ابتداء من صدور القانون المؤسس لبورصة الجزائر، المتمثل في المرسوم التشريعي رقم 93-10 إلى غاية صدور القانون رقم 03-04 المعدل و المتمم لهذا الأخير اتساع مجال ممارسة الوساطة⁷⁸⁵، حيث سمح المشرع الجزائري لكل الأشخاص الطبيعيين و المعنويين التي تأخذ شكل شركات المساهمة، ممارسة نشاط الوساطة المالية في عمليات البورصة بعد حصولها على اعتماد من طرف اللجنة، حسب نص المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة⁷⁸⁶.

أكد على ذلك النظام رقم 96-03⁷⁸⁷ في المادة 04 منه التي تنص على ما يلي: "لا يمكن ممارسة الوساطة بالبورصة إلا من طرف أشخاص طبيعيين أو شركات أسهم معتمدة من طرف اللجنة"، و كذلك التعليمات الصادرة من اللجنة رقم 97-10 التي تتضمن شروط اعتماد كل

⁷⁸⁴ - راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص120.

⁷⁸⁵ - نصيرة تواتي، "المركز القانوني للوسيط المالي في بورصة القيم المنقولة"، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، عدد خاص 2017، ص121.

⁷⁸⁶ - تنص المادة 06 من المرجع نفسه على ما يلي: "يمكن أن يمارس عمل الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد اللجنة أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم تنشأ خصيصا لهذا الغرض".

⁷⁸⁷ - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-03 مؤرخ في 03 جويلية 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم، ج ر ج د ش عدد 36، صادر في 01 جوان 1997. (ملغى).

من الوسيط الفرد و الوسيط المؤسسي، أي الشخص المعنوي الذي يكون في شكل شركة أسهم⁷⁸⁸.

تُبين هذه النصوص القانونية أن الأشخاص الوسطاء في الأوراق المالية، هي نوعين يتمثلون في الأشخاص الطبيعية⁷⁸⁹ و الأشخاص المعنوية التي تأخذ شكل شركات المساهمة فحسب و الذي يظهر جليا من خلال النصوص القانونية التالية: المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 قبل تعديلها التي تنص علي ما يلي: "يمكن أن يمارس عمل الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من اللجنة أشخاص طبيعيين أو شركات أسهم تنشأ خصيصا لهذا الغرض".

نصت المادة 04 من نظام لجنة عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-03⁷⁹⁰ أيضا على ذلك كما يلي : "لا يمكن ممارسة الوساطة في عمليات البورصة إلا من طرف أشخاص طبيعيين أو شركات أسهم معتمدة من طرف اللجنة"، أكدت على ذلك المادة 06 من نفس

⁷⁸⁸ - المادة 02 من تعليمية رقم 97-01 مؤرخة في 30 نوفمبر 1997، تتضمن كليات تحديد اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة.

⁷⁸⁹ - أخذ المشرع الجزائري نفس موقف المشرع الفرنسي و المصري في إسناد مهام الوساطة إلى الأشخاص الطبيعية، سمح لهم المشرع الفرنسي ممارسة الوساطة في الأوراق المالية منذ المرسوم الصادر في 07 أكتوبر 1890 يتعلق بموظفي السمسرة، و ذلك تحت تسمية عملاء الصرف agent de change، يعينون بموجب قرار وزير المالية لممارسة مهامهم. DEFOSE Gaston, BALLY Pierre, La bourse des valeurs, Collection que sais- je ? Edition Bouchéne, 16^{ème} édition, Paris, 1990, pp.09 et 10.

احتكر عملاء الصرف هذه المهنة لأكثر من قرنين فأصبحت في متناول الجميع لأنها تمارس دون شروط، باستثناء شرط الجنسية في الوسيط، لذلك ناد القضاء الفرنسي بصبح صفة التاجر على السمسار، بحكم احترافه في ممارسته عمليات الوكالة بالعمولة.

RABUT Albert, « Agent de change, Attribution et responsabilité », J-Cl.com, 1983, Fasc. 325.p.04 et suite.

PEGALD Pierre, ROBLOT Marie Claude, « bourse des valeurs mobilières », Répertoire commercial, T I, Edition Dalloz, Paris, 1997, p.235.

أما المشرع المصري فقد أوكل مهام الوساطة في الأوراق المالية منذ صدور القانون رقم 161 لسنة 1957 للأشخاص الطبيعية كقاعدة عامة، مع جواز كون للسمسار شريكا في الشركة تضامنا أو توصية بالأسهم تنشأ خصيصا للقيام بأعمال السمسرة في الأوراق المالية. للتفصيل أنظر: صالح راشد الحمراي ، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 147.

⁷⁹⁰ - نظام لجنة عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-03، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

النظام، و كذلك المادة 01 من التعليمات رقم 97-01⁷⁹¹. يلاحظ إذن أن المشرع اختار شكل شركة الأسهم الشكل الوحيد الذي يجب أن تتخذه الشركات الراغبة لممارسة الوساطة، بالتالي إمكانية إصدارها قيما منقولة.

2- انحصار صفة الوسيط في الشخص المعنوي: تأثر المشرع بالتطورات الحاصلة في التشريعات المقارنة فسلك نفس المسار، أقصى الشخص الطبيعي من ممارسة مهنة الوساطة و حصرها في الشخص المعنوي فقط دون سواء، و ذلك بالسماح لهذا الأخير ممارسة المهنة عن طريق إنشاء شركات تنشأ خصيصا لهذا الغرض⁷⁹² و التخلي عن نظام الوساطة الفرد مثل ما عمل به المشرع الفرنسي⁷⁹³. بقيت لجنة عمليات البورصة و مراقبتها على نفس الموقف في نظامها رقم 15-01⁷⁹⁴ الذي يلغي النظام رقم 96-03.

يرجع أسباب تفضيل مختلف قوانين الدول المنظمة للسوق القيم المنقولة نظام السمسار الشركة على السمسار الفرد، إلى ما يتمتع به السمسار الشركة من مزايا لا نجدها في هذا الأخير، نذكرها في ما يلي:

⁷⁹¹ - تعليمات رقم 97-01 صادرة عن لجنة عمليات البورصة و مراقبتها مؤرخة في 30 نوفمبر 1997، تحدد كيفية اعتماد الوسيط في عمليات البورصة.

⁷⁹² - تنص المادة 04 من القانون رقم 03-04 المعدلة للمادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، على ما يلي: "يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض والبنوك و المؤسسات المالية".

⁷⁹³ - تم وضع حد نهائي لعلماء الصرف و منع الأشخاص الطبيعية من مزاوله نشاط الوساطة في القانون الفرنسي بموجب القانون المؤرخ في 22 جانفي 1998، فجعل المشرع الفرنسي هذا النشاط محتكرا من طرف الشركات المعتمدة من طرف لجنة عمليات البورصة تسمى شركات البورصة société de bourse. أنظر في ذلك:

JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, op.cit, p.56.

أطلقت بعد ذلك على شركات البورصة تسمية مقدمي خدمات الإستثمار Les prestataires de service d'investissement، بموجب القانون رقم 567 الصادر في 02 جويلية 1996 الملغى للقانون الصادر في 22 جانفي 1988. أنظر:

BONNEAU Thierry, DRUMOND France, Droit des marchés financiers, Economica, Paris, 2005, p.302.

⁷⁹⁴ - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 15-01 مؤرخ في 15 أبريل 2015، يتعلق بشروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم، ج ر ج د ش عدد 55، صادر في 21 أكتوبر 2015.

- يؤدي إلى زيادة فرص الحصول على السيولة النقدية بسهولة، سواء عند تأسيسها أو عند زيادة رأس مالها، هذا ما يعكس إمكانية سرعة الحصول على الأموال لتمويل خططها المستقبلية و توسيع دائرة خدماتها على خلاف السمسار الفرد، التي لا تجد فيها الأدوات اللازمة لمواجهة احتياجاته التمويلية، سوى الأدوات التقليدية المتمثلة في القروض المصرفية، ناهيك عن ما يتبعه من عوائد و شروط يذعن لها المقرض لسبب حاجته الماسة للسيولة.

- تمنح هذه الشركة صفة الإستمرارية و الإبقاء على الشركة الشخص المعنوي، لا يجعلها تتأثر بالأعراض التي تتعرض لها السمسرة الفردية، و تؤثر على المساهمين أو المؤسسين، كموت المؤسس مثلا أو عجزه عن القيام بأداء وظائفه، فهذا يؤدي إلى انقضاء العلاقة بين العميل و السمسار لقيام عقد السمسرة على الإعتبار الشخصي، و قد ينتج عن هذا الإنقضاء عدة عوائق يتعرض لها المستثمر نتيجة لتعاملهم مع هؤلاء السماسرة⁷⁹⁵.

- قدرته على تجميع الأموال و إدارتها بواسطة الأجهزة التابعة له، الأمر الذي قد يصعب على السمسار الفرد، لأن تجميع رؤوس المال و حسن تسييرها هي إحدى الضمانات الأساسية التي يحتاجها المدخرون و المستثمرون⁷⁹⁶.

- يحقق بعد اقتصادي يكون عن طريق إمكانية أداء خدمات مميزة، بالإستفادة من الطاقات و القدرات و الكفاءات المختلفة من أجل الوصول بالمهنة لمرحلة التنمية و التطوير، عن طريق المناقشة، و الإستفادة من أسلوب اتخاذ القرارات في الشركة هذا من جهة، و من جهة أخرى يحقق

بعد اجتماعي يتمثل في التقليل من معدلات البطالة نوعا ما عن طريق توفير فرص العمل على مستوى هذه الشركات⁷⁹⁷.

- ظهور الإتفاقيات الثنائية و الجماعية في ظل التطورات الإقتصادية المتلاحقة التي تتنادي إلى تحرير التجارة و الخدمات كظهور اتفاقية الغات، التي أسفرت عنها المنظمة

⁷⁹⁵ - صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص157.

⁷⁹⁶ - أيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص47.

⁷⁹⁷ - منير إبراهيم هندي، "السماسرة بين المنافسة و الإندماج"، مجلة البورصة المصرية، عدد 90، فيفري

التجارة العالمية، و فرض هذه الأخيرة قواعدها، و إن كانت بصورة غير مباشرة على الدول النامية و ما تحمله هذه الإتفاقيات من مبدأ عدم التوازن بين أطرافها المتقدمة و النامية، أمر ترك المجال مفتوح أمام الشركات الأجنبية للعمل في السوق المالية و بكامل حريتها و في شتى أنشطة البورصة⁷⁹⁸.

حدد المشرع الجزائري الشخص الممارس لمهنة الوساطة في الأوراق المالية بالشخص الطبيعي أو المعنوي، الذي لا يأخذ إلا شكل شركات المساهمة، ذلك بالرجوع إلى أحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10، إلا أنه بصدر القانون رقم 03-04 تراجع عن هذا الموقف، يظهر ذلك من هجره نظام السمسار الفرد و فتح المجال لمزاولة مهنة الوساطة لكل أنواع الشركات، سواء كانت شركات الأموال أو شركات الأشخاص، هذا ما يفهم من نص المادة 04 من القانون رقم 03-04 المعدلة للمادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 التي جاءت صياغتها كما يلي: "يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة ومراقبتها من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض والبنوك و المؤسسات المالية".

إن استعمال المشرع عبارة "الشركات التجارية" يترك الإختيار للوسطاء الماليين في اتخاذ شكل الشركة الذي تناسبهم، كما منح للبنوك و المؤسسات المالية حق ممارسة مهنة الوساطة بصفة دائمة و مستمرة⁷⁹⁹، بعدما كانت تمارس هذه الوظيفة بصفة انتقالية⁸⁰⁰.

حذا المشرع الجزائري حذو المشرع الفرنسي الذي لم يحدد الشكل الذي يجب أن تتخذه شركات البورصة société de bourse الراغبة في ممارسة نشاط الوساطة بعد حصولها على الإعتماد، حيث لم يشترط فيها أي شكل معين لا في قانون 22 جوان 1988، و لا في

⁷⁹⁸ - سليمان المندي، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مذبولي، القاهرة، 1999، ص208.

⁷⁹⁹ - المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 94-176، مؤرخ في 13 جوان 1994، يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 41، صادر في 26 جوان 1994.

⁸⁰⁰ - تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري...، مرجع سابق، ص75.

قانون 02 جويلية 1996⁸⁰¹، بل اكتفى بوجوب إخضاعها إلى القانون التجاري⁸⁰²، مع ترك الحرية

لمن يهّمه الأمر في اختيار الشكل الذي تتخذه هذه الشركة⁸⁰³.

أمام غياب تحديد الشكل الذي يجب أن تتخذه شركات البورصة، ذهب الفقه الفرنسي و الذي من بينهم الأستاذان "بيلفيردي" PILVERDIE و "حات" HAMAET إلى جواز اتخاذ شركة الوساطة في أي شكل من الأشكال القانونية لاكتفاء المشرع بشرط إخضاعها إلى القانون التجاري⁸⁰⁴.

منح النظام العام لسلطة السوق المالية Le règlement général de l'autorité du marché financier AMF، الإختيار لشركات تسيير المحافظ المالية و التي من بينها الوسطاء في عمليات البورصة أي شكل من بين الأنواع الثلاثة من الشركات، شركة الأسهم أو شركة التوصية بالأسهم أو شركة تضامن⁸⁰⁵، أما المشرع المصري فقد حصر اتخاذ الوسطاء الشركة، الشكل القانوني الذي يتخذ شكل شركة الأسهم أو شركة التوصية بالأسهم، حسب نص المادتين 28 و 29 من القانون المصري رقم 95 لسنة 1992 المتضمن قانون رأس المال⁸⁰⁶.

الفرع الثاني

تمييز الإرشاد المالي عن المفاهيم المشابهة له

يتشابه نشاط المرشد في مجال توظيف القيم المنقولة عند اتصاله بالمدخرين لاستثمارهم أموالهم عن طريق اقتناء قيم منقولة يعرضها عليهم مع أعمال المختصين في تقديم النصائح

⁸⁰¹ - LE GALL Jean Pierre, Droit commercial ..., op.cit, p.236.

⁸⁰² - المرجع نفسه. للتفصيل أنظر: أيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مرجع سابق، ص48.

⁸⁰³ - ESSOMBE MOUSSIO Jean Jaque «Les société de bourse», J.Cl. Com, 1992, p.02.

⁸⁰⁴ - PILVERDIER Juliette, HAMET Joane, Le marché financier, op.cit, p.308.

⁸⁰⁵ - BONNEAU Thierry, DRUMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p.308.

⁸⁰⁶ - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص199.

و المشورة عند قيام الفرد بالإستثمار في الأسواق المالية، و بمعنى آخر يقترب نشاط الرشد في مجال القيم المنقولة عن مفاهيم أخرى قريبة منه تتمثل في السعي المصفاقي (أولاً)، و الإستشارة في الإستثمار المالي (ثانياً)، و الإستشارة في إدارة الأموال (ثالثاً) و الإدارة المالية (رابعاً) و من مفهوم الإشهار (خامساً).

أولاً- تمييز الإرشاد في مجال التوظيف عن السعي المصفاقي: يتمثل نشاط الساعي المصفاقي في نشاط الشخص الذي يتصل عادة بالناس في منازلهم أو أماكن عملهم، و كذا الأماكن العمومية أو الذي يستعمل عادة المكالمات الهاتفية و الرسائل و المنشير سواء قصد أو اقتراح أو اقتناء قيم منقولة أو بيعها أو المساهمة في عمليات تتعلق بقيم منقولة سواء بغية تقديم خدمات أو إرشادات للغاية نفسها، بينما يتمثل نشاط المرشد في مجال التوظيف في الإرشاد في تقديم توصيات شخصية للطرف الآخر ، سواء بطلب منه أو بمبادرة من الوسيط الذي يقدم الإرشاد سواء تعلق الأمر بصفقة واحدة أو عدة صفقات خاصة بالقيم المنقولة.

يظهر أن نشاط الساعي المصفاقي يمارسه بمبادرة منه فقط، حيث هو من ينتقل إلى مختلف الأماكن المختلفة سواء كانت أماكن عمومية أو أماكن عمل و منازل مع أمل لقاءه بأشخاص ليقعهم إقتناء قيم منقولة يعرضها عليهم، بينما نشاط المرشد في مجال التوظيف قد يكون إما بطلب من الزبون أو بمبادرة من المرشد للتفاوض في القيم المنقولة ، ما يعني أن الساعي يمارس نشاطاته خارج مكتبه على خلاف المرشد في مجال التوظيف الذي يمكن له أن يعرض عليهم الصفقة في مكتبه أو خارجه.

يتفق نشاط الساعي المصفاقي مع نشاط في كون كل من المرشد و الساعي المصفاقي يمارسان من طرف الوسيط المالي للبورصة المعتمد من لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، كما أنهما يقومان بهذا النشاط مقابل أجر كونه عقد معاوضة حيث كلاهما يحصلان على مقابل لما أعطى أو لما التزم به، فالزبون مع كليهما يلتزم بدفع العمولة مقابل حصوله على الخدمة التي يؤديانها له.

ثانيا- تمييز الإرشاد في مجال التوظيف عن الإستشارة في الإستثمار المالي **le conseil en**

investissement financier: يقوم المستشار في الإستثمار المالي بنصح المستثمرين في

المجال المالي عن طريق تقديم لهم عروض لسندات "عادية"، سواء تلك التي تمثل جزء من

رأسمال المال أو دين (أسهم عادية أو سندات ذات عوائد ثابتة)⁸⁰⁷.

عرف المشرع الفرنسي الإستشارة في الإستثمار المالي في المادة 1-D321 من القانون

النقدي و المالي⁸⁰⁸، ورد تعريف آخر أكثر وضوحا في المادة 1-M541 من نفس القانون تنص

على ما يلي: "المستشارون في الإستثمار المالي هم أشخاص يمارسون اعتياديا مهنة النصح أو

الإرشاد المتعلقة بإتمام عملية لها علاقة بالأدوات المالية، إتمام عملية بنكية أو عملية ذات صلة

بها، تقديم خدمة في الإستثمار وخدمة ذات الصلة به..."⁸⁰⁹.

اعتمد المشرع الفرنسي في تعريف الإستشارة المالية على ثلاث معايير، لتكون محلا لذلك

تتمثل في معيار النشاط الذي يتمثل في تقديم النصح و المشورة و الإرشاد، يتمثل المعيار الثاني

في معيار الإعتياد أي ممارسة النشاط بصورة اعتيادية و متكررة، أما المعيار الثالث فهو لا يقل

أهمية عن المعيارين السابقين هو معيار محل النشاط الذي يكون في حدود المجال الإستثماري

للأدوات المالية دون غيرها.

⁸⁰⁷- Le conseiller en investissement propose des offres de titres, « simple » de capital ou de créance (action ordinaires et obligations à taux fixe).

<https://aide.wesharebonds.com>

⁸⁰⁸- Article D 321-1 du code monétaire et financier dispose : « **Le conseil en investissement est défini comme le fait de fournir des recommandations personnalisées à un tiers, soit à sa demande, soit à l'initiative de l'entreprise qui fournit le conseil concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers** ». www.amf-france.org

⁸⁰⁹- Article M541-1 du code monétaire et financier dispose: « **Les conseillers en investissements financiers sont les personnes exerçant à titre de profession habituelle une activité de conseil pourtant sur la réalisation d'une opération sur instruments financiers, la réalisation d'une opération de banque ou d'une opération connexe, la fourniture d'un service d'investissement ou d'un service connexe, ou la réalisation d'une opération dur bien divers** ».

عرفت أيضا التوجيه الأوروبي رقم 39-2004 مهنة الإستشارة في المجال المالي في المادة 4/4 منها و ذلك كما يلي: "هي تقديم توصيات شخصية لزبون بناء على طلب منه... في عملية أو عمليات تتعلق بالأدوات المالية"⁸¹⁰.

يتضح من العناصر المذكورة أعلاه أن كلا المهنتين تعتبران نشاطا منظم قانونا، تناولت نشاطين كل من أحكام القانون المالي و النقدي الفرنسي بصورة مفصلة و القانون الجزائري في نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 01-15 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم.

يلتزم كل من المرشد في مجال التوظيف و المستشار في الإستثمار المالي بتقديم النصح و المشورة للزبون، باعتبارهما أكثر خبرة و كفاءة منه في مجال القيم المنقولة⁸¹¹، تمارس كلا المهنيين عن طريق نشاط يقدم بصفة احترافية على أساس دراسات يقوم بها المختصين في مجال التحليل المالية.

يختلف المرشد في مجال التوظيف و المستشار في الإستثمار المالي في كون المرشد قد يبادر في تقديم التوصيات الشخصية للطرف الآخر الزبون إما بطلب منه أو بمبادرة من الوسيط بالاتصال به عن طريق تقديمه عروضاً، أما المستشار في الإستثمار فيقدم النصيحة و الإرشاد بشأن العملية بالإستثمار المالي بمبادرة من الزبون.

ثالثاً - تمييز الإرشاد في مجال التوظيف عن الإستشارة في إدارة الأموال conseil en gestion de patrimoine (CGP): تسيير الثروة يعني عملية التفاعل التي تقوم بين المستشار و الزبون بهدف تقديم مساعدة غير متحيّزة في تحليل و تنظيم أعماله المالية

⁸¹⁰ - « La fourniture de recommandation personnalisées à un client à sa demande à l'initiative de l'entreprise, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers ».

Directive 2004/39/CE du parlement européen et du conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instrument financiers, modifiant les directives 85/611/CE et 93/6/CEE du conseil et la directive 2000/12/CE du parlement et du conseil et abrogeant la directive 93/22 CEE du conseil, publie le 21 avril 2004, www.amf-france.org

⁸¹¹ - للتفصيل أكثر عن مهنة الإستشارة في الإستثمار المالي أنظر:

Commercialisation Conseillers en investissements financiers, s'informer sur le statut de conseiller en investissement financiers(CIF).

Document édité par AMF, publie le 26 Mai 2014. www.amf.org

و الشخصية، لتسهيل و تحقيق الأهداف التي سطرّها المتعلقة بعملياته المالية و نمط حياته بطريقة عقلانية⁸¹²، قدم هذا التعريف من مجلس مسيرى الثروة الفرنسي conseil des gestion de matrimoine، و صرح بأن إدارة الأموال تحمل نفس مدلول الإستشارة في إدارة الأموال⁸¹³.
لم يعرف المشرع الجزائري و لا لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها نشاط الإستشارة في إدارة الأموال كما لم يعرفها المشرع الفرنسي، لكن الحياة العملية في الدول ذات الإقتصاديات المتطورة أقرت هذا النشاط الذي يتعدى النصح المالي ليشمل تقديم المشورة في المسائل القانونية، الإقتصادية، الجبائية و غيرها⁸¹⁴.

رابعاً - تمييز الإرشاد في مجال التوظيف عن الإدارة المالية: تتمثل الإدارة المالية في مجموعة من القواعد التي تعمل على دراسة أفضل الطرق الممكنة للحصول على ربح مالي، و توفير القدرة على تمويل كافة المهام التي تتم داخل المنشأة، تسعى الإدارة المالية إلى دعم الإنتاج و تسويق السلع أو الخدمات التي يتم تقديمها من خلال الشركة أو المؤسسة التابعة لها، تهتم بمتابعة حركة الأموال و معرفة المبالغ الصادرة و الواردة، حساب نسب الربح و الخسارة المترتبة على كافة الأنشطة و العمليات التي يتم العمل عليها⁸¹⁵.

⁸¹²- La gestion de patrimoine est « le processus d'interaction entre le conseiller et le client pour donner au client une assistance impartiale dans l'analyse et l'organisation de ses affaires financières et personnelles, afin de lui permettre de rationaliser et d'atteindre de façon réaliste les objectifs qu'ils se fixent concernant ces finances et son mode de vie ». www.patrimoinorama.com

⁸¹³- أنظر الموقع: www.patrimoinorama.com. للتفصيل عن الإستشارة في إدارة الأموال أنظر: TISON Marc, «quel est la différence entre gestion de patrimoine, gestion privée et family office». www.lapress.ca.com, publié le 17 mai 2013.

⁸¹⁴- نذكر على سبيل المثال شركة أموال و أعمال للإستشارات المالية و الإدارية و الإستثمارية، تعمل تحت اسم AMWAL et AMEL، تعدّ إحدى الشركات الرائدة و المتخصصة في تقديم خدمات الإستشارات المالية و التمويلية الحاصلة على ترخيص الهيئة العامة للإستثمار للترتيب و المشورة، يديرها مجموعة من الخبراء و رجال الأعمال و الإقتصاد من مختلف دول العالم، الذين شغلوا وظائف مرفوعة في القطاع الخاص و لديهم خبرة استشارية متميزة. لديهم قاعدة مختارة و متميزة من العملاء، تربطها بهم علاقة طويلة الأمد مبنية على الثقة المتبادلة، لديها المرونة و الأفق الواسع نحو المتغيرات الدولية و المحلية لإنجاز الأعمال. أنظر الموقع:

⁸¹⁵- كلما كانت القرارات المالية التي يتم اتخاذها تساهم في الوصول إلى نتائج صحيحة، كلما دلّ ذلك على نجاح الإدارة المالية بالمهمة التي تقوم بها. للتفصيل عن الإدارة المالية و دورها، أنظر الموقع: www.mawdoo3.com

يتضح من هذه المفاهيم أنه هناك علاقة بين الإرشاد في مجال التوظيف و الإدارة المالية لأن المرشد قد يقوم بعمله المتمثل بتقديم النصح عن طريق توصيات شخصية وفقا لدراسات دقيقة تقوم بها مصلحة التحاليل المالية للوسيط لبيع لهم القيم المنقولة، و تقوم الإدارة المالية على التحليل الصحيح و الدراسة المعمقة للوضعية المالية للمنشأة بهدف تحقيق أكبر قدر ممكن من الربح.

ما يمكن استنتاجه هو أن الإرشاد في مجال التوظيف هو صورة من صور التنفيذ التي تتخذها الإدارة المالية، لتسويق أحسن لمنتجات شركة معينة، ترغب في تسويق القيم المنقولة التي أصدرتها مهما كان نوعها بهدف تمويل مشاريعها عن طريق اقتناء الجمهور لها.

خامسا- تمييز الإرشاد في مجال التوظيف عن الإشهار: عرف المشرع الجزائري الإشهار في الفقرة الثالثة من المادة 03 من القانون رقم 02-04 الذي يحدد القواعد المطبقة على الممارسات التجارية⁸¹⁶ التي تنص على ما يلي: " كل إعلان يهدف بصفة مباشرة أو غير مباشرة إلى ترويج بيع السلع أو الخدمات مهما كان المكان أو وسائل الإتصال المستعملة"⁸¹⁷.

يرى الأستاذ "علي بولحية بن بوخميس" أن "الإشهار هو جزء من الإعلام" ، عرفته الجمعية الأمريكية للتسويق بأنه "وسيلة غير شخصية لتقديم الأفكار أو السلع أو الخدمات بواسطة جهة معلومة و مقابل أجر مدفوع"⁸¹⁸.

من خلال هذه التعاريف تظهر عناصر أساسية يجب توفرها في الإشهار و هي كما يلي:

- استخدام وسائل متخصصة في توصيل المعلومات.

- التأثير و الإغراء بمصادقية.

⁸¹⁶ - قانون رقم 02-04، مؤرخ في 23 جوان 2004، يحدد القواعد المطبقة على الممارسات التجارية، ج ر ج ج د ش عدد 41، صادر في 27 جوان 2004، معدل و متمم.

⁸¹⁷ - عرفت الإشهار كذلك المادة 02 من مرسوم تنفيذي رقم 90-39، مؤرخ في 30 جانفي 1990، يتعلق برقابة الجودة و قمع الغش، مرجع سابق كما يلي: "جميع الإقتراحات أو الدعايات أو البيانات أو العروض أو الإعلانات أو الخدمة بواسطة إسناد بصرية أو سمعية".

⁸¹⁸ - يعرف الإشهار كذلك على أنه: "عملية اتصال غير شخصي لحساب المؤسسة المشهورة التي تسدد ثمنه لصالح الوسائل المستعملة لبنئه، يكون الإشهار منصب على سلع وخدمات غالبا ما تكون تجارية أو سياسية". أنظر: علي بولحية بن بوخميس، القواعد العامة لحماية المستهلك و المسؤولية المترتبة عنها في التشريع الجزائري، مرجع سابق، ص51.

- نقل المعلن إلى المستهلك يتم بدون مواجهة مباشرة، أي انتقاء العنصر الشخصي في الإشهار⁸¹⁹.

يكمن الفرق بين الإرشاد في مجال التوظيف و الإشهار في كون كلاهما يختلفان في مجال تنظيمها و مجال تطبيقهما، فالإشهار يتمثل مجاله في استهلاك المنتجات و السلع، نظمته مختلف التشريعات من أجل حماية طرف ضعيف هو المستهلك⁸²⁰، و لا يمكن أن يأخذ الأشخاص الذي يخاطبهم المرشد في مجال التوظيف صفة المستهلك لأنه يخاطب المدخرين الذين يرغبون في استثمار فائضهم المالي في اقتناء القيم المنقولة، هذا إلى جانب كون الفقه يرفض فكرة كون المستثمر في مقام المستهلك⁸²¹.

يوجه المرشد أو الوسيط في مجال التوظيف خطابه إلى شخص أو أشخاص محددين في كل مرة حسب القيم المنقولة المعروضة للبيع أو الشراء وكل حسب العملية التي يرغب اتمامها بيعا أو شراء، بينما الإشهار يعرض دفعة واحدة يكون موجه إلى الناس جميعا.

⁸¹⁹ - علي بولحية بن بوخميس، القواعد العامة لحماية المستهلك و المسؤولية المترتبة عنها في التشريع الجزائري، مرجع سابق، ص51. لا نوافق أستاذنا بشأن العنصر الأخير الذي مفاده هو أن نقل المعلن المعلومات المتعلقة بالسلعة أو الخدمة المروجة إلى المستهلك تتم بدون مواجهة مباشرة، أي انتقاء العنصر الشخصي في الإشهار، لأنه عمليا فهو خلاف ذلك نذكر مثلا: الشركات التي تقوم ببيع بعض أعوانها إلى المحلات التجارية الكبرى أو إلى الأسواق، مع عيّنات من منتجاتها و تقديمها للجمهور من أجل تذوّقها إن كانت منتجات غذائية أو تجربتها إذا كانت منزلية.

⁸²⁰ - يتمثل المستهلك في كل شخص طبيعي أو معنوي يقتني سلع قدمت للبيع أو يستفيد من خدمات عرضت و مجردة من كل طابع مهني. المادة 2/03 من القانون رقم 04-02، مؤرخ في 23 جوان 2004، يحدد القواعد المطبقة على الممارسات التجارية، مرجع سابق.

⁸²¹ - تمّ التمييز بين المستهلك و المستثمر، في الفصل الثاني من الباب الأول من هذه الدراسة.

الفصل الثاني

القيم المنقولة في السوق الثانوية

تعتبر السوق الثانوية مكان تداول القيم المنقولة الصادرة في السوق الأولية، تلعب دورا هاما في توفير السيولة للمستثمرين فهي تتيح لهم فرصة بيعها وقت ما يريدون أو إعادة الإستثمار في أوراق مالية بديلة⁸²²، لكونها حلقة وصل بين الأوعية الإدخارية و الإستثمارية. فلا يمكن للسوق الأولية أن تؤدي دورها بنجاحة ما لم تتوفر سوق ثانوية فعالة لتعتمد عليها، تتسم بالكفاءة اللازمة لتحقيق الهدف المرجو منها على أكمل وجه⁸²³، لها أهمية بالغة في مجال التنمية الإقتصادية.

تدعى السوق الثانوية سوق التداول، تنقسم إلى أسواق منظمة و أسواق غير منظمة⁸²⁴، تكون السوق منظمة إذا كان لها مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون، يحكم التعامل فيها قوانين و لوائح رسمية متخصصة، لا يتداول فيها إلاّ القيم المنقولة المستوفية لشروط معينة و المسجلة في جداول رسمية، يطلق على السوق المنظمة البورصة⁸²⁵.

شاع مصطلح البورصة ليدلّ على السوق المنظمة، عرفها بعض الفقهاء بأنها "سوق مستمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة و المال في مواعيد محددة يغلب أن تكون

⁸²²- GOYEAU Daniel, TARAZT Amine, « A quoi sert la bourse », In (sous la direction de) PLTHON Dominique , Les désordres de la bourse, Universalise de Paris, 2004, p.99.

⁸²³- طارق علي عامر، "تطوير و تنمية أسواق رأس المال في الدول النامية و قدرات التمويل و الإستثمار"، مجلة الدراسات المالية و المصرفية ، المجلد الثامن، عدد 01، 2000، ص09.

⁸²⁴- تدعى الأسواق غير المنظمة بالأسواق الموازية، لا يوجد لها مكان مادي محدد، فهي عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة و التجار و المستثمرين، لا يتم فيها مقابلة الطلب و العرض على القيم المنقولة كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الإتصال. للتفصيل أنظر: بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية...، مرجع سابق، ص45.

⁸²⁵- كلمة البورصة مشتقة من اسم أحد الصيارفة في مدينة بروج BURGES في بلجيكا، كتب على باب الفندق الذي يملكه و بعلامات بارزة عبارة bourse أي بورصة الأموال، فكان التجار يجتمعون لتبادل الصفقات أمام ذلك الفندق، ثم تطورت حركة التبادل لتأخذ اسم صاحب الفندق، و هكذا أصبحت كلمة البورصة BURSE تطلق على سوق تداول الأوراق المالية نسبة إليه. للتفصيل أنظر: صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص16.

يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال و السماسرة ومساعدوهم للتعامل في الأوراق المالية وفقا لأنظمة ثابتة و لوائح محددة⁸²⁶.

تعتبر البورصة سوق منظمة و تنظيمها تابع للسلطات العامة، ما يعني تنظيم هذه السوق بموجب قوانين، اهتم بها المشرع الجزائري و نظمها بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل و المتمم، فبنى لها إطارا قانونيا ملائما للإستثمار في القيم المنقولة عن طريق تنظيم أجهزتها أنشأ بموجبه شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، فأناط لها مهمة تسيير المعاملات الواقعة على القيم المنقولة في البورصة و تنفيذها و تسويتها، كما أنشأ لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، أسند لها مهمة الرقابة على سوق القيم المنقولة و ضمان سلامتها، وفقا لما تتطلبه الحركة المستمرة للقيم المنقولة التي تقع على مستواها كونها المكان الوحيد الذي يتم فيها تداولها.

أسس بعد ذلك نظاما سريعا و فعّالا سماه المؤتمر المركزي للسندات، استحدثه بموجب القانون رقم 03-04 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10⁸²⁷ (مبحث أول)، خول له بموجبه مهمة تسوية العمليات بعد تنفيذها في شركة تسيير البورصة، وفقا لشروط و اجراءات حددتها القوانين (مبحث ثان).

⁸²⁶ - محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، (د.م.ن)، 1981، ص371. تعرّف البورصة كذلك بأنها: "سوق مالي منظم، يتم فيه تداول الأوراق المالية وفقا للقوانين و الأنظمة و التعليمات التي تحكمه، و من خلال الوسطاء في أوقات معينة و بصورة علنية، تخضع لرقابة السلطات المختصة". أنظر في ذلك:

عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص31.

⁸²⁷ - المادتين 11 و 12 على التوالي من القانون رقم 03-04 مؤرخ في 17 فيفري 2003، يعدل و يتم المرسوم التشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

المبحث الأول

توجه موقف المشرع الجزائري نحو عصرية بورصة القيم المنقولة

أنشأت شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بموجب المرسوم التنفيذي رقم 169-91⁸²⁸، إلا أنها عرفت تطورا كبيرا بسبب التغيرات التي أحدثها المرسوم التشريعي رقم 10-93 الذي يتعلق ببورصة القيم المنقولة، تسهر على تسوية العمليات بطريقة تقليدية⁸²⁹.

يعتبر إنشاء لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بمثابة وجه جديد لدور الدولة⁸³⁰ فبعدما كانت دولة حارسة أصبحت دولة ضابطة⁸³¹، نصّب المشرع الجزائري لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها على هرم السوق المالية، و أوكل لها مهمة ضبط هذه الأخيرة من أجل السهر على حماية السوق و المستثمرين و المدخرين فيها و ضمان سيرها الجيد.

تعتبر بذلك لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها سلطة السوق L'autorité du marché⁸³²، ترفض الدولة ترك مجال السوق المالية يخرج عن نطاقها و مراقبتها كونه مجال حساس لما يعود به من نفع للإقتصاد الوطني، تتدخل الدولة في تنظيمه من أجل حماية المدخر و اتخاذ الإجراءات الوقائية و الحمائية من المخاطر التي يمكن أن تتمخض عن النظام

⁸²⁸ - مرسوم تنفيذي رقم 169-91 يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، مرجع سابق.

⁸²⁹ - حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص156.

⁸³⁰ - CHAMPAUD.C, « Régulation et droit économique », R.I.D.E, N° 01, 2002. p.61.

⁸³¹ - للتفصيل حول التحولات الإقتصادية للدولة أنظر :

ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, Edition Houma, Alger, 2005, p.05.

ZOUIMIA Rachid, « DE l'Etat interventionniste à l'Etat régulateur, l'exemple Algériens », Revus critique de droit et de science politique, N°1, 2008, p.07.

⁸³² - « Le marché réglementé traduit l'existence d'une « police de marché »... ce qui caractérise un marché réglementé ce n'est pas uniquement réglementation, mais encore la contrainte... Ainsi la motion de marchés financiers réglementés, sous-entend encore la présence d'autorité de tutelle, en générale investie d'une mission de service public, dont le but est d'assurer par le respect de la réglementation, le bon fonctionnement du marché et protection de l'épargnant ». ARNAUD-VALLEE Anne, La protection de l'épargnant, op.cit, pp.61 et 62.

الليبيرالي⁸³³، فتدخلت السلطة التنفيذية في تعيين الأعضاء المشكلة لهاو في تحديد مدة انتداب أعضائها و إنهائها⁸³⁴.

يندرج إنشاء المؤتمر المركزي على السندات من المستحدثات التي أتى بها المشرع الجزائري بموجب المادة 10 من القانون رقم 03-04 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10، يدخل ضمن إطار استكمال البناء المؤسسي للسوق المالية الجزائرية بهدف تسوية العمليات المنجزة داخل البورصة، و ضمان تسليم و دفع حقوق القيم المنقولة المتداولة⁸³⁵، عن طريق إحداث تغيير في النظام القانوني للسندات نحو نظام إلغاء الدعامات المحسوسة Dématérialisation لإزالة الطابع المادي للأوراق المالية من جهة، و تقديم ضمانات للمتعاملين من جهة أخرى.

أراد المشرع أن يواكب التطورات التي مسّت مختلف أنظمة التسوية المالية على المستوى الدولي⁸³⁶، و التي لا تعتمد على الوسائل التقليدية كتلك التي كانت تستعملها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن طريق جمع الوسطاء في حصة التداول للتأكيد على العمليات، ثم ضبط الحسابات الدائنة و المدينة فيما بينهم و تحويل ملكية السندات المباعة⁸³⁷ التي لا تحقق الأمان

833- يصف بعض من الفقهاء النظام الليبرالي بنظام وحشي و غير أخلاقي. أنظر: أيت مولود فاتح، حماية الإستثمار المدخر في القيم المنقولة...، مرجع سابق، ص160.

834 - للتفصيل عن الجهازين: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة أنظر: حمليل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص130.056، و عن لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، أنظر: المرجع نفسه، ص. 835- كانت هذه المهام مخولة لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة بموجب الفصل الخامس بقسميه الثاني و الثالث من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق. ألغيت بعد ذلك أحكام القسم الثاني من الفصل الخامس المتضمن المواد من 132 إلى 140 من هذا النظام بموجب المادة 62 من النظام رقم 03-01، يتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات، ج رج ج عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.

836- Bull COSOB, « Le dépositaire central des titres », N° 04 (Numéro spécial), Juillet, 2003, pp. 03 et 05.

837- تناولته أحكام القسم الثاني من الفصل الخامس من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

و الإستقرار للمستثمر في القيم المنقولة، نظرا للمخاطر التي قد يتعرض لها سواء بضياح أو إتلاف سندات المالية⁸³⁸.

أنشأ القانون رقم 03-04 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، نظام مؤسساتي للإيداع و القيد المركزي يحمل تسمية الجزائرية للتسوية Algérie clearin⁸³⁹، تتمثل مهامه التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة عن طريق:

- حفظ السندات الذي تمكّن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى آخر.
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- الترقيم القانوني للسندات.
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق⁸⁴⁰.

يتمثل الدافع الرئيسي لتطبيق نظام الإيداع المركزي في تشجيع و حماية الإدخار القومي، عن طريق الإستعانة بالمختصين في هذا المجال للتقليل من المخاطر التي يخشاها المستثمرون في القيم المنقولة، كونه جهاز ضامن لتسوية العمليات المنجزة على مستوى السوق البورصي، يهدف إلى:

- الحياة المركزية للأوراق المالية
- تحويل التعامل على الأوراق المالية بدعامتها المالية إلى قيود دفترية.
- زيادة معدل السيولة و استقطاب الإستثمارات الأجنبية⁸⁴¹.

⁸³⁸- نشأت فكرة تحويل الأوراق المالية في فرنسا لسبب إيداع الأفراد لأوراقهم المالية في البنوك خشية من تلفها أو فقدانها، و ذلك في إطار يسمى و ديدة الصكوك، إلا أن كثرة السندات المجمعّة أرهق القائمين بالحفظ عليها، ما أدى إلى ظهور فكرة قيد الأوراق المالية لأول مرة لدى بنك فرنسا، من طرف سماسرة البورصة آنذاك في سنة 1857 و بعدها عام 1905 حتى كرس على الأرض الواقع كما هي على حالتها اليوم. للتفصيل راجع: عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسة في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص412.

⁸³⁹- أنظر الموقع: www.algerieclearing.dz

⁸⁴⁰- المادة 11 من القانون رقم 03-04 يتعلق ببورصة القيم المنقولة المنشأة للمادة 19 مكرر 2 فقرة 03 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، مرجع سابق.

⁸⁴¹- هالة كمال محمد إسماعيل، الإلتزام بالإيداع و القيد المركزي وفقا لقانون 93 لسنة 2000، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة عين الشمس، القاهرة، 2008، ص241 و ما يليها.

- سرعة دوران الأوراق المالية عن طريق تقليص الفترة الزمنية لانتقال ملكية الأوراق المالية.
 - تقليل المخاطر الناتجة عن تسليم الأوراق المالية و استلامها في دعامات مادية.
 - تطبيق مبدأ التسليم مقابل الدفع⁸⁴².
- أنشأ المشرع بموجب القانون رقم 93-10 المعدل و المتمم بالقانون رقم 03-04 بغرض تحقيق الأهداف السالفة الذكر، مؤتمنا مركزيا على السندات على شكل شركة مساهمة، تخضع لنظام خاص (مطلب أول)، أسندت له مهام تتمحور في إدارة نظام الإيداع المركزي للسندات (مطلب ثان).

المطلب الأول

النظام القانوني للمؤتمن المركزي على السندات

استحدث المشرع الجزائري بموجب الفصل الثاني من القانون رقم 03-04 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤتمن المركزي للسندات، أوكلت إليه مهمة تسوية العمليات المنجزة داخل البورصة و ضمان تسليم و دفع الحقوق المرتبطة بالقيم المنقولة المتداولة⁸⁴³، يضطلع المؤتمن المركزي بمهام تقنية Algérie clearing⁸⁴⁴، لذلك يحتاج إلى التخصص ما يفسر خصوصيته سواء من حيث تأسيسه (فرع أول) أو من حيث الإنخراط فيه و انتهاء صفته هذه (فرع ثان).

⁸⁴²- LASSALAS Ch, L'inscription en compte des valeurs mobilières : La notion de propriété scripturale, LGDJ, Paris, 1997, p.181.

للتفصيل عن الأهمية الاقتصادية لنظام الإيداع المركزي و القيد المركزي للأوراق المالية، أنظر: هشام فضلي، تداول الأوراق المالية و القيد في الحساب، مرجع سابق، ص10 و ما يليها.

⁸⁴³ - حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص156.

⁸⁴⁴- « Algérie Clearing est une véritable pièce maitresse du marché financier .Cet organisme veille à une plus grande sécurité dans le déroulement des opérations sur les titres, une plus grande sérénité dans le déroulement des transactions ainsi d'une gestion professionnelle des titres tout en appliquant une mise à niveau par rapport ou standards internationaux ».

Voir : www.algerieclearing.dz

الفرع الأول

خصوصية نشأة المؤتمن المركزي على السندات

يعتبر المؤتمن المركزي آخر الإستحداثات التي وضعها المشرع للسوق المالية الجزائرية بهدف مواكبة تطورات أنظمة التسوية في الأسواق المالية الدولية، عن طريق تطبيق المعايير الدولية و جلب المستثمرين الأجانب، لأن مثل هذه الإصلاحات تؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين في السوق المالية و قدرتها على الوفاء لاحتياجاتهم الإستثمارية، لذلك جعلها المشرع ذات طابع خاص يتسم بالخصوصية من حيث القواعد التي تحكمه⁸⁴⁵.

أولاً- المؤتمن شركة مساهمة تأسست بموجب قانون⁸⁴⁶: تنص المادة 19 مكرر 2 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل و المتمم بموجب القانون رقم 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة على ما يلي: "تمارس وظائف المؤتمن المركزي على السندات من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم"، الشركة تجارية كانت أو مدنية تؤسس بموجب عقد أو اتفاق بين شخصان طبيعيين أو اعتباريان أو أكثر على المساهمة في نشاط يمارسونه باشتراك بتقديم حصة من عمل أو مال أو نقد بهدف تقسيم الأرباح و تحمل الخسائر⁸⁴⁷.

تأسس المؤتمن وفقا لهذه المبادئ العامة التي تقتضيها أحكام القانون المدني بموجب نص قانوني هو المادة 19 مكرر 2 المذكور أعلاه، فاعتبرها شركة ذات أسهم، حتي و إن كانت تخضع لأحكام غير تلك المنصوص عليها في التقنين التجاري، التي تخضع لها شركات المساهمة كخضوع قانونها الأساسي و تعديلاته و كذا تعيين المدير العام و المديرين الرئيسيين للمؤتمن إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها⁸⁴⁸.
تجراً المشرع على تسمية المؤتمن المركزي للسندات عن طريق استعمال مصطلح "هيئة"، و من المعروف أن الهيئة لا تستعمل إلا للدلالة على أجهزة القطاع العام، يرى بعض من

845 - لقد تم الإعتماد في هذه الخصوصية على العناصر التي استنبطتها الأستاذة حمليل نورة في رسالتها تحت عنوان: النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق.

846 - حمليل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص156.

847- المادة 416 من التقنين المدني، مرجع سابق.

848- المادة 19 مكرر 2/2 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.

الفقه أن هذه التسمية لم تكن عفوية إنما جاء بها المشرع بدلا من تسميتها "شركة"، ليقحمها داخل القطاع الخاص، و ليست إلا دليل على رغبة الدولة باستعمالها كوسيلة التدخل و الإمساك بزمام الأمور و اشتراك القطاع الخاص في الحياة الاقتصادية⁸⁴⁹.

ثانيا- المؤتمن شركة مساهمة حدد القانون رأس مالها الإجتماعي: نظرا لأهمية المؤتمن المركزي و أثره على السوق المالية بصفة خاصة و على الإقتصاد الوطني بصفة عامة، حدّد المشرع رأس مالها الإجتماعي بخمسة و ستون(65) مليون دينار⁸⁵⁰، يوزع على المساهمين وفقا لما حدده النظام رقم 03-05 المؤرخ في 18 مارس 2003⁸⁵¹، الذي حدد المساهمة الدنيا في الرأس المال الإجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات بمليون دينار(2.000.000.00)⁸⁵².

يزداد الرأس المال الإجتماعي للمؤتمن المركزي في حالة قبول مساهم جديد بمقدار الحصة التي يقدمها هذا المساهم الجديد⁸⁵³، و في حالة انسحاب مساهم من بينهم يعاد شراء حصته في من طرف المساهمين الآخرين، و تحدد كفاءات إعادة الشراء في القانون الأساسي للمؤتمن المركزي⁸⁵⁴، الذي يخضع لموافقة وزير المالية بعد أخذ رأي ل.ت.ع.ب.م⁸⁵⁵.

لا نجد هذه الأحكام و لا تتطبق على شركات المساهمة المنصوص عليها في التقنين التجاري، بالرغم من أن المشرع كيفها شركة مساهمة في المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل و المتمم بموجب القانون رقم 03-04 حيث تنص المادة 19 مكرر 2 منه على ما يلي: "تمارس وظائف المؤتمن المركزي على السندات من طرف هيئة تؤسس على شكل شركة ذات أسهم....".

⁸⁴⁹ - حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص158.

⁸⁵⁰ - المادة 1/19 مكرر 3 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.

⁸⁵¹ - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-05 مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بالمساهمة في الرأسمال الإجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات، ج ر ج عدد 73 ، صادر في 30 نوفمبر 2003.

⁸⁵² - أصبح مقدار رأس مال الإجتماعي للمؤتمن 240 مليون دينار جزائري في نهاية شهر أكتوبر 2017. أنظر الموقع:

www.algericlearing.dz

⁸⁵³ - المادة 02 من نظام اللجنة رقم 03-05، يتعلق بالمساهمة في الرأسمال الإجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات، مرجع سابق.

⁸⁵⁴ - المادة 03 المرجع نفسه.

⁸⁵⁵ - المادة 19 مكرر 2 / 1 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.

يعتبر اتفاق المؤسسون لشركة المساهمة على الإجراء المناسب لتأسيسها هو الأصل⁸⁵⁶، إلا أن المشرع خرج عن هذا الأصل بتحديد إجراء الإكتتاب المغلق دون اللجوء العلني للإدخار بتحديد المسبق للمساهمين في المؤتمر المركزي للسندات الذي سنتناوله في النقطة الموالية.

ثالثا - المؤتمر شركة أسهم حدد القانون مؤسسيها: لم يتوقف المشرع في تحديد الرأس المال الإجتماعي للمؤتمر المركزي على السندات⁸⁵⁷، الذي قدره بخمسة و ستون (65) مليون دينار⁸⁵⁸ بل تولى تحديد المؤسسين المساهمين في فئتين تتمثل الأولى في:

- البنك الخارجي الجزائري.
- القرض الشعبي الجزائري.
- بنك الفلاحة و التنمية الريفية.
- الصندوق الوطني للتوفير و الإحتياط/ بنك.
- مجمع صيدال.
- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي
- مؤسسة الرياض سطيف⁸⁵⁹.
- و تتمثل الفئة الثانية في:
- شركات تسيير بورصة القيم المنقولة.
- الشركات المصدرة للسندات.

⁸⁵⁶ - يكون عن طريق إتباع أسلوب الإكتتاب المغلق إذا كانت الشركة لا تضم غير المؤسسين لها، أو باللجوء العلني للإدخار إذا كانت للشركة مشروعات ضخمة تحتاج إلى أموال لا يكمن استحصالها أو جمعها إلا عن طريق فتح الشركة لاكتتاب الجمهور. للمزيد من التفصيل راجع الفصل الأول من الباب الثاني من هذه الدراسة.

⁸⁵⁷ - حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 159.

⁸⁵⁸ - تتخذ شركة الإيداع المركزي المصرية شركة مساهمة و لا يقل رأس مالها المصدر عن ثلاثين (30) مليون جنيه، يدفع بالكامل عند التأسيس. نصت على ذلك المادة 34 من القانون رقم 93 لسنة 2000، و المادة 43 من اللائحة التنفيذية الصادرة بقرار وزير التجارة الخارجية رقم 906 لسنة 2001.

⁸⁵⁹ - المادة 19 مكرر 1/3 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.

- الوطاء في عمليات البورصة.

- الخزينة العمومية.

- بنك الجزائر⁸⁶⁰.

اعتبر المشرع هاذين الأخيرين مساهمين في الشركة بحكم القانون، يستطيعان ممارسة هذا الحق بناء على طلبهما و يخضع كل طلب جديد للمساهمة في رأس المال المؤتمن المركزي على السندات⁸⁶¹ إلى موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، بناء على اقتراح من مجلس إدارة المؤتمن المركزي للسندات⁸⁶².

نتساءل عن الهدف من إخضاع تعديل القانون الأساسي للمؤتمن الذي يكون عند زيادة رأسماله كدخول أحد الأشخاص المذكورين في الفقرة الثانية من المادة 19 مكرر 2 الذي يقرر بشأنه الوزير المكلف بالمالية، بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة⁸⁶³ بما أن كل الطلبات الجديدة للمساهمة في رأس المال المؤتمن تخضع إلى موافقة اللجنة.

تدار شركة المؤتمن بواسطة مجلس إدارة يتكون من المدير العام و المـسـيرين الرئيسيين، يخضع تعيينهم إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، أحكام لا تخضع لها شركات المساهمة التي يحكمها التقنين التجاري⁸⁶⁴.

يظهر جليا أن أعمال المؤتمر المركزي للسندات يخضع لرقابة مزدوجة قبل تأسيسه و بعده كذلك أي بعد مباشرة عمله، تمارسها عليه جهتين مختلفتين هما لجنة تنظيم عمليات البورصة⁸⁶⁵

⁸⁶⁰ - المادة 19 مكرر 2/3 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.

⁸⁶¹ - ما يعنى أن زيادة رأس المال الإجتماعي للمؤتمن لا يفتح لغير هذه الأشخاص المذكورين حسب هذه الفقرة.

« ... Le trésor public et la banque d'Algérie étant actionnaires de droit , il a été créé par les six banques publiques (BNA , CPA ,BADR, BEA , CNEP Banque et BDL) et les trois sociétés émettrices (Groupe ERIAD Sétif, EGH.EL AURASSI), pour exercer les missions du Dépositaire Centrale des titres en Algérie grâce à gestion d'un système de règlement-livraisons automatisé et intégré ou service de tous les professionnels de la place ». www.algerieclearing.dz

⁸⁶² - المادة 19 مكرر 4/3 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 معدل و متمم بموجب القانون رقم 03-04، يتعلق ببورصة القيم المنقولة

⁸⁶³ - المادة 19 مكرر 2/ من المرجع نفسه.

⁸⁶⁴ - المادة 610 و ما يليها من التقنين التجاري، مرجع سابق.

⁸⁶⁵ - تنص المادة 19 مكرر 4 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 معدل و متمم بموجب القانون رقم 03-04، يتعلق

ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، على ما يلي: " تمارس أنشطة المؤتمر المركزي على السندات المذكورة في المادة 19 مكرر 2 أعلاه، تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها".

و الوزير المكلف بالمالية⁸⁶⁶، يعود السبب في ذلك إلى مكانته في السوق المالية و المهام الموكلة له التي لا تغيب عن قارئ قانون كونها جد حساسة.

الفرع الثاني

العضوية في المؤتمر المركزي للسندات

يحتاج كل متدخل في السوق المالية مهما كانت صفته إلى خدمات المؤتمر المركزي على السندات، كونه يضمن النهاية الحسنة للعمليات المنجزة فيه، لذلك فتح المشرع مجال الإنخراط في المؤتمر لكل شخص يمارس نشاطا له علاقة بالاستثمار في الأوراق المالية و السوق المالية وفق شروط معينة (أولا)، يفقد هذه صفته كمنخرط في حالات معينة (ثانيا).

أولا- اكتساب العضوية في المؤتمر المركزي للسندات: حددت اللجنة الأشخاص المسموح لهم الإنخراط في المؤتمر و كذلك الإجراءات التي يجب اتباعها لذلك.

1- الأشخاص المرخص لهم الانخراط: يحدد نص المادة 06 من النظام العام للمؤتمر المركزي على السندات رقم 03-01، المؤرخ في 18 مارس 2003 الأشخاص الذين يمكنهم الإنخراط في المؤتمر⁸⁶⁷، تعتبر العلاقة التي تربط المؤتمر المركزي بالمنخرط علاقة عقدية من القانون الخاص، يحكمها الإتفاق الذي يربط الطرفين، و المتمثلة في اتفاقية الإنخراط⁸⁶⁸.

⁸⁶⁶ - المادة 19 مكرر 2 من المرجع نفسه.

⁸⁶⁷ - تتمثل الأشخاص التي يمكنهم الإنخراط في المؤتمر في: -البنوك و المؤسسات المالية، -الوسطاء في عمليات البورصة، -المتخصصون في قيم الخزينة العامة، -الأشخاص المعنويون المصدرون سندات مقبولة في عمليات المؤتمر المركزي، -المؤتمنون المركزيون الأجانب على السندات، - كل المؤسسات الأخرى الجزائرية أو الأجنبية التي يشبه نشاطها النشاطات التي تمارسها المؤسسات المذكورة أعلاه.

⁸⁶⁸ - المادة 03 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01 يتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي للسندات، مرجع سابق. للتفصيل عن العلاقة التي تربط المؤتمر المركزي بالمنخرط أنظر: حميل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص161.

لم يكتفي المشرع الجزائري بحصر الأشخاص المؤسسين للمؤتمن المركزي⁸⁶⁹، بل تعدى ذلك و حصر حتى الأشخاص الذين يمكنهم الانخراط فيه، فجعله مقتصر على الأشخاص المعنوية دون الأشخاص الطبيعية، إلا أنه بالرجوع إلى أحكام المادة 06 من النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات رقم 03-01 التي تحدد الأشخاص الذين يمكنهم الانخراط في المؤتمن، فإن القانون يسمح للأشخاص الطبيعية الانخراط في المؤتمن و لو كان بطريقة غير صريحة، كون المؤتمنون المركزيون الأجانب على السندات، يكمن أن يكون أحد أعضاءه أشخاص طبيعية، كحالة القانون المصري الذي سمح في المادة 18 من لائحته التنفيذية للأشخاص الطبيعية الانخراط في عضوية شركة الإيداع المصري.

2- إجراءات الانخراط في المؤتمن المركزي على سندات: يحدد المؤتمن المركزي محتوى الملف و البيانات الضرورية لقبول المنخرط، تتقدم الجهة الطالبة الانخراط عن طريق ملف إداري لدى شركة المؤتمن المركزي للسندات⁸⁷⁰، يتخذ المؤتمن المركزي قرار انخراط عضو ما و يبلغ إلى صاحب الطلب في غضون الشهرين اللذين يليان تاريخ استلام مجموع المستندات المكونة للملف⁸⁷¹.

لم تتضمن الأحكام المكونة لهذا النظام إمكانية طعن طالب الانخراط ضد قرار المؤتمن في حالة صدوره بالرفض من عدمه، كما أنها لم تتضمن الجهة المختصة بالنظر في هذا الطعن في حالة السماح له بذلك. إلا أنه بالرجوع إلى أحكام القانون رقم 03-04 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 باعتباره القانون المنشأ للمؤتمن، و عملا بالمبدأ الدستوري الذي يكفل حق النقاضي لكل شخص ككل حق آخر عملا بمبدأ المساواة⁸⁷²، فإن الأحكام الصادرة من المؤتمن

⁸⁶⁹ - المادة 19 مكرر 3 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 معدل و متمم بموجب القانون رقم 03-04. هجر المشرع الجزائري نظام السمسار الفرد، و حصر مجال مزاوله مهنة الوساطة لكل أنواع الشركات الأموال أو الأشخاص. المادة 06 من القانون رقم 03-04 معدل و متمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

⁸⁷⁰ - يتضمن بالخصوص ما يلي:- طلب قبول،- أسماء الأشخاص المؤهلين للتعامل مع المؤتمن المركزي،- نسخة محينة من القانون الأساسي. المادة 07 من النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات رقم 03-01، مرجع سابق .

⁸⁷¹ - المادة 08 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01 يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي، مرجع سابق.

⁸⁷² - المادة 32 من دستور 1996، مرجع سابق.

المركزي على السندات قابلة للطعن أمام مجلس الدولة، كونه القضاء المختص للنظر في الأحكام و القرارات الصادرة من الهيئات التابعة للدولة.

ضف إلى ما سبق أن قرار القبول و الرفض في الإنخراط يصدر من المؤتمر المركزي تحت رقابة سلطة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و كأنها السلطة الرئاسية لها، و ذلك بعد موافقة الوزير المكلف بالمالية، بالتالي إمكانية خضوعها للطعن الإداري معتمدين على الحجج التالية:

- تمارس أنشطة المؤتمر المركزي على السندات المذكورة في المادة 19 مكرر 2 تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة⁸⁷³، ما يعني أن قرار قبول أو رفض الإنخراط في المؤتمر لا يصدره هذا الأخير، إلا بعد رقابته من لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها.

- يخضع وضع القانون الأساسي و تعديلاته و كذا تعيين المدير العام و المؤسسين الرئيسيين للمؤتمر المركزي على السندات، إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها⁸⁷⁴، و باعتبار قبول المنخرط في المؤتمر من عدمه يكون بعد أخذ رأي اللجنة، خاصة أن ذلك يعدل من قانون الأساسي للمؤتمر بالتالي للجنة و للوزير المكلف بالمالية سلطة في اتخاذ المؤتمر قرار القبول من عدمه، ما يسمح بإمكانية الطعن ضد قرار هذا الأخير أمام مجلس الدولة.

- وضع النظام الداخلي و تعديلاته يخضع إلى التأشيرة المسبقة للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها⁸⁷⁵، ما يعني أنه لم تمنح لشركة المؤتمر المركزي السلطة التقديرية إزاء الطلب المقدم للانخراط فيه، كونها تعمل تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، و كون قانونها

⁸⁷³ - المادة 19 مكرر 4 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.

⁸⁷⁴ - تعتبر سلطة التعيين و العزل من أهم مظاهر السلطة الرئاسية المعروفة في القانون الإداري، ما يخلق علاقة رئيس و المرؤوس.

⁸⁷⁵ - المادة 2/05 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01 يتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي، مرجع سابق.

الأساسي لا يُعدّل إلاّ بعد موافقة الوزير المكلف بالمالية و بعد أخذ رأي اللجنة، خاصة أن انخراط عضو قد يغير حتما من قانونها الأساسي⁸⁷⁶.

تحدد عن طريق اتفاقيات انخراط عضو في المؤتمر بعد إصدار قرار بقبوله، تحدد هذه الإتفاقية واجبات المؤتمر و المنخرط و مسؤولياتهم، كما تحدد كفاءات الخدمات و كفاءات التسديد كونهم أعضاء فيه⁸⁷⁷، يحصل المؤتمر لقاء قبوله انخراط أي عضو فيه حقوقا يسدّها المنخرط لقاء الإبقاء على عضويته⁸⁷⁸، كما يحصل على عمولات لقاء فتح و تسيير الحسابات الجارية للمنخرطين فيه⁸⁷⁹.

يحصل المؤتمر لدى الكيانات المصدرة عمولات نوعية عند قبول السندات تعريف أصحاب السندات و تنفيذ العمليات على السندات التي قررتها هذه الكيانات، كما يقرر كذلك جدول حقوق الإنخراط، عمولة التسيير، عمولة الحركة، العمولات النوعية، و كذا كفاءات التحصيل و دوريته⁸⁸⁰.

ثانيا- فقدان العضوية في المؤتمر المركزي على لسندات: قد يتم شطب عضو من المؤتمر المركزي للسندات فيتوقف عن ممارسته لنشاطاته المسندة له وفقا لاتفاقية الإنخراط إما بناء على

⁸⁷⁶ - تمتع شركة الإيداع المصري بالتبعية نفسها التي يخضع لها المؤتمر المركزي للسندات الجزائري، إلا أن المشرع المصري عبر عن ذلك صراحة، يظهر ذلك من منح هيئة سوق المال صلاحية النظر في التظلمات المقدمة من الشخص الذي يرفض طلب عضويته فيه. للتفصيل أنظر: هالة كمال إسماعيل محمد، الإلتزام بالإيداع و القيد المركزي، مرجع سابق، ص328. و أنظر كذلك: أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، مرجع سابق، ص368.

⁸⁷⁷ - المادة 03 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01، يتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي، مرجع سابق. يستعين المؤتمر بهم لتنفيذ عملياته باسم و لحساب زبائنهم، على خلاف لما هو معمول به في القانون المصري كون المنخرطين في شركة الإيداع المركزي مساهمين فيها. أنظر في ذلك: هشام فضلي، تداول الأوراق المالية و القيد في الحساب، مرجع سابق، ص48.

⁸⁷⁸ - المادة 58 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01، يتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي، مرجع سابق.

⁸⁷⁹ - المادة 59 من المرجع نفسه.

⁸⁸⁰ - المادتين 60 و 61 من المرجع نفسه.

طلبه⁸⁸¹، أو بموجب عريضة من كل سلطة منحت الإعتماد عندما يصبح المنخرط غير مستوفي لشروط التأهيل المطلوبة لممارسة نشاطاته⁸⁸²، و ليس هذا إلا تأكيداً عن عدم استقلالية المؤتمن المركزي للسندات.

يمكن للمنخرط كذلك أن ينسحب من المؤتمن المركزي بإرادته المنفردة⁸⁸³، كان على اللجنة أن لا تُعَلّق إخبارها من المنخرط الراغب في الانسحاب برسالة موصى عليها بأقصر الآجال التي يمكن أن تمتد بين يومين و أسبوع، و بالنظر إلى طبيعة المعاملات التي يمارسونها و التي لا تحتمل التماطل.

كان على لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها تحديدها بأقل ما يمكن من الزمن، خاصة أن وسائل الإتصال تطورت و لم تعد على ما كانت عليها عند إصداره سنة 2003، لأن حقبة من الزمن تقدر بأربعة عشر سنة مضت، و طرأت فيها تطورات لم تُتصور في ذلك الحين، مثل المراسلة عن طريق الأنترنت بمختلف أشكاله.

⁸⁸¹ - كأن يتخلّى عن النشاطات التي انخرط من أجلها في المؤتمن المركزي، إما باعتباره ماسك حسابات-حافظ، فيقرر توكيل ماسك حسابات- حافظ آخر للقيام بكل المهام المتصلة بنشاط الحفظ أو جزء من هذه المهام، و إما باعتباره مصدراً، و تم شطب القيم التي أصدرها من المؤتمن المركزي. المادة 1/09 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01 يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي، مرجع سابق.

⁸⁸² - المادة 2/09 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01 يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي، مرجع سابق. كأن يكون المنخرط وسيطاً حصل على اعتماد لممارسة نشاط الوساطة في القيم المنقولة، ثم سحبت منه اللجنة هذا الإعتماد لسبب ارتكابه مخالفة، أو عدم استيفائه لشروط ممارسة هذا النشاط كإفلاسه مثلاً، فإن اللجنة تخطر المؤتمن عن طريق بعث لها تقارير بشأن الوسيط محل سحب الإعتماد ليقوم بشطبه بعد ذلك مباشرة.

⁸⁸³ - تنص المادة 10 من المرجع نفسه على ما يلي: "عندما يكف منخرط في المؤتمن المركزي عن ممارسة نشاطه، أو باعتباره ماسك حسابات - حافظ ويعطى توكيلاً إلى ماسك حسابات - حافظ آخر للقيام بكل المهام المتصلة بنشاط الحفظ أو جزء من هذه المهام، فإنه يعلم المؤتمن المركزي بذلك برسالة موصى عليها مع وصل استلام في أقصر الآجال".

المطلب الثاني

مهام المؤتمر المركزي على السندات

يقوم المؤتمر المركزي للسندات بإزالة الكيان المادي للقيم المنقولة لتبسيط إجراءات التسوية و نقل ملكيتها، عن طريق قيد هذه الحقوق في حسابات دفترية، بهدف تشجيع المستثمرين على توظيف أموالهم في السوق المالية، و تعزيز ثقتهم بها نظرا لاستجابته للمقاييس المستعملة في الأسواق المالية المتطورة.

تتمثل مهام المؤتمر المركزي للسندات حسب المادة 19 من نظام اللجنة رقم 03-01 يتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي في إزالة الدعامات المحسوسة للسندات و الإكتفاء بقيدتها في حسابات (فرع أول)، و مسك الحسابات من ماسك الحسابات الذي يتولى حفظها (فرع ثان)، كما يقوم أيضا بتسوية العمليات⁸⁸⁴.

الفرع الأول

إلغاء الدعامات المحسوسة للقيم المنقولة

تم إنشاء مركز لائتمان السندات و تحويلها من دعامتها المحسوسة التي لا تحقق الأمان و الإستقرار للمستثمر فيها، نظرا للمخاطر التي قد تتعرض لها كالضياع و التلف، إلى قيود دفترية تقدم ضمانات يؤدي إلى استقرار سوق القيم المنقولة بالتالي تحقيق الأهداف المرجوة (أولا) من هذا الأخير، اعتمدت هذا النظام مختلف دول العالم (ثانيا).

أولا- أسباب إلغاء الدعامات المحسوسة للقيم المنقولة: كانت القيم المنقولة تتجسد في شهادات تستخرج من دفاتر ذات قسائم تعطي أرقاما متسلسلة، و تختتم بخاتم الشركة، بذل القائمون بالسوق المالية جهودهم من أجل استبدال كيانها المادي بحسابات تمثلها تتسم بالسهولة

⁸⁸⁴ - سنتطرق إليها بالتفصيل في المبحث الثاني من هذا الفصل باعتباره أحد العمليات التي تقع على القيم المنقولة في البورصة.

- و السرعة في تداولها، و القيام بالعمليات المتعلقة بها نظرا لمساوئها التي نذكرها في:
- كانت الأوراق المالية مجسدة في شكلها أو كيانها المادي عرضة لخطر الضياع و السرقة و التلف و التزوير، ما يؤدي إلى تعقيدات عند تداولها في بورصة القيم المنقولة.
 - تخصيص ميزانية خاصة لطباعة الأوراق المالية التي قد تكون تكاليفها باهظة، ضف إلى ذلك المجهودات المبذولة للطباعة و ما يستكلفه من مصاريف للقائمين بها⁸⁸⁵.
 - حفظ الأوراق المالية بدعامتها المحسوسة يرهق صاحبه لما يحتاجه من جهد، و تحرر المصدر من مهام إدارية متعددة (تسليم، الفحص المادي للورقة، النقل و إعادة الحفظ...).
- تبنت مختلف التشريعات نظام الإيداع المركزي كونه يتفادى نظام الشكل المحسوس للورقة المالية، وما ينجرّ منه من صعوبات في تداولها، إضافة إلى المخاطر التي تعرض لها الورقة المالية أو الشركات التي تتعامل بها⁸⁸⁶. يعمل نظام الإيداع على ما يلي:
- تجريد الأوراق المالية من دعامتها المحسوسة و تحويلها إلى قيود في الحساب.
 - نقل ملكية الورقة المالية بالتحويل بالطرق الإلكترونية بين حسابات العملاء لدى أمناء الحفظ إلى غاية إتمام تسوية العمليات الواردة عليها.
 - حلول سجلات الأوراق المالية لدى شركة الإيداع المركزي محل سجلات ملكية الأوراق المالية لدى جهة الإصدار⁸⁸⁷.
- نظام الإيداع المركزي الذي هو نظام آلي (إلكتروني)، ليحلّ محل النظام التقليدي (اليديوي) لجميع التعاملات ذات الصلة بتداول الورقة المالية، بدءا من قيدها في المركز، تداولها و إجراء التسوية و المقاصة عليها إلى نقل ملكيتها إلى أصحاب الحقوق فيها، من خلال مركز واحد هو مركز الإيداع المركزي، ما يعني أن هذا النظام لا يغيّر من طبيعة عمليات التداول إنما في الوسيلة المستخدمة لتداولها.

⁸⁸⁵- MERLE Philippe, Droit commercial..., op.cit, p.263 et suite.

⁸⁸⁶- أشرف الضبع، النظام القانوني لتسوية عمليات البورصة، مرجع سابق، ص169. للتفصيل عن عيوب الدعامات المحسوسة للأوراق المالية، أنظر: فضلي هشام، تداول الأوراق المالية و القيد في الحساب، مرجع سابق، ص06.

⁸⁸⁷- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص. 465 و 466.

ثانيا- إزالة بعض قوانين الدول للدعائم المحسوسة للأوراق المالية: نذكر منها القانون الفرنسي و القانون المصري ثم القانون الجزائري.

1- في القانون الفرنسي: ظهرت فكرة قيد الأوراق المالية لأول مرة لدى بنك فرنسا سنة 1857 من طرف سماسرة البورصة⁸⁸⁸، تطورت هذه الفكرة و أنشأت حسابات جارية للسندات التي تصدرها الدولة سنة 1930، نشأ بذلك نظام الإيداع المركزي للسندات المالية يتمثلان في الصندوق المركزي لودائع و تحويلات الأوراق المالية، ثم شركة مقاصة الأوراق المالية بين الوسطاء ماسكي الحسابات.

أ- الصندوق المركزي لودائع و تحويلات الأوراق المالية CCDVT⁸⁸⁹: تم إنشاء الصندوق المركزي لودائع و تحويلات الأوراق المالية⁸⁹⁰ بموجب القانون المؤرخ في 18 جوان 1941، على شكل شركة مساهمة من نوع خاص لا تهدف إلى تحقيق الربح، شارك في تأسيسه البنوك الفرنسية و شركات الوساطة في الأوراق المالية، خولت له عملية إيداع و تحويلات الأوراق المالية.

وجهت للصندوق المركزي لودائع و تحويلات الأوراق المالية CCDVT عدة انتقادات لسبب بطء العملية و ارتفاع مصروفات حفظ الأوراق المالية، الأمر الذي أدى إلى إصدار المرسوم المؤرخ في 04 أوت 1949 يتعلق بتصفية الصندوق المذكور أعلاه⁸⁹¹.

ب- شركة مقاصة الأوراق المالية بين الوسطاء ماسكي الحسابات SICOVAM: أنشأت شركة SICOVAM⁸⁹² بموجب المرسوم المؤرخ في 06 فيفري 1950 لتحل محل CCDVT، تم إلغاء الإيداع الإجباري الذي كان مفروضا على الأسهم في الصندوق المركزي لودائع و تحويلات الأوراق المالية، و حلّ محله النظام الإختياري.

⁸⁸⁸ - نشأت فكرة تحويل الأوراق المالية إلى حسابات دفترية بمناسبة إيداع أصحاب الأوراق المالية و حاملها لسنداتهم في البنوك، خشية فقدانها أو تلفها عن طريق نظام وديعة الصكوك، أدى التجميع الهائل لهذه السندات إلى إرهاق إدارة البنوك القائمة بذلك. للتفصيل أنظر: عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص469.

⁸⁸⁹ - La Caisse Centrale de Dépotes et Virement des titres.

⁸⁹⁰ - أنشأ هذا النظام بعدما زادت كمية إيداعات الأوراق المالية لدى البنوك لسبب التخوف من مخلفات الحرب العالمية.

للتفصيل أنظر: عاشور عبد الجواد، النظام القانوني للسمسة في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص124.

⁸⁹¹ - عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص469.

⁸⁹² - Société Interprofessionnelle de Compensation des Valeurs Mobilières.

طبق النظام الجديد على الأسهم لحاملها أولاً ليمتد نطاقه إلى السندات لحاملها و القابلة للتحويل إلى الأسهم إلى حين انقضاء مدة التحويل، و إلى السندات العادية المقيدة في الجدول الرسمي لبورصة الأوراق المالية، شريطة استهلاكها بطريقة متناسبة مع نظام الحساب الجاري لدى CICOVAM.

بصدور القانون رقم 81-1160 المؤرخ في 30 ديسمبر 1981، يظهر أن المشرع الفرنسي أخذ توجيهها جديداً نحو إجبارية القيد المركزي بالنسبة لكل الأوراق الصادرة في الأراضي الفرنسية و الخاضعة للتشريع الفرنسي أيّ كان شكلها، حيث ألزم قيدها في حسابات تدار بواسطة الشخص المعنوي المصدر لها أو أحد الوسطاء الماليين المرخص لهم بذلك⁸⁹³.

أصدرت اللائحة العامة للسيكوفارم بقرار مؤرخ في 23 ماي 1984 لتشمل وفقاً للمادة 26 منها الأوراق المالية المقبولة في الشركة⁸⁹⁴، حُلّت شركة مقاصة الأوراق المالية بين الوسطاء

⁸⁹³- ARCHAMBAULT Anne Laure, La nature juridique des valeurs mobilières, op.cit, p.58.

نصت المادة 94 فقرة II من القانون رقم 81-1160 مؤرخ في 30 ديسمبر 1981، يتعلق بقانون المالية لسنة 1982 على ما يلي:

« Les valeurs mobilières émises en territoire français et soumises à la législation française, que soit leur forme, doivent être inscrites en comptes tenus par la personne morale émettrice ou par un intermédiaire habilité... », www.legifrance.gouv.fr

للتفصيل أنظر:

DE VAPLANE Hubert, BORNET Jean Pierre, Droit des marchés financiers, op.cit, p.42.

⁸⁹⁴- تتمثل في ما يلي:

- الأوراق المالية المقيدة في الجدول الرسمي للبورصة أو في جدول السوق الموازية.
- أسهم شركات الإستثمار المتغير SICAV.
- الأوراق المالية التي يتم التعامل عليها خارج السوق (hors cote) التي تخول لصاحبها الحق في الإعفاء من الضرائب على الدخل الناتج من الإستثمار في الأسهم.
- أية أوراق مالية أخرى يوافق مجلس الإدارة قبولها بقرار، و صدور هذا الأخير يكون معلق على مدى انتشار مثل هذه الأوراق بين الجمهور وأهميتها في حركة السوق.

نقلا عن: هشام فضلي، تداول الأوراق المالية و القيد في الحساب، مرجع سابق، ص18. كما أنه يجوز إيداع الأوراق المالية الأجنبية و على وجه الخصوص الأوراق الإسمية بقرار من وزير المالية. بلغ عدد أعضاء SICOVAM عام 1993 حوالي 420 عضواً، و بلغ عدد الأوراق المالية المقيدة في حساباتها 7616 ورقة مالية. للتفصيل أنظر: عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص472.

ماسكي الحسابات SICOVAM و حَلَّت محلها شركة أورو كلير فرنسا Erro Clear France و هي عضو في مجتمع أور وكلير Euro Clear⁸⁹⁵.

2- في القانون المصري: تمت مزاولة نشاط الإيداع المركزي بصورة جزئية في مصر، لأنه كان على نحو اختياري من خلال شركة مصر للمقاصة و تسوية المعاملات المالية، رغبة من المشرع المصري في مواكبة التطورات التي تعرفها الأسواق المالية العالمية.

استحدث المشرع المصري نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية لأول مرة بموجب القانون رقم 93 لسنة 2000، إلا أنه لم يبدأ العمل به إلا بعد مرور سنة كاملة من إصداره لانتظار صدور لائحته التنفيذية في 30 نوفمبر 2001. تم بموجب إصدار القانون رقم 93 لسنة 2000 إنشاء شركة الإيداع و القيد المركزي لمزاولة نشاط الإيداع و القيد المركزي للأوراق المالية، أخذت تحمل اسم شركة مصر للمقاصة و الحفظ المركزي، حدد هذا القانون الإطار القانوني للأنشطة التي يقوم بها في مجال الإيداع المركزي للأوراق المالية⁸⁹⁶.

3- في القانون الجزائري: إن إزالة الدعامة المحسوسة للأوراق المالية و ما يستلزمه القيد في الحساب يسمح بتحديث نظام إدارة هذه السندات، و يعتبر من العناصر الأساسية و اللازمة لحسن سير الأسواق المالية وفقا لما تمليه المعايير الدولية⁸⁹⁷.

ظهرت رغبة المشرع تظهر في مواكبة التطورات التي عرفت الأسواق العالمية في بداية التسعينات بمناسبة إصداره المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل و المتمم للقانون التجاري، حين سمح لشركات المساهمة إصدار سندات يمكن أن تكتسي شكلا ماديا بتسليم السند بدعامة المادية، أو أن يكون الإكتتاب بمجرد التسجيل في الحساب، تمسك الشركة المصدرة الحساب عن طريق وسيط مؤهل⁸⁹⁸.

⁸⁹⁵- MARTIN Didier, « La théorie du scripation », Recueil Dalloz, N° 25, 23 Juin 2005, p.1703.

⁸⁹⁶- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص473.

⁸⁹⁷- Bull. COSOB, N° 04, Numéro spécial, juillet 2003, p.13.

⁸⁹⁸- تنص المادة 715 مكرر 37 من التقنين التجاري، مرجع سابق، على ما يلي: "يمكن أن تكتسي القيم الصادرة بالجزائر إما شكلا ماديا بتسليم سند أو أن تكون موضوع تسجيل في الحساب.

تأكدت نية المشرع بإزالة الكيان المادي للأوراق المالية، فعبر عنها صراحة بصور القانون رقم 03-04 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة الذي نص على قيد السندات في حسابات يمسكها أشخاص مؤهلين لهذا الغرض⁸⁹⁹.

يسمح الإيداع المركزي للأوراق المالية المقيدة بالبورصة أو غير المقيدة بتحويلها إلى قيود في الحساب⁹⁰⁰، مع إبقاء هذا الإجراء اختياري، يظهر اتجاه المشرع في عدم تجريد الأوراق المالية من دعامتها المحسوسة من المادة 715 مكرر 1/37 من التقنين التجاري⁹⁰¹، عند منحه للشركة المصدرة للقيم المنقولة الإختيار في شكل الورقة المالية التي تصدرها.

يمكن أن يكون شكل الورقة المالية اسميا تسلمها الشركة لصاحبه عن طريق منحه سندا، ما يدل أن له شكل مادي ملموس أو تكون موضوع تسجيل في الحسابات، نعتقد أن الإختيار هنا ممنوح للشركة فحسب و ليس للمستثمر الذي يقتني هذه الورقة، لأنها تعمل وفق الأحكام التي تملئها عليها القوانين و نظامها الأساسي، فلا يُعقل أن يطلب المستثمر سندا اسميا ماديا و توفره له إذا كان نظام الشركة لا يسمح بذلك.

أكد المشرع الجزائري على موقفه بجعل الكيان المادي للورقة المالية اختياريا في المادة 19 مكرر 1 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المستحدثة بموجب المادة 11 من القانون رقم

تمسك الشركة المصدرة الحساب عندما تكتسي القيم الصادرة الشكل الإسمي أو عن طريق وسيط مؤهل عندما تكتسي قيما لحاملها". أنظر كذلك المادة 715 مكرر 38 من التقنين التجاري، مرجع سابق.

⁸⁹⁹ - تنص المادة 19 من القانون رقم 03-04 يعدل و يتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، على ما يلي: "عندما يستخدم مصدر السندات سواء كانت دولة، أو جماعات محلية، أو هيئة عمومية، أو شركة ذات أسهم، حق إصدار سندات مقيدة في الحساب، لا يمكن أن تسجل السندات لحاملها إلا لدى وسيط مؤهل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بصفة ماسك الحسابات وحافظ السندات..."
⁹⁰⁰ - تم تحويل الأوراق المالية التي أصدرتها كل من ERIAD SETIF و SAIDAL SPA إلى قيود حسابية في بداية نشاط المؤتمن المركزي على السندات. للتفصيل أنظر:

Bull COSOB N° 04, (Numéro spécial), Juillet 2003, p.32.

⁹⁰¹ - "يمكن أن تكتسي القيم المنقولة بالجزائر شكلا ماديا، بالتسليم سند أو تكون موضوع تسجيل في الحساب".

03-04⁹⁰²، عند استعماله لكلمة "عندما يستخدم"⁹⁰³، حيث يجعل مصدر السندات غير مجبر بقيد الأوراق المالية في قيود حسابية، فلو أراد ذلك لما بدأ نص على المادة السابقة كما يلي: "يستخدم مصدر الأوراق السندات، سواء كانت..." كي يفهم منها الإلزامية و الوجوب.

تبنى المشرع الجزائري نظام الإيداع المركزي نظرا لما يحققه من مزايا لحاملي الورقة المالية و للوسطاء الذين يتعاملون بها، و ما ينعكس منه إيجابا على السوق المالية و الإقتصاد الوطني و تسهيل حصول مالكي السندات على حقوقهم المالية، و إتمام عمليات البيع و الشراء بين المتعاملين في البورصة بأمان و بسرعة فائقة، دون التعقيدات التي تفادها من تجنبه عيوب النظام التقليدي للدعامة المالية.

قد يكون الهدف من عدم إجبارية قيد الأوراق المالية هو كون البورصة الجزائرية فتية، فلم يمضى إلاّ عشرين من الزمن من إنشاءها، هذا إلا جانب ركودها فكون العمليات التي تُجرى على مستواها قليلة جدا، قد لا يحتاج إلى قيد تداولها في حسابات مقيدة، ضف إلى ذلك تخوف المستثمرين من هذه الأخيرة لأن الدعامات المالية التي يمسكها المستثمرون و يحتفظون بها في خزائنهم تمنح لهم الأمان و الطمأنينة، ما قد يدفعهم و يشجعهم إلى الإستثمار فيها.

الفرع الثاني

مسك الحسابات و حفظ السندات

نصت دباجة تعليمية اللجنة رقم 03-03 مؤرخة في 21 ديسمبر 2003⁹⁰⁴، على أنه تمثل اتفاقية فتح الحساب الإطار التعاقدى الذي يحدد التزامات ماسك الحسابات و الخدمات التي يقدمها لأشخاص آخرين⁹⁰⁵، يتمثلون في زبائنه مصدرو الأوامر، يكون محل العملية سندات

⁹⁰² - "عندما يستخدم مصدر السندات، سواء كانت الدولة، أو جماعات محلية، أو هيئة عمومية، أو شركة ذات أسهم حق إصدار سندات مقيدة في الحساب، لا يمكن أن تسجل السندات لحاملها إلاّ لدى وسيط مؤهل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بصفة ماسك الحسابات وحافظ السندات".

⁹⁰³ - حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص179.

⁹⁰⁴ - تعليمية لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-03، مؤرخة في 21 ديسمبر 2003، تتضمن نموذج اتفاقية فتح الحساب المبرمة بين ماسكي الحسابات حافظي السندات و زبائنهم.

⁹⁰⁵ - جاء نصها كما يلي:

« La présente convention... constitue le cadre contractuel général des services tenus de

جُرِّدت من دعامتها المحسوسة عن طريق إدراجها في قيود حسابية. تعتبر الإتفاقية بمثابة عقد يكون أحد أطرافه شخص معتمد من لجنة تنظيم عمليات البورصة (أولاً)، يلتزم بتسوية العمليات المنجزة على السندات المالية داخل البورصة، بعد إبرام إتفاقية فتح الحساب (ثانياً).

أولاً- اعتماد ماسك الحسابات: يتم ممارسة نشاط فتح الحسابات و مسك السندات بعد اعتماد أشخاص محددين في القانون من لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها وفقاً لإجراءات حددتها.

1-الأشخاص المؤهلين لممارسة نشاط فتح الحساب و مسك السندات: حدد نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-02⁹⁰⁶ في المادة 03 منه الأشخاص الذين تسمح لهم اللجنة بممارسة نشاط مسك الحسابات و حفظ السندات و هي:

- المؤسسات المالية و الوسطاء في عمليات البورصة.
- المؤسسات المرخص لها بالقيام بعمليات البنوك المنصوص عليها في الأحكام التشريعية و التنظيمية التي تحكمها.

- الأشخاص المعنويين المصدرين من أجل مسك الحسابات-حفظ السندات التي يصدرونها.
حصرت اللجنة الأشخاص الراغبة في الحصول على تأهيل لممارسة نشاط حفظ السندات و الحسابات هي الأخرى في الأشخاص المعنوية دون الطبيعية، حيث سلك نفس المسلك بشأن الوسيط في عمليات البورصة و لمساهمي المؤتمن المركزي للسندات التي قصت من دائرتها الأشخاص الطبيعية.

2-إجراءات طلب الإعتماد: تلزم المؤسسات الراغبة في الحصول على تأهيل بتقديم طلب الإعتماد أو التأهيل لممارسة نشاط ماسك الحسابات و حافظ السندات إلى اللجنة، يرفق بملف التأهيل يحدد محتواه بتعليمات من اللجنة⁹⁰⁷. لم تتباطئ اللجنة في إصدار هذه الأخيرة، جاءت تحت

compte –conservation de réception transmission d’ordres pour le compte de tiers et d’exécution d’ordre pour le compte de tiers.

Les deux partie s’engagent à respecter les dispositions de la présente convention et à exécuter les obligations qui en découlent avec diligence ».

⁹⁰⁶- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-02 مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بمسك الحسابات و حفظ السندات، ج ر ج د ش عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.

⁹⁰⁷- المادة 65 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-02، يتعلق بمسك الحسابات و حفظ السندات، مرجع سابق.

- رقم 01-03 مؤرخة في 21 ديسمبر 2003⁹⁰⁸، تحدد نصوصها محتويات الملف الذي يجب أن يودعه الراغب في التأهيل لممارسة نشاط ماسك الحسابات و حافظ السندات و هي:
- استمارة تملئ وفقا للنموذج الذي أعدته اللجنة في الملحق 5 لهذه التعليمات، تُوقع من طرف الشخص المسؤول عن نشاط حفظ السندات و مسك الحسابات لدى المؤسسة الطالبة التأهيل.
 - خطاب ضمان وفقا للنموذج الذي أعدته اللجنة في الملحق 3 من هذه التعليمات موقع من طرف مسير المؤسسة.
 - بيان موقع من طرف مسيري المؤسسة، يحدد الشخص أو الأشخاص المسؤولين عن نشاط مسك الحسابات و حفظ السندات و نسخة من القانون الأساسي للمؤسسة مصادق عليه.
 - وثائق خاصة بالشخص أو الأشخاص المسؤولين عن نشاط مسك الحسابات و حفظ السندات.
- تَبَتَّ اللجنة في طلب الملتمس بالأخذ بعين الاعتبار تنظيمه، وسائله التقنية، المالية، كفاءة المسيرين و نزاهتهم، تفصل اللجنة في أجل شهرين بعد إيداع الملف، يمكن للجنة أن تعلّق هذا الأجل إلى غاية استلام العناصر التكميلية الضرورية لدراسة الملف، إذا ارتأت إمكانية استكمال ما ينقص من أجل البتّ في الطلب⁹⁰⁹.
- اتخذت اللجنة موقفا إيجابيا اتجاه طالب التأهيل بعدم رفض طلبه مباشرة، لسبب عدم توفر ملفه الوثائق الضرورية التي تبينها التعليمات رقم 01-03 و الوسائل و الإجراءات التي تستلزمها مهنة ماسك الحسابات و حافظ السندات، المتمثلة في الموارد البشرية، المعلوماتية، المحاسبية و ترتيبات حماية الزبائن و ترتيب الموافقة الداخلية⁹¹⁰.
- تمارس اللجنة رقابة على ماسك الحسابات- الحافظ عندما تبتّ في طلب الملتمس منه التأهيل، و تصدر قرارها بشأنه إما بقبولها منح التأهيل أو رفضه، تنص المادة 07 من النظام رقم

⁹⁰⁸- تعليمات رقم 01-03 صادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، مؤرخة في 21 ديسمبر 2003 تتضمن كفاءات تأهيل ماسك الحسابات حافظ السندات.

⁹⁰⁹- نقلا عن: حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، ص182. و المادة 1/07 من نظام رقم 02-03 يتعلق بمسك الحسابات و حفظ السندات، مرجع سابق.

⁹¹⁰- قد يكون السبب في اتخاذ هذا الموقف هو ربح الوقت و كذلك تشجيع الأشخاص المحددين في المادة 03 من نظام اللجنة رقم 02-03 المذكورين أعلاه، من ممارسة النشاط بهدف تسريع العمليات التي تقع في البورصة و تطوير الإقتصاد الوطني، بالرغم من كونه نوع من أنواع الرقابة التي تمارسها اللجنة على ماسك الحسابات.

02-03 يتعلق بمسك الحسابات و حفظ السندات في فقرتها الثانية على ما يلي: "ينبغي أن يبرر رفض التأهيل إلى المعني بالأمر" دون أن تتضمن حق الطعن ضد قرار اللجنة المتضمن رفض التأهيل.

تصدر لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها قرارات إدارية كونها شخص إداري من جهة، و تصدر مثل هذه الأعمال لحماية السوق المالية من جهة أخرى، صف إلى ذلك كونها تمارس نشاطاتها تحت وصاية الوزير المكلف بالمالية، لذلك يمكن الطعن ضد القرارات الصادرة منها أمام مجلس الدولة في أجل شهر من تاريخ تبليغ القرار محل الطعن و ذلك عملاً بنص المادة 09 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 معدل و متمم بموجب القانون رقم 03-04 يتعلق ببورصة القيم المنقولة.

ثانياً- إبرام إتفاقية فتح الحساب لقبول السندات: بعد إبرام إتفاقية فتح الحساب يقوم المؤتمر المركزي بقبول السندات فيه.

1- إبرام إتفاقية فتح الحساب: تبدأ عملية الإيداع المركزي للقيم المنقولة المصدرة بقيدها لدى المؤتمر المركزي لتسوية العمليات التي تتجر عليها، و تسليم و دفع الحقوق المرتبطة بها، يقبلها في عملياته بعد إبرام ماسك الحساب المؤهل لذلك إتفاقية فتح الحساب مع الزبائن المستثمرين في القيم المنقولة مصدور الأوامر⁹¹¹، تتضمن بنود حددتها اللجنة في نظامها رقم 03-01⁹¹² كما حددته كذلك نموذج الإتفاقية التي يلتزم الطرفان إتباعه⁹¹³.

يلتزم طرفا الإتفاقية ماسك الحساب المؤهل و زيونه مصدر الأوامر باحترام و تنفيذ الإلتزامات المترتبة من الإتفاقية باعتبارها بمثابة عقد يحكم علاقتها يخضع للقانون التجاري، كون

⁹¹¹ - المادة 09 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-02 يتعلق بمسك الحسابات و حفظ السندات، مرجع سابق. كانت صلاحية إبرام إتفاقية فتح الحساب مع الزبائن منوطة للوسطاء في عمليات البورصة بموجب النظام رقم 97-05، ألغي هذا النظام بموجب صدور النظام رقم 03-02، مرجع سابق.

⁹¹² - و ذلك عملاً بنص المادة 09 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل و المتمم بموجب القانون رقم 03-04 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، التي تجيز طالب الإعتماد المرفوض طلبه من اللجنة رفع طعنا بالإلغاء ضد قرار اللجنة أمام مجلس الدولة، في أجل شهر من تاريخ تبليغ قرار اللجنة بشأن رفضها للإعتماد أو تحديد مجاله.

⁹¹³ - تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-03 مؤرخة في 21 ديسمبر 2003، تتضمن نموذج إتفاقية فتح الحساب المبرمة بين ماسكي الحساب حافظي السندات و زبائنهم.

ماسك الحسابات الحافظ و هو يقوم بالعمليات المنجزة على السندات المالية يسعى إلى تحقيق الربح. كونه يمارس مهامه بصفة معتادة و بمقابل، حتى و إن كان العقد الذي يربطهما ذو طبيعة خاصة، أولا لكون الإتفاقية تُبرم وفقا لنموذج أعدته اللجنة في التعليمات رقم 03-03 التي أصدرتها لهذا الشأن، و ثانيا كونها تحدّد دفتر شروط ماسك الحسابات و الحافظ، فمن قبل شروط اللجنة و عمل بها يمارس مهنة ماسك الحسابات و الحافظ و من أراد من المستثمرين التعامل بها التزم بذلك أيضا.

يظهر مما سبق أن المؤتمن يمارس نوعان من الرقابة على ماسك الحسابات-الحافظ، رقابة آنية أثناء ممارسة هذا الأخير للعمليات التي يقوم بها، كونه منخرط فيها حيث تكون أرصدة المنخرطين مدرجة في دفاتر المؤتمن المركزي، متميزة بحسب مختلف فئات الحائزين التي تحددها لجنة ت.ع.ب.م، يتم هذا التمييز عن طريق تجزئة الحساب الجاري للمنخرط إلى عدة حسابات فرعية⁹¹⁴، و رقابة لاحقة على ماسك الحسابات-الحافظ على مدى احترامه للنصوص التنظيمية التي تحكم نشاطه⁹¹⁵، قد تصل العقوبة التي تسلّطها اللجنة على المخل لالتزاماته إلى سحب التأهيل⁹¹⁶.

تمارس اللجنة أنشطتها و تراقب كل العمليات التي تقع على مستوى السوق المالية، كما تراقب كذلك الأجهزة المكونة لهذا السوق، تبدأ مراقبتها عليهم حتى قبل إنشاءها عن طريق موافقتها على قانونها الأساسي الذي يعرضه عليها الوزير المكلف بالمالية. وضعها المشرع عبر مختلف

⁹¹⁴ - المادة 21 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 02-03، يتعلق بمسك الحسابات و حفظ السندات، مرجع سابق.

⁹¹⁵ - تنص المادة 23 من المرجع نفسه، على ما يلي: "تتأكد اللجنة بواسطة عمليات الرقابة من مدى احترام هذا النظام وتعليماته التطبيقية من قبل ماسكي الحسابات -الحافظين. ويمكنها أن تستعين بالمؤتمن المركزي على السندات".
للتفصيل عن الرقابة التي تمارسها اللجنة على المؤتمن أنظر: حملي نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 186.

⁹¹⁶ - المادة 24 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 02-03، يتعلق بمسك الحسابات و حفظ السندات، مرجع سابق..

القوانين و الأنظمة التي تحكم سوق البورصة لتداول الأوراق و السندات المالية مهما كانت طبيعتها، بالرغم من أن المعروف التداول فيها هي الأسهم و سندات الدين، في قمة هرمه.

2- قبول السندات في عمليات المؤتمر المركزي: عمد المشرع على استحداث المؤتمر المركزي باعتباره أحد المعايير التي تعتمد عليها الأسواق المالية المتطورة، سعيا منه تحقيق الأمان و الإستقرار للمستثمر في القيم المنقولة بهدف جلبه، لعله يحدث حركة ينشط بها سوقنا المالية، كما يعتبر كذلك أحد أعمدة السوق المنظمة (البورصة)، التي يتم قبول السندات المقيدة فيها بقوة القانون لدى المؤتمر المركزي⁹¹⁷.

لا يقتصر نشاط المؤتمر المركزي على القيم المنقولة الصادرة في الجزائر، و المقيدة في البورصة الجزائرية بل يتعدى ذلك ليشمل نشاطه القيم المنقولة الأجنبية، حيث يكمن أن يقبل في عملياته ما يلي:

- الأسهم و غيرها من السندات التي تتيح أو يمكن أن تتيح الوصول مباشرة أو غير مباشرة، إلى الرأس المال أو إلى حقوق التصويت والقابلة للتحويل عن طريق التسجيل في حساب أو المناولة باليد.

- سندات الدين المستحق التي يمثل كل منها حق الدائنية على الشخص المعنوي الذي يصدرها و القابلة للتحويل عن طريق التسجيل في الحساب، أو المناولة باليد باستثناء الأوراق التجارية و سندات الصندوق.

- حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

- السندات من نفس الطابع المصدرة على أساس الحقوق الأجنبية⁹¹⁸.

⁹¹⁷- تنص المادة 13 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-04، يتعلق بمسك الحسابات و حفظ السندات، مرجع سابق، على ما يلي: "يتم قبول السندات بقوة القانون عندما تكون مسجلة في سوق مقننة جزائرية، ولا تكون قابلة للتحويل لا عن طريق التسجيل في حسابات بموجب القانون أو الأحكام القانونية الأساسية في عقد الإصدار".

⁹¹⁸- المادة 12/4،3،2،1 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-04، يتعلق بمسك الحسابات و حفظ السندات، مرجع سابق.

علّق المشرع تعامل المؤتمن المركزي بالقيم المنقولة الأجنبية و تسوية العمليات التي تتم بشأنها على شرط واقف يتمثل في موافقتها لسير الحسابات الجارية، كما هو محدد في الفصل الثالث من نظام اللجنة رقم 03-01 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي⁹¹⁹. عندما تكون هذه السندات اسمية فإنها تسجل إما مباشرة باسم المؤتمن المركزي الذي يتصرف في هذه الحالة كوكيل لمالكيها الحقيقيين، و إما باسم مؤتمن مركزي أو مؤسسة بنكية يفوضها المؤتمن المركزي لهذا الغرض⁹²⁰.

حدد نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-02 المتعلق بمسك الحسابات و حفظ السندات إجراءات القيد في المؤتمن المركزي، فإذا أراد مالك السندات المالية بيعها فعلي ماسك الحسابات و حافظ السندات أن يقوم بفتح حسابات لصاحبها بعد التوقيع على اتفاقية فتح الحساب، تحدّد فيها مبادئ سير حسابات السندات تتضمن العناصر الأساسية التي تسمح بتنفيذ العملية على أحسن وجه⁹²¹.

تتداخل مهام الأجهزة المكونة للسوق المالية و تتكامل كما أنها تتّسم بالتعقيد، وضع المشرع على قمة السوق المالية لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، نظراً لأهميته و للعمليات المنجزة على مستواه و لما قد يحققه من تنمية اقتصادية بهدف إلحاق عجلة التنمية، كونها من أهداف السياسة المسطرة من طرف الدولة عند إصدار المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة كونه الإطار العام المنشأ لها.

⁹¹⁹ - المادة 5/12 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01 يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، مرجع سابق.

⁹²⁰ - المادة 18 من المرجع نفسه.

⁹²¹ - المادة 3/09 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01 يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، مرجع سابق.

المبحث الثاني

تداول القيم المنقولة في البورصة

تحقق السوق الثانوية التي تسمى غالبا بالبورصة مزايا عديدة للمتعاملين فيها و للإقتصاد الوطني، كونها حلقة الإتصال بين مختلف القطاعات الإقتصادية، البنوك، المؤسسات المالية، الشركات المصدرة للقيم المنقولة و المستثمرين الذين يرغبون في تجميع فائضهم المالي.

لا تمثل السوق الثانوية المكان الذي تتعد فيه عمليات البورصة المتمثلة في عمليات تداول الأوراق المالية⁹²² فحسب، بل يتعدى ذلك لتكون مرآة عاكسة للنشاط الإقتصادي لكل دولة، تساهم في تحقيق التنسيق و التكامل بين أنشطتها الإستثمارية، كونها سوق التداول تمكن المستثمرين المتاجرة فيما بينهم في الأوراق المالية التي تم إصدارها من قبل في السوق الأولية.

تأكد المستثمرين من وجود هذه السوق التي يتوفر فيها عنصري الفعالية و الإستمرارية يشجعهم على استثمار أموالهم فيها، ما يؤدي إلى تعاقب الدورات الإقتصادية من الركود إلى الإنعاش، كونها السياسة المرجوة من إحداث البورصة من المشرع الجزائري، بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10، إلا أن الإستثمار في السوق الثانوية يمثل مخاطر فلا وجود لأية عملية توظيف في سوق الإدخار دون مخاطر⁹²³، لذلك أضحت معظم الدول بتنظيم البورصة نظرا لما تحققه من مزايا للسوق المالية و ما ينجر منه للإقتصاد الوطني.

تدخل المشرع الجزائري عن طريق وضع الإطار العام لعمليات البورصة، و ترك تنظيم العمليات التي تقع على مستواها للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، عبر مختلف المراحل التي تمرّ بها السندات المالية كونها تتسم بالدقة و التعقيد، سواء عند إدخالها في البورصة عن طريق قيدها فيها (مطلب أول)، أو عند تسوية العمليات التي تتجر عليها (مطلب ثان) بهدف ضمان حماية السوق المالية و المتعاملين فيها على حد سواء.

⁹²²- PEZARD Alice, Droit des marchés monétaire et boursier, Edition J N A, 1991, p.116.

⁹²³- ARNAUD-VALLÉE Anne, LA protection de l'épargnant, op.cit, p.220.

المطلب الأول

قبول القيم المنقولة في البورصة

تعد بورصة الأوراق المالية حلقة وصل بين الأوعية الإدخارية و الإستثمارية، هي محل اهتمام الكثير من الدول لما لها من أهمية في المجالات المختلفة، كما أنها تقوم بدور فعال في مجال التنمية الإقتصادية و تشجيع أصحاب رؤوس الأموال على تأسيس الشركات و إصدارها لأوراق و سندات مالية كي تُباع بعد ذلك في البورصات، عن طريق استقطاب صغار المدخرين الذين لا يسعون من استثماراتهم إلى تحقيق عائد ثابت كلما أمكن.

وضعت معظم قوانين الدول المختلفة جملة من الشروط الواجب توافرها في الورقة المالية، المراد قيدها أو في الشركة الطالبة للقيد، تختلف هذه الشروط من دولة إلى أخرى، و من سوق إلى أخرى في الدولة الواحدة، و ذلك حسب تركيبة أسواقها.

عملت بورصة الجزائر بنظام السوق الوحيد منذ نشأتها بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة ، إلا أنه بعد صدور نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 12-01 المعدل و المتمم للنظام رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة ، قسّم البورصة إلى عدة أسواق، و هي سوق سندات رأس المال و سوق سندات الدين و سوق قيم الخزينة، حددت لكل منهما الشروط الواجب توافرها في الأوراق المالية (فرع أول)، و كذلك إجراءات قيدها (فرع ثان).

الفرع الأول

الشروط الصارمة لقبول القيم المنقولة في البورصة

قيد الأوراق المالية في البورصة هو الإجراء الذي يتيح لها التداول في السوق المنظمة، يسمح للشركات المصدرة للقيم المنقولة الإستفادة من مزايا هذا القيد⁹²⁴، ما يعني إمكانية تداولها بيعاً

⁹²⁴ - من مزايا القيد في البورصة ما يلي:

و شراء بين كل من يرغب استثمار فائضه المالي فيها، مع توفير كل المعلومات المتعلقة بالورقة المالية، لمساعدة من يرغب اقتناءها من اتخاذ قراره عن دراية تامة.

ظهرت بورصة الجزائر في بدايتها بسوق وحيدة سُمّيت سوق رسمية لسندات رأس المال و سندات الدين، حسب المادة 77 من نظام اللجنة رقم 97-03 التي تنص على ما يلي: "إن السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة، سوق وحيد يتضمن سوقا لسندات رأس المال وسندات الديون"، إلا أن العمل بنظام السوق الوحيد لم يستمر إلا حوالي عشرية واحدة من الزمن، فصدر النظام رقم 12-01 المعدل و المتمم جعل سوق سندات الرأسمال تتكون من سوق رئيسية و سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و سوق سندات الدين التي تصدرها شركات المساهمة و الهيئات العمومية و من سوق لكتلة سندات الدين التي تصدرها الدولة ، ما يفهم من ذلك أنه وضعت شروط خاصة للسندات العادية (أولا) سواء تلك الممثلة لرأسمالها أو الممثلة لديونها و شروط خاصة للسندات الحكومية أو السيادية المتمثلة في السندات الصادرة من الدولة و الهيئات العمومية و القيم الصادرة عن الخزينة العمومية(ثانيا).

أولا-قبول السندات العادية: أوردت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها شروط خاصة لقيد السندات الممثلة لرأسمال شركات المساهمة الكبرى أو الضخمة، بموجب النظام رقم 97-03 كونها الأكثر دراية بشؤون السوق. و نظرا لأهمية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة كونها مولدة للإنتاج و الدخل و فرص العمل ، إضافة إلى دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية في مختلف المستويات

- يضمن للشركة التمويل الخارجي و خاصة الأكيد و السريع، دون تثقل كاهل مسيري المؤسسة لسبب طــــول و تعقيد إجراءات التمويل التقليدية المتمثلة في القروض البنكية طويلة الأجل كونها ما تحتاج إليه.

- توفر للمستثمر المعلومات اللازمة عن الشركة المقيدة فيها لقيمتها المنقولة لتمكّنه اتخاذ قراره عن دراية، أو الشركة المنافسة لها بمعرفة وضعيتها المالية، كونها مجبرة على نشر كل المعلومات المتعلقة بها. للتفصيل أنظر: حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص355.

- يعيد تثمين الذمة المالية للشركة و يكسبها الحيوية و التفتح على المحيط الخارجي، و ييسر لها تبني سياسة تسويق تُحسّن من مركزها و العلامة التجارية لمنتجاتها. أنظر: صبايحي ربيعة، الخصوصية بنقل ملكية المؤسسات العامة الاقتصادية، أطروحة لنيل درجة دكتوراه في العلوم، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2009، ص216.

و تطوير الإستثمار الوطني و الأجنبي في الجزائر⁹²⁵، قامت اللجنة بوضع مجموعة من الشروط تلتزم باستقائها للسماح لها بإدراج السندات الممثلة لرأسمالها في سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بموجب نظام اللجنة رقم 01-12، لتعطي نفسا جديدا للبورصة الجزائرية.

1- قبول السندات الممثلة لرأس مال الشركات الضخمة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة: سيتم عرض الشروط التي يجب أن تستوفيها كل من السندات الممثلة لرأس مال شركات المساهمة الضخمة السندات الممثلة لرأسمال المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

أ- قبول السندات الممثلة لرأس مال شركات المساهمة الضخمة يخضع لشروط صارمة: يمكن للشركات الضخمة أن تقيد السندات الممثلة لرأسمالها في السوق الرئيسية، وضعت لها اللجنة شروط صارمة للدخول فيها حماية منها للسوق المالية الجزائرية و للإقتصاد الوطني و المدخر على حد سواء. تنقسم هذه الشروط إلى قسمين قسم يتعلق بالشروط الخاصة بالشركة المصدرة لسندات رأس المال محل القيد، و قسم آخر يتعلق بشروط خاصة بالقيم المنقولة محل القيد فيها⁹²⁶.

أ1- شروط خاصة بالشركة المصدرة: تلزم الشركة التي تطلب قيد قيمها المنقولة الممثلة لسندات رأسمالها الاجتماعي أن تستوفي الشروط التالية:

- أن تكون الشركة شركة أسهم، منشأة وفقا للقواعد المنصوص عليها في القانون التجاري.
- أن تعين وسيطا في عمليات البورصة يكلف بمتابعة إجراءات القبول و القيد⁹²⁷.
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تمّ

⁹²⁵ - إفلولي ولد رابح صافية، "مكانة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في القانون الجزائري"، مجلة إدارة، عدد 02، 2008، ص ص. 08 و 09.

⁹²⁶ - تم الإستعانة بالتقسيم الذي اعتمدت عليه الأستاذة: حملي نواره عند دراستها لهذه الشروط في رسالتها: حملي نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع ابق، ص 357 وما يليها.

⁹²⁷ - المادة 17 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، كما تنص المادة 18 من النظام نفسه، على ما يلي: "على الوسيط في عمليات البورصة التأكد من أن الشركة تتوفر فيها شروط القبول المنصوص عليها في هذا النظام".

خلالها تقديم طلب القبول، ما لم تقرر لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها خلال ذلك⁹²⁸.

- تقديم تقرير تقييمي لأصولها ينجزه عضو من المنظمة الوطنية للخبراء غير مندوب الحسابات للشركة، أو أي خبير تعترف اللجنة بتقييمه⁹²⁹.

- أن تبرر الشركة وجود هيئة للمراقبة الداخلية، تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة، و في حالة عدم تمكّنها من ذلك تلتزم الشركة بتتصيب هذه الهيئة خلال السنة المالية التي تلي قبول أسهمها في البورصة⁹³⁰.

- يجب أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي تسبق طلب القبول، ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك⁹³¹.

- يجب على الشركة التي تطلب قيد سندات رأسمالها للتداول في السوق الرئيسية، أن توزع منها نسبة 20٪ من رأسمالها الإجتماعي يوم الإدراج على أبعد تقدير، نصت على هذا الشرط الفقرة الأولى من المادة 43 من نظام 97-03 و أكدت عليه المادة 07 من نظام اللجنة رقم 01-12⁹³².

أ2-شروط خاصة بالقيم المنقولة محل القبول: تتمثل الشروط الخاصة بالقيم المنقولة في ما يلي:

⁹²⁸- المادة 31 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق،.

مددّ المشرع الفرنسي المدة إلى 03 سنوات بالنسبة للكشوف المالية التي يجب المصادقة عليها، و التي تسبق طلب قبول قيمها المنقولة في البورصة. صلاح أمين أبو طالب، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص58.

⁹²⁹- يعد اشتراط إنجاز التقييم من طرف خبراء غير أعضاء في الشركة ضمانا للتقييم الصحيح عن حقيقة أصول الشركة.

⁹³⁰- المادة 1، 2/36 من نظام اللجنة رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق. لم يبيّن النظام العام للبورصة أثر عدم التزام الشركة بتنفيذ هذا الشرط في السنة الموالية لطلب القيد في البورصة.

⁹³¹- المادة 34 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

⁹³²- إن إعادة صياغة نفس مضمون المادة 43 من النظام رقم 97-03 في المادة 07 من نظام اللجنة رقم 01-12، ليس إلّا تأكيدا و إصرارا من المشرع على إبقاء هذا الشرط لقبول سندات رأسمال الشركة في البورصة.

- يجب أن لا يقل قيمة رأس مال الشركة التي تطلب قبول سندات رأسمالها للتداول في السوق الرئيسية، خمسة مائة مليون دينار جزائري (500.000.000 دج)⁹³³.

- يجب أن توزع سندات رأس المال الاجتماعي للشركة على جمهور يقدر ب 150 مساهم على الأقل، و ذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير⁹³⁴، بعدما كان النظام رقم 97-03 يلزم توزيع سندات رأس المال لشركة الاجتماعي الموزعة على الجمهور على 300 مساهم على الأقل، يملكون فرادي 5٪ من الرأس المال الاجتماعي و ذلك يوم الإدخال على أبعد تقدير⁹³⁵.

- يجب أن تكون سندات رأس المال الممثلة في الأسهم محل طلب القبول مدفوعة بالكامل⁹³⁶، فلا يتصور عرض المساهم أسهمها لبيعها في البورصة و هو مازال دائنا للشركة بمقدار ما لم يتم دفعه من قيمة الأسهم التي اشتراها.

ب- قبول السندات الممثلة لرأسمال المؤسسات الصغيرة و المتوسطة: عرفت الدولة الجزائرية سنة 1996 صدور دستور 26 نوفمبر 1996، الذي كرس مبدأ حرية الصناعة و التجارة⁹³⁷، حيث يعتبر أحد المبادئ التي أتى بها و الذي لم تعرفه المنظومة

⁹³³- المادة 07 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها 12-01 المعدلة للمادة 43 من نظام اللجنة رقم 97-03، مرجع سابق. كانت هذه الأخيرة تنص في فقرتها الأولى على ما يلي: "يجب على أي شركة تقدم طلب قبول سندات رأس المال في التداول في البورصة ما يأتي:

- أن لا تقل قيمة رأس مالها الذي تم وفائه عن مائة مليون دينار".

⁹³⁴- المادة 08 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 12-01 يعدل و يتم النظام رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

⁹³⁵- المادة 44 من نظام رقم 97-03 المعدلة بموجب المادة 08 من نظام اللجنة رقم 12-01، مرجع سابق. نتساءل لماذا قلّصت اللجنة من دائرة المساهمين في رأسمال الشركة التي تطلب القيد، كونه يؤدي إلى ظهور الإحتكارات لرؤوس أموالها في مستثمرين محددين، كما أنه يتنافى مع معايير اللجوء العلني التي يشترط فيه الإنتشار الموسّع حسب نص المادة 02 من نظام اللجنة رقم 96-02 يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، مرجع سابق.

⁹³⁶- المادة 33 من نظام اللجنة رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

⁹³⁷- المادة 43 من التعديل الدستوري رقم 16-01 مؤرخ في 06 مارس 2016، ج ر ج د ش عدد 14، صادر في 07 مارس 2016 (استدراك في ج ر ج د ش عدد 46، صادر في 03 أوت 2016).

القانونية الجزائرية من قبل⁹³⁸، أدى بالإنسحاب التدريجي للدولة من الحقل الإقتصادي فاسحة المجال للقطاع الخاص و الأجنبي كي يساهم في بناء الإقتصاد الوطني، باعتباره مطلبا أساسيا للبنك الدولي في إطار سياسة الخصوصية للدول الراغبة التعامل معها.

تمّ تحرير النشاطات العمومية و إزالة الإحتكارات ما سمح بتدخل القطاع الخاص، كرسّ المشرع ذلك بعدة قوانين مسّت مختلف القطاعات، نذكر منها القانون رقم 01-18 المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة⁹³⁹. عرفت المادة 04 من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة⁹⁴⁰، فوجدت هذه المؤسسات و الشركات نفسها ملزمة بمسايرة ديناميكية التطورات التي شهدتها الإقتصاد العالمي، بسبب التطور التكنولوجي المتسارع و دخول العالم نظام

⁹³⁸ - تميز الإقتصاد الجزائري بسيطرة الدولة و هيمنتها على جل النشاطات الإقتصادية، بمجرد خروج المستعمر الفرنسي بالرغم من استمرار العمل بالتشريع الفرنسي وفقا لقانون 31 ديسمبر 1962 إلّا في الأحكام المخالفة للسيادة و رفضت كل تدخل و مبادرة في عمليات بناء الإقتصاد الوطني. للتفصيل أنظر :

إقّولي ولد رابح صفية، "مبدأ حرية الصناعة و التجارة في القانون الجزائري"، المجلة النقدية للقانون و العلوم السياسية، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، عدد 02، 2006، ص 61.

⁹³⁹ - قانون رقم 01-18 مؤرخ في 12 ديسمبر 2001، يتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ج ر ج عدد 77، صادر في 15 ديسمبر 2001. (ملغى).

⁹⁴⁰ - ميز القانون رقم 01-18 المذكور أعلاه بين المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، و ذلك بالإعتماد على تحديد كل من عدد الأشخاص التي تشغلّها، و رقم أعمالها في المادتين 05 و 06 منه. اعتمد قانون رقم 17-02 مؤرخ في 10 جانفي سنة 2017 يتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ج ر ج عدد 02، صادر في 11 جانفي 2017، على نفس المعايير لتعريف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، يظهر ذلك من نص المادتين 08 و 09 من المرجع نفسه، إلّا أنه أضاف شرط آخر في الفقرة الأخيرة من المادة 05 منه، يتمثل في استيفائها لمعيار الإستقلالية الذي يعني امتلاك المؤسسة لرأس مالها بمقدار 25 بالمائة فما أكثر من قبل مؤسسة أو مجموع مؤسسات أخرى. وضع القانون الفرنسي ثلاث معايير لاعتبار المؤسسة صغيرة أو متوسطة شرط أن تستوفي على الأقل معيارين منها، و ذلك كما يلي:

« Les petites et moyennes entreprises sont celles qui, d'après leurs derniers comptes annuels ou consolidés publiés, présentent au moins deux des trois caractéristiques suivantes :

- a) Un nombre moyen de salariés inférieur à 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice ;
- b) Un total du bilan ne dépassant pas 43000.000 d'euros ;
- c) Un chiffre d'affaires net annuel ne dépassant pas 50.000.000 d'euros ;

Article 212-7-1 du règlement général du AMF modifié par l'arrêté du 14 Juin 2012,

www.legifrance.org

اقتصادي جديد، و ذلك بتوسيع استثماراتها و تنويع منتوجاتها من سلع و خدمات من أجل تحسين مردوديتها و خوضها مجال تنافسي مفتوح⁹⁴¹

كان ذلك عن طريق استفادتها من مزايا البورصة بعدما سمحت لها لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بإدراجها في البورصة بموجب النظام رقم 01-12 يعدل و يتم النظام رقم 97-03 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. تظهر شروط قيد السندات الممثلة لرأس المال الإجتماعي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في البورصة في المادة 09 من نظام اللجنة رقم 01-12 المذكور أعلاه و هي كما يلي:

- يجب أن تكون المؤسسة الصغيرة و المتوسطة ذات نظام شركة أسهم و تعيين مستشار مرافق لمدة خمس (05) سنوات، يشهد في البورصة بأنه قام بالإجراءات المعهودة إليه،⁹⁴².

- يجب أن يكون الراعي في البورصة المكلف بمساعدتها وسيطا معتمدا في عمليات البورصة

أو بنكا أو مؤسسة مالية أو شركة استشارة في المالية و القانون و استراتيجية المؤسسات، تتمتع بالتجربة الكافية في مجال هيكله الرأسمال و الإدماج و شراء المؤسسات.

- يجب أن تعترف اللجنة بالراعي المكلف بمساعدتها و مسجل لديها، تحدد الشروط و إجراءات التسجيل للشركة المرشحة لممارسة وظيفة الراعي بموجب تعليمات من اللجنة⁹⁴³، كما تلتزم الشركة بإبرام اتفاقية مع الراعي يتم إعدادها حسب النموذج الذي تحدده اللجنة لمدة أدناه سنتان

⁹⁴¹ - أكدت على هذه الإستراتيجية المواد 02، 15 و 16 من قانون رقم 02-17 مؤرخ في 10 جانفي سنة 2017 يتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مرجع سابق.

⁹⁴² - المادتين 46 و 1-46 من نظام اللجنة رقم 97-03 معدل و متمم بموجب النظام رقم 01-12 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

⁹⁴³ - المادة 2-46 من نظام اللجنة رقم 97-03 معدل و متمم بموجب النظام رقم 01-12 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

يتفق عليها الطرفان، و في حالة فسخ الإتفاقية تلتزم الشركة بتبليغ اللجنة و تعيين راعيا آخر⁹⁴⁴.

- يجب أن تكون الشركة قد نشرت كشوفها المالية المصادق عليها عن السنتين الماليتين الأخيرتين، ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك دون المساس بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تلجأ إلى الطلب العلني للإدخار⁹⁴⁵.

- يجب أن تفتح الشركة رأسمالها الإجتماعي على مستوى أدناه 10% و ذلك يوم الإدماج على أبعد تقدير، كما يجب أن يُوزع على عدد أدناه خمسون (50) مساهما أو ثلاثة مستثمرين مؤسساتيين و ذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير⁹⁴⁶.

أجازت اللجنة الشركة المقبولة تداول قيمها المنقولة في سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بنقل سنداتھا إلى السوق الرئيسية بمجرد حصول فيها التغيرات التالية:

- اثبات أن قيمة رأسمالها الذي تمّ الوفاء به لا يقل عن خمسمائة (500) مليون دينار.
- أن توزع سنداتھا على الجمهور على عدد أدناه مائة و خمسون (150) مساهما.
- أن توزع سنداتھا على الجمهور بنسبة 20% من رأسمالها الإجتماعي و ذلك يوم الإدراج⁹⁴⁷.

⁹⁴⁴ - المادة 3-46 من من نظام اللجنة رقم 03-97 معدل و متمم بموجب النظام رقم 01-12 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

⁹⁴⁵ - لا تطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد التأسيس من خلال الطلب العلني للإدخار. المادة 4-46 من المرجع نفسه.

⁹⁴⁶ - المادتين 5-46 و 6-46 على التوالي من نظام اللجنة رقم 03-97 المستحدثة بموجب المادة 09 من نظام اللجنة رقم 03-12 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

⁹⁴⁷ - المادة 7-46 من نظام اللجنة رقم 03-97 المعدل و متمم بموجب النظام رقم 01-12 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق. هي نفس الشروط الخاصة بقيد الشركة الكبرى سندات رأس مالها في البورصة، و كأن اللجنة تمنح الفرصة أو المهلة للشركات الصغيرة و المتوسطة لتطويرها و توسيع نشاطها إلى حين استفاؤها للشروط اللازمة لدخولها البورصة أي السوق الرسمية.

تعبّر هذه الشروط عن مرونة سوق قيد سندات رأسمال الشركات المتوسطة و الصغيرة بمقارنتها مع سوق قيد الشركات المساهمة الضخمة لسنداتهما في البورصة، التي تخضع لشروط صارمة، قد تكون هذه أحد التدابير التي قرّرها القانون لهدف مساعدتها و دعم ترقيتها التي نص عليها في المادة 01 من القانون رقم 01-18 المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ليتسنى لها مسايرة التطورات بتوسيع استثماراتها إلى أن تستوفي الشروط المتعلقة بقيد سنداتهما الممثلة لرأسمالها في السوق الرئيسية، خاصة أن مجال المنافسة مفتوح فمن لا قدرة تنافسية له يعود عليه حتما بالعواقب الوخيمة و الإنعكاسات السلبية التي تؤدي بها إلى الزوال.

تمثل سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة سوقا في الجدول الرسمي المشدّد نسبيا و السوق غير الرسمية المباحة بلا قيود⁹⁴⁸، نظام هذا السوق يجعل الشركة المقيدة فيها تستفيد من مزايا القيد في البورصة دون الخضوع لشروط قاسية⁹⁴⁹، ما يجعل السوق الثانوية حرة و أكثر تنافسية.

2- قبول سندات الدين الصادرة عن شركات المساهمة: نص نظام اللجنة رقم 01-12 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة في المادة 10 منه، على أنه ينشأ بعد المادة 46-7 من النظام رقم 03-97 قسم رابع عنوانه شروط قبول السندات في السوق، يتضمن المادتين 46-8 و 46-9 بعدما كان يحكم قبول سندات الدين في النظام رقم 03-97 مادتين قانونيتين فقط دون أن تميز في نوع سند الدين محل القبول في هذه السوق و لا في الجهة المصدرة له، أصبحت سوق سندات الدين بعد إصدار نظام اللجنة رقم 01-12 تشمل سندات الدين الصادرة عن شركات المساهمة و سندات الدين الصادرة عن الدولة و أحد الهيئات التابعة لها.

⁹⁴⁸ - استحدثها المشرع الفرنسي سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بموجب القرار الصادر في 03 جانفي 1983. للتفصيل أنظر: عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 260. ⁹⁴⁹ - EVARD Dominique, DELA BACHELERIE Vincent QUAGILA Julien, GASALI George, Second marché, Coll. Information financière, Paris, 1991, p.22.

حدد نظام اللجنة رقم 01-12 محل التداول في سوق سندات الدين في سندات الإستحقاق، السندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال و سندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات راس المال، كسندات الدين⁹⁵⁰. يشترط لقبولها للتداول في البورصة ما يلي:

- أن يكون سند الدين التي طلب بشأنها القيد مساويا على الأقل خمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج) و ذلك يوم الإدراج⁹⁵¹.

- يجب أن تكون سندات الدين التي يقدم بشأنها طلب قبول في التداول في البورصة موزعة على الأقل بين مائة (100) حائز و ذلك يوم إدراجها على أبعد تقدير⁹⁵².

ثانيا- قيد سندات الدين الصادرة من الدولة و الهيئات العمومية و عن الخزينة العمومية: نص المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة أن قبول سندات القرض التي تصدرها الدولة الجزائرية أو الجماعات المحلية يكون بقوة القانون في المفاوضات بشرط طلب مصدرها ذلك⁹⁵³، عامل المشرع سندات الدين الصادرة من الدولة أو أحد الجماعات المحلية معاملة خاصة، لا تخضع لشروط القيد التي اشترطتها اللجنة لسندات الدين الصادرة من شركات المساهمة⁹⁵⁴، ذهب إلى أبعد من ذلك حيث عامل حتى سندات القرض التي يصدرها أشخاص معنويون آخرون تضمنها الدولة أو جماعة محلية معاملة خاصة، لأنها تُقبل بقوة

⁹⁵⁰ - المادة 46-8 من نظام اللجنة رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، معدل و متمم بموجب النظام رقم 12-01، مرجع سابق. كان على المشرع أن يحذف العبارة الأخيرة من هذه المادة "... أو أي وصل يخول الحق في سندات رأس المال..."، لأن هذه العبارة تفيد كذلك الأوراق التجارية التي تعتبر دين على رأسمال الشركة المصدرة لها.

⁹⁵¹ - المادة 46-9 من المرجع نفسه. في ظل نظام اللجنة رقم 97-03 قبل التعديل كانت المادة 45 منه تشترط أن يكون سعر سندات الديون التي يُقدم بشأنها طلب قبولها في التداول في البورصة يساوي على الأقل مائة مليون دينار يوم الإدخال. نتساءل عن السعر الحقيقي لسندات الدين المشترط لقبول قيدها في البورصة، خاصة أن نظام اللجنة رقم 12-01 المعدل و المتمم للنظام رقم 97-03 لم يبلغ المادة 45 من النظام 97-03.

⁹⁵² - المادة 46 من المرجع نفسه. لا يعتبر عدم ذكره كشرط لقبول السندات للتداول في النظام رقم 12-01 استثناء اللجنة عنه، بما أنها لم تلغي المادة 46 من نظام اللجنة 97-03، إنما عمدت إلى اختصار و تفادى التكرار.

⁹⁵³ - المادة 1/44 من المرسوم التشريعي 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

⁹⁵⁴ - حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، 363.

القانون في المفاوضة، إذا طلب مصدرها أو ضامنها ذلك⁹⁵⁵.

لم تنص لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها على شروط قيد سندات الدين الصادرة من الدولة أو أحد الجماعات المحلية، لأنه يعفي العمل بالمادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 بما أنه لم يتم إلغائها، فلم تجد نفسها بحاجة إلى ذلك تفاديا للتكرار، حيث تشترط لقيد سندات الدين طلب ذلك من المصدر، إلا أن المادتين 45 و 46 من نظام اللجنة رقم 97-03 وضعت شروط لسندات الدين التي يُقدم بشأنها طلب قبول في التداول في البورصة.

تداركت اللجنة هذا التناقض بمناسبة تعديل النظام رقم 97-03 بموجب النظام رقم 01-12، نص في المادة 02 منه على تعديل المادة 16 من النظام رقم 97-03 التي صارت تنص على ما يلي: "باستثناء سندات الدين التي تصدرها الدولة و الجماعات المحلية و التي يتم إدراجها وفق الشروط المحددة في المادة 77 لهذا النظام، يجب أن يكون قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة موضوع طلب قبول اللجنة وإيداع مشروع مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة..."، ثم نصت المادة 14 من النظام نفسه على إدراج المادة 77-01 و غيرها بعد المادة 77 من النظام رقم 97-03، و التي تنص على ما يلي: "يتم قبول السندات الشبيهة للخزينة للتداول على مستوى بورصة الجزائر تلقائيا في قسم المعاملات بالجملة بطلب من وزير المالية"⁹⁵⁶.

لم توفّق اللجنة في هذه الإحالة لأن قيم الخزينة موقوفة على شرط طلب وزير المالية، يرى البعض من الفقه أنه لا يمكن وضع حد لهذا التناقض إلاّ عن طريق تعديل المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، و ذلك بحذف عبارة "يطلب من الوزير" و تعويضها بكلمة "تلقائيا"⁹⁵⁷.

⁹⁵⁵ - المادة 2/44 من المرجع نفسه. حذى المشرع الجزائري حذى المشرع الفرنسي الذي جعل قيد السندات التي تصدرها الدولة بقوة القانون في الجداول الرسمية، على أن يتم تداولها في بورصة باريس. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص96.

⁹⁵⁶ - حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص364

⁹⁵⁷ - المرجع نفسه.

الفرع الثاني

الإجراءات المعقدة لقبول القيم المنقولة في البورصة

تكون الأسواق المالية أكثر فعالية كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم الاستقرار الإقتصادي للدولة، و من أجل تحقيق الهدف المرجو منها سعت مختلف الدول إلى حماية اقتصادها الوطني بفرض إجراءات معقدة حدّتها سلطة السوق، كونها الأكثر دراية و مهنية في المجال البورصى لقيد القيم المنقولة في البورصة يلتزم بها مصدرها.

تتمثل مظاهر هذا التعقيد في الزامية تقديم طلب القبول للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (أولاً)، إذا ردّت اللجنة بالقبول على الطلب تلتزم الشركة المصدرة بإيداع مشروع مذكرة إعلامية للحصول على تأشيرة(ثانياً)، لتبرم اتفاقية التسجيل لدى شركة بورصة القيم المنقولة(ثالثاً) كونها تحتكر نشاط القيد بحكم تركيز سلطة الإدخال لديها المباشرة الإجراء الذي يتم بواسطته إدخال قيمها المنقولة في البورصة ليمّ التداول فيها(رابعا).

أولاً- الزامية الحصول على قبول لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها: تقوم الشركة التي ترغب في قيد قيمها المنقولة في البورصة بإيداع ملف لدى شركة إدارة بورصة القيم⁹⁵⁸، ملتزمة من اللجنة قبول قيد سندات في البورصة، يتضمن الوثائق التي حددتها اللجنة بموجب التعليم رقم 98-01⁹⁵⁹، يختلف مضمون ملف طلب القيم باختلاف القيم المنقولة محل طلب القبول تداولها في البورصة.

⁹⁵⁸ - المادة 22 / 3 من نظام اللجنة رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.
⁹⁵⁹ - تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 98-01، مؤرخ في 30 أبريل 1998، تتعلق بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة.

1-ضبط ملف طلب قبول سندات رأس المال: يتضمن طلب قبول السندات الممثلة لرأس المال الشركة الراغبة تداول أسهمها في البورصة طلب القبول وثائق قانونية، اقتصادية و محاسبية⁹⁶⁰ و وثائق أخرى نصت عليها تعليمة اللجنة رقم 98-01 في المادة 02 منها.

تتضمن هذه الوثائق معلومات خاصة بالشركة كنظامها الأساسي و كل المعلومات المتعلقة تسجيلها في السجل التجاري، رقم التحديد الضريبي لها⁹⁶¹، كل المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية محل القيد⁹⁶²، كيفية و مكان مسك الحسابات الخاصة بها، تقديم وصف عام عن نشاط الشركة و فرعها إذا أوجد لها و تعهد لاحترام الشركة لقواعد السوق⁹⁶³.

تلتزم الشركة بموجب تقديمها هذه الوثائق تبين مصدر رأسمالها و تطويره منذ نشأتها إلى غاية يوم تقديم الطلب لقبول تداولها في البورصة و هي كما يلي:

- كل العمليات التي قامت بها الشركة تتعلق برأس مالها في الثلاث(3) سنوات الأخيرة، التي سبقت قيد سنداتنا في البورصة⁹⁶⁴

- عدد الأسهم المعنية بالإدخال في البورصة

- لائحة تعرّف بالمساهمين المهنيين الذين يمتلكون نسبة تفوق 5٪ من الأسهم، عدد أسهمهم و قيمتها، وصف للحقوق و الإلتزامات اللصيقة بالأسهم محل الإدخال في البورصة.

⁹⁶⁰ - المادة 26 من نظام اللجنة رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.
⁹⁶¹ - Guide la bourse et opération boursière, Collection Guide plus, Alger, 1998, p.19.

⁹⁶² - ألزمت اللجنة الشركة التي ترغب في قيد سندات رأس مالها في البورصة تبين هذه المعلومات بموجب المادة 02 من تعليمتها رقم 98-01 التي تتعلق بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة.

⁹⁶³ - حمليل نواره، النظام العام لبورصة القيم المنقولة الجزائية، مرجع سابق، ص365.

⁹⁶⁴ - بالرغم من اختلاف المدة التي اشترطتها اللجنة المتمثلة في ثلاث(03) سنوات الأخيرة لنشاط الشركة مع دليل المستثمر لقبول القيم في البورصة الذي اشترط خمس(05) سنوات، إلا أن هذا لا يثير أي إشكال من الناحية القانونية لأن العبرة بما تقتضي به هذه الأخيرة، كون أحكامها تسمو على ما يرد في الدليل.

- تقارير توزيع الأرباح و المقادير المتحصل عليها لكل مساهم في الشركة⁹⁶⁵، وثائق اقتصادية و مالية تبين النشاطات الصناعية و التجارية التي تترجم الحالة المالية للشركة.

- تنظيم الشركة هيكلتها و إعادة هيكلتها إن حصلت و موقعها بين الشركات المنافسة لها⁹⁶⁶.

- الوضعية الجبائية للشركة مرفقة بملاحق تبين التصريحات الضريبية للسنوات الثلاثة التي تسبق تاريخ القيد.

2- ضبط ملف طلب قبول سندات الدين: يتضمن ملف طلب قيد سندات الدين في بورصة القيم المنقولة إضافة إلى الوثائق السابقة الذكر المتعلقة بالشركة، وثائق خاصة تقدم لشركة إدارة بورصة القيم المنقولة⁹⁶⁷ و هي كما يلي:

- عينة عن سند الدين المطلوب قيده.

- التاريخ المرخص به من مجلس إدارة الشركة المزمع إدخال السند في البورصة و بيان عدد سندات الدين السابق طرحها في السوق الأولية، قيمتها، تاريخ طرحها، تاريخ استحقاقها، و نسبة الفائدة المتحصل منها.

- بيان قيمة سندات الدين المطروحة و التي تمّ تسديدها، و نسبة الفائدة منها.

- تبين تاريخ استحقاق السندات المرغوب قيدها، كيفية تسديدها و مكانه.

- بيان يمثل الناتج الخام المتوقع الحصول عليه من عملية قيد السندات.

- نسخة من كل عقد قرض أبرمته الشركة، أو أي عقد آخر أبرمته الشركة يثبت حق مديونية عليها⁹⁶⁸.

⁹⁶⁵ - المادة 02 من تعليمات اللجنة رقم 01-98 تتعلق بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، مرجع سابق.

⁹⁶⁶ - لا يمكن للشركة أن تعرف موقعها بين الشركات المنافسة لها، حبذا لو تخضع اللجنة هذا التقييم لأحد خبراء المختصين بذلك، خاصة أن تقييم الشركة من أحد أعوانها لن يتسم بالموضوعية كونه ينتمي إليها و خاضع لها.

⁹⁶⁷ - حملي نواره، النظام العام لبورصة القيم المنقولة الجزائرية، مرجع سابق، ص368.

⁹⁶⁸ - المادة 06 من تعليمات اللجنة رقم 01-98 تتعلق بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، مرجع سابق.

- بيان يقدم إلى لجنة تسيير بورصة القيم المنقولة، يمثل حجم السندات المطروحة في السوق تقدمه الهيئات المحلية التي ترغب في قيد سندات الدين التي أصدرها.

ثانيا- الزامية إيداع مشروع مذكرة إعلامية: لا تكتفي اللجنة بطلب قبول القيم المنقولة في البورصة من الشركة المصدرة لها، بل تلزمها على قيد قيمتها في البورصة عن طريق إيداع مذكرة إعلامية.

1- التأشير على المذكرة الإعلامية: صلاحية اللجنة: تلتزم الشركة التي ترغب في قيد قيمها المنقولة بإيداع مذكرة إعلامية لدى اللجنة للتأشير عليها⁹⁶⁹، حرصا من اللجنة على نوعية الإعلام و ضمان منها لمصلحة المدخرين و السوق المالية بصفة عامة، فلها أن تطلب كل المعلومات و الوثائق المكملة كلما رأت غموضا في ما قدم لها⁹⁷⁰، و ذلك في مهلة الشهر الذي يلي استلام الطلب⁹⁷¹، تتحقق اللجنة من توفر المعلومات اللازمة بالمشروع و تأشّر عليها.

حصر المشرع الإلتزام بإيداع مذكرة إعلامية لدى اللجنة و التأشير عليها على الشركات دون أن تخضع له الدولة و الجماعات المحلية، عندما ترغب في قيد قيمها المنقولة في البورصة⁹⁷²، موقف نقلته اللجنة عن المشرع الفرنسي الذي يُعفي مؤسسات الدولة التي ترغب في التنازل عن قيمها المنقولة في البورصة من تقديم مشروع مذكرة إعلامية كونها إجراءات معقدة⁹⁷³، يرى البعض من الفقه أنّ خضوعها لشروط استثنائية لقيد قيمها المنقولة يعتبر بمثابة امتياز من

⁹⁶⁹ - المادة 16 من نظام اللجنة رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.

⁹⁷⁰ - المواد 35، 41 و 42 على التوالي من المرسوم التشريعي 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

⁹⁷¹ - المادة 3/22 من نظام اللجنة رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.

⁹⁷² - يتعارض نص المادة 16 من نظام اللجنة رقم 97-03 مع نص المادة 03 نظام رقم 96-02 التي جاءت كما يلي: "على كل شركة أو مؤسسة عمومية تقوم بإصدار قيما منقولة بالجوء العلني إلى الإذخار، وضع مذكرة ترمي إلى إعلام الجمهور، تتضمن هذه المذكرة العناصر الإعلامية التي من شأنها أن تمكن المستثمر من اتخاذ قراره عن دراية". أكدت على ذلك المادة 41 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

⁹⁷³ - JAFFEUX Corryne, Financement des entreprises, op.cit, p.136.

امتيازات السلطة العامة كونها من أشخاص القانون العام⁹⁷⁴، و يكون بذلك استثناء آخر لما نصت عليه أنظمة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها.

2- صدور قرار اللجنة و مدى إمكانية الطعن فيه: تصدر اللجنة قرارها بالقبول في أجل شهرين من تاريخ استلام الملف، بعد دراسة ملف طلب القبول و للمذكرة الإعلامية التي تؤثر عليها إذا كانت مستوفية للشروط القانونية و التنظيمية⁹⁷⁵، حددت اللجنة مدة صلاحية مقرر القبول في أربعة أشهر قابلة للتمديد بطلب من الشركة العارضة⁹⁷⁶، يمكن للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها أن ترفض طلب قبول تداول سندات في البورصة إذا رأت أن الطلب مخالف لمصلحة السوق و المدخرين، لذلك نتساءل عن مدى إمكانية الطعن في قرار الرفض لطلب القبول.

بالرجوع إلى مختلف النصوص القانونية و التنظيمية لبورصة القيم المنقولة، فلا وجود لنص يتضمن حق الشركة طالبة قبول سندات التداول في البورصة الطعن ضد قرار اللجنة المتضمن رفض طلب القبول، أو أنه قرار لا يقبل الطعن كونه صادر من الهيئة العليا للسوق المالية لأنها الأكثر دراية بتقنيات السوق المالية، بمقتضياته و مصالحه و مصالح المستثمرين نظرا لما توفره من مزايا للإقتصاد الوطني ككل.

إن قرار رفض قبول إدخال القيم المنقولة قرار إداري مثله مثل كل القرارات الإدارية يمكن الطعن فيه أمام مجلس الدولة⁹⁷⁷، كما أن المادة 161 من دستور الدولة الجزائرية التي تقضى

⁹⁷⁴ - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 96.

⁹⁷⁵ - المادة 42 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

منحت اللجنة سنة 2007 تأشيرة على طلب ENTP بمناسبة طلب قيد سندات دينها المقدرة ب أربع (04) ملايين دينار جزائري، يبلغ قيمة السند ب 10.000 دج تأشيرة رقم 02/07 بتاريخ 02 ديسمبر 2004. منحت تأشيرة أخرى في سنة 2006 تحت رقم 03/06 بتاريخ 01 جوان 2006. و لمؤسسة SEVITAL على طلب قيد سندات دين مقدرة بستة (06) ملايين دينار جزائري ، يبلغ السند الواحد 10.000 دج، منحت لها التأشيرة رقم 05-07 بتاريخ 21 ديسمبر 2007. أنظر الموقع: www.cosob.org

⁹⁷⁶ - المادة 22 من نظام اللجنة رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

⁹⁷⁷ - المادة 3/09 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة معدل و متمم بموجب القانون رقم 03-04، مرجع سابق.

على أنه "ينظر القضاء في الطعن في قرارات الساطات الإدارية"، خاصة أن الفقرة 03 من المادة 09 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل و المتمم خولت حق طالب الإعتماد الطعن ضد قرار اللجنة عند رفضها اعتماده، صف إلى ذلك أن لجنة تنظيم عمليات البورصة إدارة يسيرها أشخاص يمكن إغفال أحدهم دراسة وثيقة من ملف الشركة.

يرى بعض من الفقه خلاف ذلك أي عدم إمكانية الطعن ضد قرار رفض القبول و التزام الشركة بإعادة تقديم طلب القيد مجددا⁹⁷⁸، إلا أن هذا الإجراء قد تتخذه الشركة في حالة عدم رد اللجنة بتاتا على طلبها و هي نقطة أغفل المشرع البتّ فيها، يختلف الوضع عما فيه في القانون الفرنسي، الذي جعل قرار مجلس البورصات الفرنسية قابلا للطعن أمام محكمة استئناف باريس، بعدما كان غير جائز قبل تعديل 1988⁹⁷⁹.

ثالثا- إبرام اتفاقية التسجيل و نشر ما تم الإتفاق عليه: تلتزم الشركة التي حصلت على موافقة اللجنة على طلب قبول أسهمها بإيداع نسخة من طلب القبول، لدى شركة تنظيم بورصة القيم المنقولة عن طريق وسيط معتمد. تبرم الشركة اتفاقية التسجيل la convention d'inscription مع شركة تسيير البورصة⁹⁸⁰، نظمت هذه الإتفاقية بموجب قرار صادر من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 98-01⁹⁸¹، نص على نوعين من التسجيلات تتلقى بموجبها الشركة أتاوى

⁹⁷⁸ - حملي نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 371.

⁹⁷⁹ - نص القانون الفرنسي الصادر سنة 1988 أن إجراء الطعن حق مقرر لكل من:

- الشركة المعنية التي قدمت طلب القبول وذلك في مدة شهرين من إبلاغها.
- مندوب الحكومة في كل الأحوال خلال شهر من تاريخ صدور القرار.
- كل من له مصلحة خلال شهر من تاريخ نشر القرار في جريدة الإعلانات القانونية و المعارضات. نقلا عن: عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 112.

⁹⁸⁰ - حملي نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 371.

⁹⁸¹ - قرار صادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 98-01، مؤرخ في 30 مارس 1998، يتضمن ضبط إجراءات إدخال القيم المنقولة و المعلومات الواجب نشرها، معدل و متمم بموجب القرار رقم 99-05، مؤرخ في 22 جويلية 1999.

محددة بموجب القرار رقم 99-01⁹⁸²، لقاء تسجيل الشركات التي قبلت سنداتها للإدخال في البورصة، ثم تقوم بنشر ما اتفقت عليه في النشرة الرسمية للتسعيرة.

1- التسجيل لدى شركة إدارة البورصة: التسجيل نوعان، تسجيل أولي و تسجيل إضافي:

أ- **التسجيل الأولي:** يسمى تسجيلاً أولياً لأنه خاص بالشركات التي ترغب في إدخال قيمها المنقولة في البورصة لأول مرة مهما كان محل الإدخال، سواء كانت سندات رأس مال أو سندات دين. تتلقى شركة إدارة البورصة لقاء هذا التسجيل أتاوى محددة بموجب القرار رقم 99-09 الصادر عنها المتعلق بمصاريف التسجيل، يقدر بمبلغ 200.000 دينار جزائري بالنسبة للأسهم و 300.000 دينار جزائري بالنسبة لسندات الدين.

ب- **التسجيل الإضافي:** يخص هذا النوع من التسجيل الشركات التي قيّدت قيمها في البورصة من قبل، حددت مصاريف تسجيلها بنصف المبالغ التي سجلت فيها الشركة لأول مرة، و هي 10.000 دينار جزائري للأسهم و 150.000 دينار جزائري بالنسبة لسندات الدين⁹⁸³.

2- **النشرة الرسمية للتسعيرة:** تتولى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بعد إبرام اتفاقية التسجيل مع الشركة المصدرة للقيم محل القيد الممثلة بالوسيط المعتمد نشر ما توصلت إليه من اتفاق في النشرة الرسمية⁹⁸⁴، تتضمن بيانات حددتها المادة 2/51 من نظام اللجنة رقم 97-03 تمثل بصفة عامة كل التوضيحات الضرورية لإعلام الجمهور التي تمكنه من توضيح مضمون العملية

⁹⁸² - قرار صادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 99-09، مؤرخ في 22 جويلية 1999، يتعلق بمصاريف التسجيل.

⁹⁸³ - المادة 02 من المرجع نفسه. قد يكون الهدف من ذلك هو تشجيع الشركات لقيد سنداتها للتداول في البورصة بهدف خلق حركة مستمرة في البورصة، ما يؤدي إلى إنعاش الإقتصاد الوطني و تحقيق التنمية المرجوة من إنشاء البورصة. تلتزم الشركة بدفع مصاريف سنوية أخرى هي أتاوى إبقاء السندات الممثلة للقيم المنقولة محل الإدخال في البورصة في سجلات هذه الأخيرة، تتمثل في جزء ثابت قدره 500.000 دج، و جزء متغير قدره 10.000 دج عن كل أمر يُسجل في سجل شركة تسيير البورصة، تدفع هذه المصاريف عند نهاية كل سنة من الإتفاق. المادة 03 من المرجع نفسه.

⁹⁸⁴ - تنشر المذكرة الإعلامية المؤشر عليها في البيان الرسمي للإعلانات القانونية. في هذا الصدد نشرت المذكرة الإعلامية الصادرة من مؤسسة ERIAD SÉTIF بمناسبة زيادة رأس مالها النقدي باللجوء العلني للدخار في البيان الرسمي للإعلانات القانونية تحت رقم 61، بتاريخ 31 أكتوبر 1998.

المنجزة في البورصة، ليتخذوا قرار استثماره عن دراية بما يجري حوله من عمليات في السوق المالية، شرط أن يصدر الإعلان بأسبوعين على الأقل قبل التاريخ المقرر لأول تسعيرة⁹⁸⁵.

ينطبق هذا الإجراء على الشركات التي تقيد سندات لها لأول مرة لتداولها في البورصة، كما ينطبق على الشركات التي تملك سندات مسعرة في البورصة من قبل و عرضت سندات إضافية ليتم تداولها، إلا أن الإعلانات التي تقوم نشرها هذه الأخيرة تكون بصفة مختصرة عن سابقتها⁹⁸⁶. تهدف النشرة الرسمية للتسعيرة إلى تحقيق العلم الكافي للمستثمرين و انتشار المعلومات المالية لتحقيق الشفافية بين المستثمرين، لاتخاذ قراراتهم الإستثمارية بشأن اقتنائهم للسندات المالية محل التداول في البورصة عن دراية تامة بالعملية المزمع القيام بها⁹⁸⁷.

رابعا-تنوع إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة: يتحدد الإجراء المناسب الذي يتم بواسطة إدخال الأسهم في البورصة لتداولها بموجب الإتفاقية المبرمة بين الشركة العارضة لقيمها المنقولة الطالبة للقيد في البورصة و شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، يتم الإعلان عن الإجراء المتخذ في النشرة الرسمية للتسعيرة⁹⁸⁸.

تصنف إجراءات إدخال الشركة لقيد أسهمها للتداول في البورصة إلى ثلاث أصناف.

- إجراء العرض العمومي للبيع الذي يكون إما سعر ثابت أو سعر أدنى.

⁹⁸⁵ - المادة 3/51 من نظام اللجنة رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.

⁹⁸⁶ - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 2000-02 مؤرخ في 20 جانفي 2000، يتعلق بالمعلومات الواجب شرطها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، ج ر ج ج عدد 50، صادر في 16 أوت 2000.

⁹⁸⁷ - تلعب البيانات المنشورة دور كبير في تحريات سوق الأوراق المالية نظرا لما تتضمنه من عنصري الملائمة و الموثوقية. يقصد بالملائمة قدرة المعلومة في التأثير على اتخاذ قرار الإستثمار، أما الموثوقية فهي خاصية الورقة التي تقتضي الثقة بأن المعلومة خالية من التحيز و الخطأ لدرجة معقولة. للتفصيل في ذلك أنظر: رتاب سالم الخـمـوري و سعود بالقاسم، "أثر توقيت الإفصاح عن القوائم المالية على أسعار الأسهم وحجم التداول، دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة الأردنية"، المجلة الأردنية، إدارة الأعمال، مجلد 2، 2006، ص163.

⁹⁸⁸ - المادة 2/51 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

- الإجراء العادي.

- الإجراء العادي بسعر مرجعي إرشادي.

أ-إجراء العرض العمومي للبيع: إما بسعر ثابت أو بسعر أدنى: إجراء العرض العمومي للبيع هو الإجراء الذي يسمح لكل شخص معنوي بإعلام الجمهور يوم الإدخال بالتنازل عن قيمه المنقولة، مهما كانت طبيعتها سواء كانت سندات تمثل رأس مال الشركة أو سندات دين ، كلها أو جزء منها في البورصة سواء كان عن طريق إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت أو بحد أدنى⁹⁸⁹.

1-إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى: يقصد به وضع تحت تصرف الجمهور يوم إدخال القيم المنقولة إلى البورصة عدد معين من القيم المنقولة بسعر أدنى يقبل به المتدخلون التنازل عنها. يترك هذا الإجراء الحرية للسوق في تحديد سعر البيع، لذلك يتداخل مفهوم هذا الإجراء بالبيع بالمزايدة كونه يحدّد سعر أدنى للسند محل البيع و الشراء في البورصة من المتدخلين فيها، يتم الإنطلاق على أساسه و يترك للسوق تحديد السعر النهائي⁹⁹⁰، يهدف هذا الإجراء إلى الحصول على أعلى سعر⁹⁹¹.

يلعب إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى دور مزدوج، فمن جهة يخدم مصالح الشركات التي تعرض أسهمها للبيع، و من جهة أخرى يفرض وجود منافسة بين المستثمرين في

⁹⁸⁹ - تلجأ الشركة إلى إجراءات العرض العمومي للبيع، عند خوضها عالم البورصة لأول مرة بموجب التسعيرة الأولى. للتفصيل أنظر:

BENNEUX Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p.665.

⁹⁹⁰ - المادة 59 من نظام اللجنة رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.

⁹⁹¹ - يحدد البيان المعلن عن الإدخال طريق العرض العمومي للبيع بسعر أدنى، شروط تبليغ أوامر الشراء إلى "ش.إ.ب.ق" و كل المعلومات المتعلقة بالقيم المنقولة الموضوعة تحت تصرف الجمهور من قبل المتدخلين و عدد السندات و السعر الأدنى الذي يقبل به هؤلاء التنازل عنها، كفاءات توزيع السندات بين الأمرين، و كذا شروط الإدخال الخاصة إذا اقتضى الأمر ذلك. المادة 60 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

البورصة⁹⁹²، ما يخلق بورصة فعالة و نشيطة. لتحقيق الغرض العمومي للبيع بسعر أدنى، تقوم شركة إدارة بورصة القيم المنقولة بجمع أوامر الشراء المرسلّة إليها من طرف الوسطاء و تتولى عملية الفرز، لذلك لا تقبل الشركة إلاّ أوامر الشراء ذات السعر المحدد إذا حظي العرض بالاستجابة، فإن سعر الإدخال يكون موافقا لحد آخر أمر مدفوع لهذا السعر الوحيد⁹⁹³.

أ2- إجراء العرض العمومي بسعر ثابت: عرفت المادة 64 من نظام اللجنة رقم 97-03 إجراء العرض العمومي بسعر ثابت⁹⁹⁴، يتحقق بمفهوم هذه المادة عند توفر شرط واحد يتمثل في تحديد السعر سلفا من طرف المدخلين للسندات محل الإدخال للتداول في البورصة، لا يقبل التغيير لا بالزيادة و لا بالنقصان، على خلاف إجراء العرض العمومي بسعر أدنى حيث يمكن أن يكون أمر شراء السند أعلى من السعر الأدنى المحدد يوم الإدخال.

يحدد البلاغ المعلن عن الإدخال عن طريق العرض العمومي للبيع بسعر ثابت الذي تلتزم بوضعه ش.إ.ب.ق عند اختيار الشركة هذا الإجراء، شروط قبول و تبليغ الأوامر التي تقضي شراء السندات وعدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور من قبل المتدخلين و السعر القار المقترح لهذه السندات و كفايات توزيع السندات بين الأمرين، كذا عند الإقتضاء كل الشروط الخاصة بالإدخال⁹⁹⁵.

⁹⁹² - آيت منصور كمال، خصوصية المؤسسات العامة ذات الطابع الإقتصادي....، مرجع سابق، ص99.

⁹⁹³ - المادتين 61 و 62 على التوالي من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق. بذلك يتحدد سعر الإدخال بسعر آخر لأمر مدفوع. أنظر المادة 13 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 99-05 المعدل للقرار رقم 98-01، مرجع سابق.

⁹⁹⁴ - "إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت هو ذلك الإجراء المتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر قارّ محدد سلفا".

⁹⁹⁵ - المادة 65 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق. لجأت مؤسسة صيدال في إطار تنفيذ الخوصصة الجزئية عن طريق البورصة عند بيع أسهمها إلى إجراء البيع بسعر ثابت، فحددت سعر قار لأسهمها يقدر ب 800 دج للسهم الواحد.

Holding public chemie-pharmacie, Groupe SAIDAL, Notice d'information offre public de vente, 1999, p.06.

ب-الإجراء العادي: يُمكن الإجراء العادي شركة إدارة بورصة القيم من تسجيل قيمة في جدول الأسعار مباشرة للتداول عليها، ضمن شروط التسعيرة في السوق و ذلك ابتداء من سعر إدخال تصادق عليه الشركة على أساس شروط السوق، شرط أن يكون رأس مال الشركة المصدرة للسندات موزعا بين الجمهور بمقدار كاف⁹⁹⁶.

يستعمل هذا الإجراء لإدخال السندات للتداول في البورصة عندما يتعلق الأمر بالقيم المثيلة للسندات التي سبق تحديد سعرها، سندات الدين التي تصدرها الدولة و الجماعات المحلية أو شركات الأسهم⁹⁹⁷، كذلك القيم المثيلة للسندات التي سبق تسعيرتها بالنسبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي سبق توظيفها لدى المستثمرين المؤسسيين.

أدخلت هذه الأخيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها إثر تعديل و تنميط المادة 57 من النظام رقم 97-03 المذكور أعلاه، و هو أمر منطقي جدا بعدما سمحت لها اللجنة بقيد سندات في البورصة لإنعاش الإقتصاد الوطني و دفع عجلة التنمية، لكن نتساءل هل الإجراء العادي هو الإجراء الوحيد الذي بموجبه يمكن أن تقيد هذه المؤسسات الصغيرة المتوسطة قيمها المنقولة بالبورصة بما أن المادة 57 صريحة العبارة، أم أغفل المشرع إجراءات أخرى و المعلومات الواجب نشرها.

يوضح الإعلان الذي تنشره شركة إدارة بورصة القيم المنقولة عند إدخال الشركة قيمها في البورصة الإجراء المتبع، تاريخ أول تسعيرة و سعر الإدخال، مع العلم أن سعر الإدخال هو السعر المرجعي الذي يحدده المصدر إذا كانت السندات تقيد لأول مرة في البورصة، حسب المادة 10

⁹⁹⁶ - المادة 56 من نظام اللجنة رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.

⁹⁹⁷ - المادة 57 من نظام اللجنة رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.

Voir: Bourse d'Alger, op.cit, p.05. JAFFEUX Corryne, Bourse et financement des entreprises, op.cit, pp.143 et 144.

من قرار اللجنة رقم 98-01⁹⁹⁸، بالتالي فإن الأوامر المقبولة لشراء هذه السندات هي أوامر بسعر محدد⁹⁹⁹.

ج-الإجراء العادي بسعر مرجعي إرشادي¹⁰⁰⁰: يتمثل هذا الإجراء في طريقة إدخال السندات الشبيهة للخرينة لقبول تداولها في البورصة، الذي يكون بطريقة تلقائية في قسم المعاملات بالجملة بطلب من وزير المالية¹⁰⁰¹، بتدخل من الوسطاء في عمليات البورصة و المتخصصين في سندات الخرينة الذين يمكنهم التفاوض لحسابهم الخاص و/أو لحساب زبائنهم على مختلف السندات الشبيهة للخرينة المسجلة في بورصة الجزائر¹⁰⁰².

⁹⁹⁸ - قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 98-01، يتضمن إجراءات إدخال القيم المنقولة معدل و متمم، مرجع سابق.

⁹⁹⁹ - المادة 10 من القرار رقم 99-05 صادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في 22 جويلية 1999، يتضمن تعديل القرار رقم 98-01، يتعلق بضبط إجراءات إدخال القيم المنقولة و المعلومات الواجب نشرها.

¹⁰⁰⁰ - استحدثت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها هذا الإجراء بموجب نظام اللجنة رقم 12-01 يعدل و يتم النظام رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام للبورصة، نظمته في المواد من 77-1 إلى 77-6 منه.

¹⁰⁰¹ - المادة 77-1 من نظام اللجنة رقم 97-03 المستحدثة بالمادة 14 من نظام اللجنة رقم 12-01 يتعلق بالنظام العام للبورصة، مرجع سابق.

¹⁰⁰² - يتم تداول السندات الشبيهة للخرينة وفقا لهذا الإجراء فحسب، خلال خمسة(5) أيام العمل في الأسبوع، تدرج في البورصة و يكون السعر المرجعي هو السعر المتوسط المعتدل، الذي جرى ضبطه خلال جلسة المزايدة في السوق الأولية، يتم نشره على سبيل البيان في النشرة الرسمية. المادتين 77-3 و 77-4 على التوالي من نظام اللجنة رقم 97-03 معدل و متمم المستحدثتين بموجب النظام رقم 12-01 يتعلق بالنظام العام للبورصة، مرجع سابق.

المطلب الثاني

إبرام عقود تداول القيم المنقولة في البورصة

تؤثر أسواق الأوراق المالية على النشاط الإقتصادي من خلال خلقه للسيولة النقدية¹⁰⁰³ التي يحصل عليها المستثمر في القيم المنقولة، من جراء بيعها في البورصة متى رغب المستثمر في ذلك، فيعدّ الإستثمار فيها أحسن الإستثمارات بالرغم من تردّد المستثمرين التخلي عن السيطرة على مدخراتهم خوفاً منهم المخاطرة¹⁰⁰⁴.

يعد الأثر المباشر لقيد القيم المنقولة في أحد قسائم جداول الأسعار البورصة خضوعها لشكليات معيّنة لتداولها، لأن تأمين سلامة المعاملات في البورصة يقتضي تخصيص تداولها و تنفيذ العمليات المنصّبة عليها بأحكام خاصة، و هو ما يتجلى في منح القوانين و الأنظمة لشركة البورصة وحدها الحق في احتكار إبرام المعاملات الواردة على القيم المنقولة.

بعد قبول السندات في البورصة للتداول فيها و إبرام اتفاقية التسجيل مع شركة تسيير البورصة، يتم تحديد إجراء الإدخال إليها ليتم بعده إبرام عقود لتداولها¹⁰⁰⁵، تُنظم حصص لتداولها (فرع أول)، لتتم بعد ذلك عمليات التسوية على القيم المنقولة بيعاً أو شراء (فرع ثان).

¹⁰⁰³ - روس ليفين، "أسواق الأوراق المالية دفعة للنمو الإقتصادي"، مجلة التمويل و التنمية، صادرة عن صندوق النقد الدولي و البنك الدولي للإنشاء و التعمير، مارس 1996، ص 07.

¹⁰⁰⁴ - للتفصيل عن مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية و إدارتها. أنظر: برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر و التوزيع، القاهرة، 2000، ص 38 و ما يليها. و ضمان البنوك لسندات شركات القطاع الخاص، تعليق صادر في النشرة الإقتصادية للبنك الأهلي المصري، مجلد 52، عدد 02، القاهرة، ص 05.

¹⁰⁰⁵ - يمكن أن يتمّ تداول سندات مسعرة خارج البورصة وفقاً لأحكام النظام رقم 04-02، مؤرخ في 10 نوفمبر 2004، يتعلق بشروط التداول خارج البورصة للسندات المسعرة في البورصة، ج ر ج عدد 22، صادر في 27 مارس 2005.

الفرع الأول

تنظيم شركة تسيير البورصة لحصص التداول

تعتبر إجراءات التداول في تلك العملية التي تتم قبل أن يلتقي الإيجاب و القبول في البورصة، و تنتهي بانتهاء هذا الإلتقاء¹⁰⁰⁶، فهي إجراءات إنشائية لعملية بيع القيم المنقولة تفرضها مختلف القوانين و الأنظمة التي يخضع لها تنظيم البورصة و سير عملها، على كل شخص يودّ التصرف في القيم المنقولة التي يمتلكها أو يرغب في اقتناء قيم أخرى مسعرة بالبورصة، و التي من بينها ضرورة المرور عبر الأشخاص الذين خولت لهم هذه القوانين و الأنظمة حق الإستئثار بالتوسط في إبرام عمليات تداولها.

يفتح الوسطاء حسابات دفترية لكل زبائنهم يتلقى بموجبها أوامرهم بيعا أو شراء في القيم المنقولة، يقوم بجمعها و نقلها (أولا) إلى شركة تسيير بورصة القيم لتنفيذها بعد إحداث مواجهة بين مختلف الأوامر التي تلقاها، لتقوم الشركة بعد ذلك بتسجيرها (ثانيا)، وفقا لنمط التسعيرة المعتمد عليه في البورصة، و ذلك بشكل يحقق التوازن و الإستقرار في السوق بين المتعاملين فيها على حد سواء.

أولا- جمع الوسطاء لأوامر زبائنهم: يعتبر توجيه الأمر من الأمر بالسحب¹⁰⁰⁷ إلى الوسيط المالي الحلقة الأولى في سلسلة و إجراءات عملية تداول القيم المنقولة، الذي يقوم على اليتين أساسيتين هما الأوامر و الأسعار، فهما فكرتين مترابطتين لا يمكن الفصل بينهما¹⁰⁰⁸، كترابط سوق إصدار القيم المنقولة بعمليتي توظيفها و الإكتتاب فيها.

¹⁰⁰⁶ - الضبع أشرف، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007، ص165.

¹⁰⁰⁷ - لم تُعرّف أنظمة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها الجزائرية الأمر بالسحب، على خلاف القانون المنظم لبورصة القيم المنقولة المغربي الذي نص في المادة 06 منه على ما يلي: "يراد بالأمر بالسحب كل شخص طبيعي أو معنوي يصدر إلى إحدى شركات البورصة أمرا بشراء أو بيع قيم منقولة". نقلا عن زكريا العماري، "تداول القيم المنقولة في البورصة"، المجلة المغربية لقانون الأعمال و المقاولات، عدد 16، ماي 2009، ص79.

عرف الفقه الأمر بالسحب في كونه "كل مستثمر سواء كان شخصا طبيعيا أو معنويا يكون مالكا أو حاملا للقيم المنقولة أو يرغب في شراءها". أنظر: عمر العسري، دليل بورصة القيم المنقولة، مطبعة فضالة، الدار البيضاء، 2000، ص33.

¹⁰⁰⁸ - هوداف بهية، النظام القانوني لتداول القيم المنقولة (في البورصة)، مذكرة لنيل درجة الماجستير، فرع قانون الأعمال كلية الحقوق ، جامعة الجزائر 1، بن عكنون، ص55.

1- التعريف بأوامر البورصة: وردت تعاريف مختلفة من الفقه لأوامر البورصة حيث ركز كل فريق في تعريفه على تكييفه لها، فهناك من عرفها على أساس كونها تفويض و ذلك كما يلي: "أوامر البورصة هي التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي بغرض بيع أو شراء الأوراق المالية و المنتجات المالية المتداولة"¹⁰⁰⁹، فريق آخر عرفها على أساس كونها توكيل من العميل فجاء تعريفهم لها كما يلي: "أوامر البورصة هي التوكيل الذي يعطيه عميل ما إلى أحد الوسطاء المعتمدين في البورصة لبيع أو شراء الأوراق المالية"¹⁰¹⁰.

لم يورد القانون البورصي الجزائري تعريفا لأوامر البورصة في مختلف المراسيم التشريعية وكذلك القوانين الصادرة في هذا الشأن باستثناء تعريف المادة 89 من النظام الصادر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، أوامر البورصة كما يلي: "أمر البورصة هي تعليمة يقدمها زبون إلى الوسيط في عمليات البورصة أو يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل".

2- شكية إصدار أوامر البورصة: لم يفرض المشرع و لا أنظمة اللجنة كونها أعلى هرم السوق المالية الجزائرية شكية معينة يلتزم بها مصدر الأمر و يتقيد بها عند إصداره أمر للوسيط المالي، من أجل التداول بالبيع أو بالشراء للقيم المدرجة في البورصة، إنما ترك له حرية اختيار الطريقة التي يراها مناسبة لتبليغ مضمون الأمر. بمعنى آخر فإنه يجوز للزبون الأمر أن يقوم بتبليغ الوسيط إما عن طريق محرر مكتوب أو برفقية أو فاكس أو الهاتف أو عن طريق البريد الإلكتروني، شرط تأكيد الأمر إرسال الأمر في حالة إعطائه بواسطة الهاتف كتابيا، حفاظا على حقوق الطرفين¹⁰¹¹.

¹⁰⁰⁹ - جبار محفوظ، تنظيم و إدارة البورصة، دار هومه، 2002، ص76.

¹⁰¹⁰ - شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، مرجع سابق، ص47. و الجودي ساطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الإستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، مرجع سابق، ص65.

عرفه القاموس القانوني فرنسي عربي أمر البورصة في حدود نفس المعنى و ذلك كما يلي: "أمر البورصة هو توكيل من العميل إلى السمسار في البورصة لأجل شراء أو بيع قيم مصفقية". أحمد زكي بدوي محمد و إبراهيم نجار - القاموس القانوني فرنسي - عربي، مكتبة لبنان، بيروت، 2006، ص209.

¹⁰¹¹ - المادة 2/97 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام للبورصة، مرجع سابق. في حدود إثبات مضمون الأمر يلتزم الوسيط في عمليات البورصة، بتسجيل بشأن كل أمر مرسل إليه من الزبون تاريخ و ساعة الإستلام بمجرد استلامه. المادة 98 من المرجع نفسه.

يظهر من هذا تأثر المشرع الجزائري بما جاء به القضاء الفرنسي في تخويل الأمر حرية اختيار الوسيلة المناسبة لإعطاء الأمر بموجب قرار صدر عن محكمة ليون الفرنسية بتاريخ 03 مارس 1985¹⁰¹²، خاصة أن العمليات التي تقع على القيم المنقولة تتسم بالسرعة و العجلة ما يسمح بإصدار تعليمات شفوية من قبل الزبون، يتلقاها الوسيط و يحولها إلى منفذي العمليات في شكل كتابي¹⁰¹³، و في كل الأحوال يجب أن يتضمن أمر البورصة البيانات التالية:

- بيان اتجاه العملية (شراء أو بيع).
 - تعيين قيمة الورقة المالية محل التداول و خصائصها.
 - عدد السندات المرغوب التعامل بها.
 - مدة صلاحية الأمر.
 - مراجع صاحب الأوامر و بصفة عامة كل البيانات اللازمة لحسن تنفيذ العملية موضوع عملية التداول¹⁰¹⁴.
- يتم ارسال أوامر البورصة من الأمر إلى الوسيط في عمليات البورصة بأية وسيلة و وفق الشروط المحددة بين الزبون و وسيطه في عمليات البورصة في اتفاقية الحساب الموقعة بين الطرفين عند فتح حساب السندات¹⁰¹⁵، و في حالة ارساله كتابيا يجب أن يكتب هذا المحرر طبقا لنموذج الأمر المعتمد من اللجنة و المستعمل من طرف الوسيط ، و يوقع من قبل الأمر.

¹⁰¹² - نقلا عن زكرياء العماري، "تداول القيم المنقولة في البورصة"، مرجع سابق، ص 81.

¹⁰¹³ - من أجل تسهيل عملية إثبات مضمون الأمر في حالة وقوع نزاع بين العميل و الوسيط حول مضمون الأمر الصادر من الزبون، أوجب المشرع المغربي على شركات البورصة عند تلقيها لأوامر البورصة عن طريق الهاتف الاحتفاظ بتسجيل صوتي لها، يوضع عليه طابع التاريخ و الساعة فور تسلمها. المرجع نفسه، ص 82.

¹⁰¹⁴ - المادة 92 من نظام اللجنة رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

¹⁰¹⁵ - المادة 96 من المرجع نفسه.

3- تعدد أوامر البورصة: تنقسم أوامر البورصة إلى خمسة أقسام كل حسب الزاوية التي ينظر إليها لأمر البورصة و هي كما يلي:

أ-الأوامر المحددة لصاحب الأمر: تنقسم إلى قسمين هي أوامر الزبون و أوامر غير الزبون.

أ1-أوامر الزبون: هي الأوامر التي يتلقاها الوسيط من قبل زبائنه، فيسهر بذلك على ضمان حسن تنفيذها لحسابهم وفقا لتعليماتهم¹⁰¹⁶.

أ2- أوامر غير الزبون: تتمثل هذه الأوامر في تلك التعليمات التي يقدمها الوسيط اتجاه شركة تسير بورصة القيم باسمه و لحسابه الخاص، يطلق عليها تسمية "حساب مهني" كونه يصدره في إطار ممارسته لمهنة الوساطة¹⁰¹⁷، يطلق عليها المشرع الجزائري تسمية العمليات ذات مقابل¹⁰¹⁸.

ب-الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: تتمثل في عدة أنواع نذكرها في ما يلي:

ب1- الأوامر لسعر السوق **Ordre aux prix du marché**: يطلب الزبون المستثمر بموجب الأوامر بسعر السوق من الوسيط تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة¹⁰¹⁹، تقتضي هذه الأوامر أن يظهر الوسيط مهارته و كفاءته لتنفيذ الأمر بأفضل سعر يمكن أن يجري عليه

¹⁰¹⁶- « Un ordre de client est un ordre placé pour une tierce partie un IOB, pour fin de transactions en bourse ».

MANSOURI R, RAAF S, « La cotation des titres en bourse », Intervention l'ors d'une conférence journée de conseil. La bourse de réelles perspectives pour l'entreprise tenue au grand hôtel Mercure, Alger, 22 Novembre 2000.

DEFOSSE Gaston, BALLEY Pierre, La bourse des valeurs, Collection que sais- je ? Edition Bouchene, Paris, 1990, p.28.

أدرج المشرع الفرنسي أربعة أنواع من أوامر الزبون و هي: الأوامر (A)،(B)،(C) و (D). للتفصيل أنظر: آيت منصور كمال خوصصة المؤسسات العامة ذات الطابع الإقتصادي...، مرجع سابق، ص108.

¹⁰¹⁷- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص377. و أنظر كذلك:

Info bourse, La négociation en bourse, caractéristiques et règles de fonctionnement, Document édité par la SGBV, N° 3, Décembre 2008, p.33

أنظر المادة 29 من قرار اللجنة رقم 98-02 المتعلق بقبول القيم المنقولة بالبورصة، مرجع سابق.

¹⁰¹⁸- المادة 89 من نظام اللجنة رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

¹⁰¹⁹- Info bourse, La négociation en bourse, op.cit, p.33.

التعامل و نظرا لكون الأمر لا يتضمن سعرا معينا فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة¹⁰²⁰ لذلك يطلق عليها *ordre immediate*، من أهم مزايا هذه الأوامر السرعة و ضمان التنفيذ¹⁰²¹، نص عليها نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-97 في الفقرة 02 من المادة 93 منه¹⁰²².

ب2-الأوامر بسعر محدد *Ordres limités*: هي الأوامر التي يحدد بمقتضاه المستثمر السعر الأقصى الذي يقبل دفعه لشراء السندات أو السعر الذي بموجبه يقبل التنازل عن السندات¹⁰²³.

في هذا النوع من الأوامر يحدّد الزبون بصورة جلية العناصر الرئيسية و بصورة واضحة الصفقة المراد إبرامها من حيث السعر، الكمية المراد التعامل فيها، النوع و المدة التي يجب التنفيذ خلالها¹⁰²⁴، فلا يترك للوسيط فرصة للتشكيك في بيان معين، كونه يحدد فيه المشتري السعر الأقصى الذي يكون مستعدا لدفعه، كما يقوم البائع بتحديد السعر الأدنى الذي يقبل به للتنازل عن سندات أو أسهمه محل التداول بالبيع¹⁰²⁵.

¹⁰²⁰ - عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص377.

¹⁰²¹ - تعتبر هذه الأوامر أسهل تنفيذاً إلا أنه يعاب عليها احتمال تعرض المستثمر لخسارة كبيرة، إذا تغيرت الأسعار بصورة مفاجئة غير ما كان متوقعا. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص126. و عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص379. للتفصيل عن عيوب أوامر السوق أنظر:

نصر علي طاحون، إدارة محافظ الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2003، ص108.

¹⁰²² - "في التسعيرة المتواصلة لا يتضمن الأمر "بسر السوق" أية إشارة إلى السعر، ويقع تنفيذه تبعا للأوامر الموجودة في السوق".

¹⁰²³ - المادة 4/93 من نظام نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-97 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

¹⁰²⁴ - صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص330.

¹⁰²⁵ - تتجلى المزايا الرئيسية لهذا الشكل من أوامر التداول كونه يحمي المتعاملين به من المخاطر التي تترتب عن تقلبات الأسعار التي قد تطرأ في السوق. للتفصيل أنظر: زكريا العماري، "تداول القيم المنقولة في البورصة"، مرجع سابق، ص82. أما عن عيوبه فإن العميل لا يضمن تنفيذ الأمر إلا إذا تطابقت أسعار السوق في السعر المحدد في الأمر. للتفصيل أنظر: نصر علي طاحون، إدارة محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، ص109.

و هندي منير إبراهيم، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص96.

ب3-الأوامر لأفضل سعر **Ordres au mieux**: يقع التنفيذ حسب هذه الأوامر بأحسن ما تسمح به إمكانيات السوق، يطلق على هذا النوع من الأوامر تسمية "الأوامر بأي ثمن" ¹⁰²⁶.

ب4-أوامر الإيقاف **Ordres stop**: هي تلك الأوامر التي لا تُنفَّذ إلا إذا بلغ سعر السندات المالية مستوى معين أو تعدها ¹⁰²⁷.

ج-الأوامر المحددة لآجال التنفيذ: تتضمن هذه الأوامر بيان مواعيد تنفيذها و مدة صلاحيتها حيث يكون فيها الزمن هو المعيار الأساسي، و هي كما يلي:

ج1- أمر اليوم **Ordre du jour**: هي أوامر قابلة للتنفيذ أثناء اجتماع البورصة الموالية لإرساله من الزبون إلى الوسيط في عمليات البورصة ¹⁰²⁸.

ج2- أمر للتنفيذ **Ordre à exécution**: هو أمر لا يتضمن أي حد لصلاحيته، تحدد مدة تقديمه إلى السوق بثلاث أسابيع ¹⁰²⁹.

ج3-أمر لمدة محددة **Ordre à durée limitée**: هو الأمر الذي يصدره الزبون و يقوم فيه بتحديد مدة زمنية ليكون خلالها الأمر قابلا للتنفيذ، شرط أن لا تتجاوز مدة التنفيذ ثلاثين (30) يوما إلى غاية اجتماع البورصة ¹⁰³⁰.

¹⁰²⁶ - المادة 93 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-97 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

¹⁰²⁷ - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة ...، مرجع سابق، ص 512 و 513.

¹⁰²⁸ - المادة 3/94 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-97، مرجع سابق. تجرى حصص التداول في بورصة الجزائر كل يوم اثنين و أربعاء و ذلك حسب المادة 2/ب من قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 02-98 المعدل و المتمم بالقرار رقم 02/99 المتضمن تسيير حصص التداول. فعلى الوسيط الذي تلقى أمرا متضمنا عبارة "أمر البورصة" أن ينفذ هذا الأمر سواء تلقاه يوم الأربعاء الذي يلي غلق حصة التداول السابقة أو يوم الأحد الذي يسبق حصة التسعيرة ليوم واحد. للتفصيل عن الأوامر المحددة بيوم واحد أنظر: عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 386.

¹⁰²⁹ - المادة 4/94 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-97، مرجع سابق.

¹⁰³⁰ - المادة 5/94 من المرجع نفسه.

ج4-الأمر الملغى **Ordre à révocation**: هو الأمر الذي تدوم صلاحياته إلى غاية آخر حصّة للتسعيرة للشهر الذي يرسل خلاله الأمر إلى الوسيط¹⁰³¹.

د-الأوامر المحددة لكمية الأوراق المتداولة: تنقسم هذه الأوامر إلى أربعة أقسام، تختلف أنواعها باختلاف الكمية المرغوب التفاوض عليها بيعا و شراء.

د1-أمر الكل أو اللاشيء **Ordre tous ou rien**: هي تلك الأوامر التي لا يمكن أن تنفذ جزئيا، تنفذ عن طريق البحث عن الطرف الآخر الذي يبحث عن نفس العدد أو أكثر من الأوراق المالية¹⁰³².

د2-أمر بدون شرط الكمية: هو الأمر الذي بمقتضاها تحلّل كمية السندات كأقصى كمية¹⁰³³، يعنى أن الزبون في هذه الأوامر لا يشترط فيه الإستجابة الكلية لأمره¹⁰³⁴.

هـ-الأوامر من حيث مرونتها: تتمثل أوامر البورصة من حيث مرونتها في ما يلي:

هـ1-الأمر المشروط: هو الأمر الذي يطلب فيه الزبون من الوسيط إجراء عملية بيع أو شراء لأوراق مالية معينة و محددة إذا تمكّن من بيع أو شراء أوراق مالية أخرى، يُستعمل هذا النوع من الأوامر عند إدارة محفظة العمل المالية بهدف إحداث فيها نوع من الموازنة، يطلق عليها تسمية الأوامر المرتبطة¹⁰³⁵.

¹⁰³¹ - المادة 94 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-97، مرجع سابق. للتفصيل أنظر: MERVILLE Anne Dominique, Droit des marchés financiers, op.cit, p.33.

¹⁰³² -المادة 95 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-97 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

¹⁰³³ -المادة 2/95 من نظام اللجنة رقم 03-97 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

¹⁰³⁴ - إذا طلب العميل من الوسيط شراء كمية معينة من السندات بسعر معين يلتزم هذا الأخير بالبحث عن أمر بيع بنفس البيانات ليبرم الصفقة، و في حالة عدم تمكنه من إيجاد أمر بيع يطابقه يلتزم بتنفيذ الأمر بشراء أكبر كمية ممكنة لتلك السندات التي طلبها الزبون. للتفصيل أنظر: حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص385.

¹⁰³⁵ - كأن يصدر العميل أمر للوسيط بشراء 100 سهم من شركة الرياض سطيف مؤسسة الصناعات الغذائية، إذا تمّ تنفيذه لأمر بيع أسهمه الأخرى في شركة سوناطراك مثلا. تسمى هذه الأوامر أوامر مشروطة كون تنفيذ أمر الزبون معلق

هـ2- الأمر البديل: هو الأمر الذي يخير فيه العميل الوسيط في تنفيذ صفقة واحدة من صفقتين معروضتين في نفس الأمر، إما بيعاً أو شراء بالتالي يمكن أن ينفذ أحدهما ويلغي الأخرى¹⁰³⁶.

هـ3- الأمر المتدرج: هي تلك الأوامر التي يطلب فيها الزبون أن تنفذ الصفقة بنظام تدريجي بيعاً و شراء¹⁰³⁷.

هذه هي أهم أصناف الأوامر المعروفة التعامل بها وسط الأسواق المالية، إلا أنه لا يعني نفي وجود أصناف أخرى في التشريعات المقارنة، نظراً لتطورها و استعمالها لأساليب حديثة¹⁰³⁸.

ثانياً- تسعير القيم المنقولة في البورصة: إن الدور الأساسي لأي سوق مالي هو تحديد السعر¹⁰³⁹، و هو أهم ما يشغل المتعاملين في البورصة كونه مرآة عاكسة لها، لأنه من خلاله يتم تحديد القيمة الفعلية للأصول المالية المتداولة فيها.

1- تعريف أسعار القيم المنقولة في البورصة: حضي السعر باهتمام بعض الفقهاء و أوردت بشأنه عدة تعاريف منها: "القيمة التي يبلغها السند أثناء إحدى جلسات البورصة و الذي يسجل بعد

بشروط تنفيذ أمر آخر يتعلق بعملية أخرى صادرة من نفس الزبون. صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص346.

¹⁰³⁶- صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص346.

¹⁰³⁷- كأن يطلب الزبون مثلاً من الوسيط بيع 1000 سهم يمتلكها، على أن يكون بيع 500 سهم بسعر 1000 دينار جزائري و 300 سهم بسعر 900 دينار جزائري و 200 سهم بسعر 600 دينار جزائري.

¹⁰³⁸- نذكر منها الأوامر من حيث كيفية الدفع التي تنقسم إلى نوعين: أمر مستحق الدفع الفوري تنفذ في السوق العاجلة و أوامر مستحقة الدفع الشهري يتم الوفاء بقيمة العملية في آخر حصة تداول لنفس الشهر، الذي تتم فيه العملية. أنظر:

PIZARD Alice, Droit des marchés monétaires, op.cit, p.121.

و الأوامر التقديرية، أوامر الإيقاف المحددة، الأوامر الخاصة و غيرها. للتفصيل أنظر: عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص374 و 375. : نصر علي طاحون، إدارة محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، ص109.

¹⁰³⁹- على أساس السعر تحدد علاقة الأرباح المحاسبية و العوائد السوقية للأسهم و السندات. للتفصيل أنظر: معاذ بسام عبد القادر، مأمون محمد الدبعي و فوزي عبد الرحيم عزابية، "العلاقة بين الأرباح و عوائد الأسهم في الأجل الطويل: إعادة و إضافة"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، مجلد 04، عدد 01، 2008، ص26.

انتهاءها في لوح التسعيرة¹⁰⁴⁰. عرفه البعض الآخر كذلك كونه "الأساس المستخدم في تقدير المكاسب و الخسائر الرأسمالية عند بيع ورقة مالية"¹⁰⁴¹. يعرف السعر في بورصة الجزائر بأنه "ما ينتج عن مواجهة أوامر البيع بأوامر الشراء"¹⁰⁴² كما عرفته أيضا كونه "تأنيج المفاوضات في البورصة لذلك اليوم"¹⁰⁴³.

2- إختلاف أنظمة التسعيرة في البورصة: خولت المادة 78 من النظام رقم 97-03 مهمة تحديد رزنامة اجتماعات التسعيرة للسنة المدنية لشركة تسيير بورصة القيم، قامت بتحديد أيام عملها من الأحد إلى الخميس إلا أن حصص التداول فيها تجري يومي الإثنين و الأربعاء من كل أسبوع¹⁰⁴⁴، و إذا صادف يوم التداول يوم عطلة تؤجل إلى الحصة الموالية¹⁰⁴⁵. حددت المادة الثانية من قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 99-06¹⁰⁴⁶، ساعة بداية

¹⁰⁴⁰ - شمعون شمعون، البورصة، مرجع سابق، ص45.

¹⁰⁴¹ - مصطفى عبد الواحد سيد، مترجم سوق الأسهم، (د. د. ن)، دبي، 2009، ص09.

¹⁰⁴² - تنص المادة 82 من نظام اللجنة رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، على ما يلي: " إن تحديد الأسعار هو نتيجة مواجهة أوامر الشراء و البيع المقدمة من طرف (و.ع.ب) على السند المستعمل للتسعير وذلك أثناء اجتماع التسعيرة، تحت رقابة شركة (إ.ب.ق)". نجد المعنى نفسه في البورصات الفرنسية. نقلا عن:

DEFOSSÉ Guston, BALLEY Pierre, La bourse des valeurs, op.cit, p.38.

¹⁰⁴³ - تنص المادة 88 من نظام اللجنة رقم 97-03 على ما يلي: " تتضمن النشرة الرسمية لجدول التسعيرة كشفا يوميا ترد فيه المعلومات المتعلقة بسعر تداول كل قيمة عند اجتماع المفاوضات البورصة لذلك اليوم".

¹⁰⁴⁴ - المادة 02 من قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 02-10، مؤرخ في 17 فيفري 2002، معدل و متمم للقرار رقم 98-02، المؤرخ في 22 مارس 1958، يتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة.

¹⁰⁴⁵ - تنص المادة 2/02 من قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 02-10، مؤرخ في 17 فيفري 2002، معدل و متمم للقرار رقم 98-02، المؤرخ في 22 مارس 1958، يتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة:

« Dans le cas où une journée boursière coïncide avec une journée fériée à l'échelle nationale, le parquet sera ouvert aux négociation le prochain jour ouvrable... »

إلا أنه يمكن للشركة أن تعمل على خلاف ذلك. أنظر الموقع: www.cosob.org

¹⁰⁴⁶ - قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 99-06 مؤرخ في 22 جويلية 1999، يعدل و يتمم القرار رقم 98-02، يتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة.

عمل حصص التداول كما حددت الشركة الحدود الزمنية لكل مرحلة من مراحل التسعيرة التي تباشرها¹⁰⁴⁷.

تفتح بورصة الجزائر أبوابها للوسطاء قبل افتتاح حصة التسعيرة ليتمكن الوسطاء من تسجيل أوامر زبائنهم في ورقة السوق La feuille du marché بواسطة الحاسوب المركزي¹⁰⁴⁸، قد يختلف سعر الورقة المالية من سوق إلى آخر إذا كانت مسعرة في عدة بورصات، شرط أن تسمح لها بذلك الأنظمة التي تحكمها¹⁰⁴⁹، لأن كل بورصة في العالم تنتهج نظاما معيناً لتسعير القيم المنقولة المتداولة فيها، فقد يكون نظاما تديره الأوامر، أو نظاما تديره الأسعار¹⁰⁵⁰.

أ- نظام التسعيرة الذي تديره الأوامر La cotation gouvernée par les ordres: يقوم نظام التسعيرة التي تديره الأوامر على وصول الأوامر إلى البورصة سواء كانت أوامر بيع أو شراء يتم فرزها، ثم إحداث مواجهة فيما بينهما لإيجاد سعر التوازن Prix d'équilibre¹⁰⁵¹.

انتهجت هذا النظام عدة بورصات في العالم نذكر من بينها بورصة توكيو، بورصة باريس بورصة نيويورك و بورصة الجزائر بالرغم من حداثتها¹⁰⁵²، يسود هذا النظام نوعان من التسعيرة هما: التسعيرة الثابتة و التسعيرة المستمرة، فأى من التسعيرتين أخذت بها بورصة الجزائر؟

¹⁰⁴⁷ - المادة 02 من قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 99-06 مؤرخ في 22 جويلية 1999، يعدل و يتم القرار رقم 98-02، يتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة.

¹⁰⁴⁸ - تنص المادة 25 من القرار 98-02 المعدلة بموجب المادة 09 من القرار رقم 99-06 على ما يلي:

« L'introduction des ordres de transaction en bourse s'effectue par le moyen de la saisie dans un poste informatique dit station de négociation d'un registre d'ordre où L'I.O.B inscrit les ordres d'achat et de vente est qui est remis lors l'ouverture de la séance de négociation ».

¹⁰⁴⁹ - JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, op.cit, p.101

¹⁰⁵⁰ - للتفصيل أنظر: تحليل نواردة/ النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص393.

¹⁰⁵¹ - يتميز هذا النظام ببساطته و قلة تكاليفه، فكلما وجد الأمر أمراً مقابل له نفذت العملية، فهو نظام لسوق مركزي تتم المعاملة كلها بنفس الطريقة و تسعر بنفس السعر المحدد في نفس الوقت. المرجع نفسه. يعاب على هذا النظام كونه ينقص من دور الوسيط في عمليات البورصة، فالدور الذي يلعبه يقترب إلى دور المكلف بالرسالة حيث تمكن مهمته في إبلاغها فحسب، لأنه يبلغ أوامر زبونه و ينفذها حالة تلقيها أمراً مقابل لها يناسبها، لذلك يقال أن دور الوسيط في نظام التسعيرة الذي تديره الأوامر دور سلبي. نقلا عن: تحليل نواردة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص390.

¹⁰⁵² - يظهر ذلك من نص المادة 82 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها الذي جاء كما يلي: "إن تحديد الأسعار هو نتيجة مواجهة أوامر الشراء و البيع المقدمة من طرف (و.ع.ب) على السند المستعمل للتسعيرة وذلك أثناء اجتماع التسعيرة، تحت رقابة شركة "إ.ب.ق"

أ1-التسعيرة الثابتة **Cotation au fixing**: تتمثل في ذلك النظام الذي لا يحدد فيه المشتري لا سعر أقصى و لا يحدد البائع أي سعر أدنى لمعاملته، يقع تنفيذ الأمر بالأولوية بأحسن ما تسمح به إمكانيات السوق¹⁰⁵³، تتولى إدارة السوق حسب هذا النظام فرز أوامر المستثمرين و اتجاه العملية بيعا و شراء، ثم إتمام عملية المواجهة و تسجيل الأسعار التي تنتج عنها، الشيء الذي يقلل من الوقوع في أخطاء و محاولات الغش بين الوسطاء الماليين، بهدف تنفيذ عملياتهم بأحسن الأسعار للحصول على هامش ربح يحتسب على أساسه العمولة التي يتقاضوها مقابل وساطتهم¹⁰⁵⁴.

أ2-التسعيرة المستمرة **La cotation continue**: تسمى كذلك بالتسعيرة المتواصلة¹⁰⁵⁵، يسمح هذا النوع من التسعيرة بتحديد سعر التوازن لكافة الأوراق المالية في كل لحظة من لحظات فترة التعامل في البورصة، و تطبيقا لذلك تتحدد الأسعار على مدى فترة التداول، يتم نشر عدة أسعار بالنسبة لكل ورقة عند نهاية فترة التعامل¹⁰⁵⁶.

تبنت لجنة تنظيم عمليات البورصة نظام التسعيرة الذي تديره الأوامر¹⁰⁵⁷، و أخذت بالتسعيرتين معا المستمرة و الثابتة¹⁰⁵⁸، تداركت اللجنة خطأها بإدراج نظام التسعيرة التي تديره الأوامر بتسعيرته دون أن توضح ظروف تطبيقهما عند تنظيم شركة تسيير بورصة القيم للجنة التداول كلما أمكن ذلك.

¹⁰⁵³ - جبار محفوظ، تنظيم و إدارة البورصة، مرجع سابق، ص81.

¹⁰⁵⁴ - DEVAUPLANE Hubert, BORNET Jean Pierre, Droit de la bourse, op.cit, p.456.

¹⁰⁵⁵ - أطلقت اللجنة هذه التسمية على التسعيرة المستمرة في المادة 80 من نظامها العام رقم 97-03، مرجع سابق.

¹⁰⁵⁶ - جبار محفوظ ، تنظيم وإدارة البورصة، مرجع سابق، ص80.

¹⁰⁵⁷ - تنص المادة 82 من نظام اللجنة رقم 97-03 على ما يلي: "إن تحديد الأسعار هو نتيجة مواجهة أوامر الشراء و البيع المقدمة من طرف(و.ع.ب) على السند المستعمل للتسعيرة وذلك أثناء اجتماع التسعيرة، تحت رقابة ش.إ.ب.ق."

¹⁰⁵⁸ - تنص المادة 80 من نظام اللجنة رقم 97-03، مرجع سابق، التي تنص على ما يلي: "إن المسار المقرر لتسعيرة سندات رأس المال محلّ التداول في السوق هو نمط تسعيرة ثابتة أو متواصلة وذلك بتطبيق أحكام سوق مجمع تديره الأوامر حسب الشروط التي تحددها شركة "إ.ب.ق.". تؤكد المادة 93 من النظام 97-03 السابق الذكر تبني اللجنة نظام التسعيرتين الثابت و المستمرة.

أصدرت شركة تسيير البورصة القرار رقم 98-02 يتعلق بقواعد تسيير حصص التداول في البورصة كونها الأكثر دراية بشؤون السوق و بكيفية تنظيمه، فتبنت طريقة السعر الواحد على جميع المعاملات المنجزة على نفس القيمة و في نفس الحصة، ما يعني بذلك التسعيرة الثابتة¹⁰⁵⁹، إلا في حالات استثنائية حددتها الشركة¹⁰⁶⁰.

إذا تعذر الوصول إلى سعر موحد فإنها تقبل أسعار مختلفة و متقاربة بهدف تلبية الحجم الأكبر من العمليات، فتقلص فوارق الأسعار مقارنة بسعر الإقبال الذي توقفت عنده الحصص المتداولة السابقة¹⁰⁶¹.

ب- نظام التسعيرة الذي تديره الأسعار **La cotation gouvernée par les prix**: تتحدد الأسعار وفقا لهذا النظام بتفاوض السماسرة عن طريق اقتراحهم أسعار للقيم المنقولة التي بحوزتهم عند دخولهم المقصورة، دون الإفصاح عن نية البيع أو الشراء¹⁰⁶².

3- الأساليب المختلفة لتحديد التسعيرة: تحدد بورصات القيم المنقولة تقنيات مختلفة لتسعير القيم المنقولة المقيدة فيها، تختلف كل واحدة منها عن الأخرى نذكر منها ما يلي:

أ- أسلوب المناذاة **La cotation à la criée**: تتم التسعيرة وفقا لهذا الأسلوب باجتماع الوسطاء ممثلو زبائنهم في المقصورة¹⁰⁶³ بحوزتهم جميع الأوامر في قاعة التداول، يسعون إلى تنفيذها عن

¹⁰⁵⁹- المادة 31 من قرار شركة تسيير البورصة رقم 98-02 يتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

¹⁰⁶⁰- المادة 33 من المرجع نفسه.

¹⁰⁶¹- المادتين 31 و 32 من المرجع نفسه.

¹⁰⁶²- تتمثل مهمة الوسيط في هذا النظام في الحصول على أكبر سعر ممكن بصورة يتعدى السعر المحدد من قبل الزبون، إذا كان هذا الأخير قد حدد سعرا. أما إذا كان الأمر أمر سوق فإن الوسيط يسعى إلى تحقيق نفس الهدف رغبة منه في الحصول على هامش سعر أوسع بين سعر التنفيذ و سعر الأمر لأن عمولته تتحد وفقا لذلك. للتفصيل أنظر: JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, op.cit, p.101.

¹⁰⁶³- المقصورة هو المكان المخصص للوسطاء لتلقي الأوامر، لا يسمح لغيرهم باستثناء موظفي السوق الدخول إليها. أنظر: عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص396.

طريق النداء بأعلى أصواتهم عن ماهية العروض و الطلبات التي بحوزتهم¹⁰⁶⁴، فيبدؤون الإعلان عن اسم الورقة المالية و نوعها ثم يبحثون عن الأوامر المقابلة لها¹⁰⁶⁵، حتى يصلون إلى التوازن¹⁰⁶⁶، و هو أشبه بالمزاد العلني¹⁰⁶⁷.

ب- **أسلوب التسعيرة بالخزائن:** يعتبر الوسيط المختص في الأوراق مالية العمود الفقري لأية بورصة¹⁰⁶⁸، يجمع الأوامر الموكّلة إليهم لإحداث مواجهة بينهما، يتوصل إلى السعر المناسب ليتمّ بموجبه تنفيذ أقصى حد من الأوامر في أفضل الأحوال، تحت مراقبة إدارة البورصة¹⁰⁶⁹.

ج- **أسلوب التسعيرة بالصناديق:** جاء هذا الأسلوب بديل لأسلوب التسعيرة بالخزائن، يكمن جوهره في تركيز كافة الأوامر في صناديق لدى البورصة نفسها، إلى غاية ساعات محددة قبل افتتاح حصة التسعيرة، و ليس في درج تابع للوسيط المالي المختص كما هو الحال في أسلوب التسعيرة بالخزائن¹⁰⁷⁰. تتولى إدارة البورصة فرز الأوامر بواسطة مختصين تابعين لها و مواجهتها إلى غاية

¹⁰⁶⁴ - شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، مرجع سابق، ص45.

¹⁰⁶⁵ - كانت هذه الطريقة تتم في فرنسا بحضور عون من شركة البورصة الفرنسية يسمى *le coteur*، هدفه السهر على تنفيذ العمليات التي تتم في المقصورة وفقا لما تقضي عليه القوانين و الأنظمة التي تحكمها. للتفصيل أنظر: JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, op.cit, p.98.

¹⁰⁶⁶ - جبار محفوظ، تنظيم و إدارة البورصة، مرجع سابق، ص115. و شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، مرجع سابق، ص45.

¹⁰⁶⁷ - تنص المادة 06 من التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية العراقية على ما يلي: "يجري التداول داخل القاعة على أساس المزايدة العلنية المكتوبة و من خلال أحد الوسطاء...". نقلا عن: عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص397.

¹⁰⁶⁸ - جبار محفوظ، البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية، دراسة حالة دول إتحاد المغرب العربي، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 1997، ص254.

¹⁰⁶⁹ - يجمع الوسيط المختص حتى أوامر زبائنه التي لم يتمكن من تنفيذها في حصص سابقة إذا كانت مدة صلاحياتها تسمح بذلك تحت رقابة شركة البورصة المختصة في الورقة المالية محل التداول، للتفصيل أنظر:

JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, op.cit, p.99.

¹⁰⁷⁰ - جبار محفوظ، تنظيم و إدارة البورصة، مرجع سابق، ص116.

الوصول إلى سعر إقفال مناسب لحجم العروض و الطلبات المقدمة، و إن كان المبدأ مشتركا بين الأسلوبين إلا أن القائم بالفرز و تحديد الأسعار و رقابتها يختلف بينهما¹⁰⁷¹.

يلجأ إلى أسلوب التسعيرة بالصناديق في الحالات الإستثنائية، في العروض العامة للشراء أو البيع أو عند تسعيرة ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي، كتطبيق انحراف في السعر يختلف عن الإنحراف العادي¹⁰⁷².

د- أسلوب التسعيرة بالإعلام الآلي: عرفت السوق المالية تطورا بدخول تكنولوجيا الإعلام الآلي فوضعت شبكة معلوماتية تسمى Base de données، يسمح بتسجيل كل المعلومات التي تصل إلى البورصة في الحاسوب المركزي المختص بذلك¹⁰⁷³، عن طريق تسجيل كل الأوامر في الجهاز المركزي قبل افتتاح الحصة، فيقوم بفرزها و مواجهتها بدلا من قيام موظف المقصورة بتوصيل العروض بالطلبات التي تقابلها¹⁰⁷⁴، كونه نظاما إلكترونيا متكاملًا فهو يسمح بتسعير السندات المالية المقيدة في البورصة¹⁰⁷⁵.

يتميز أسلوب التسعيرة بالإعلام الآلي بسهولة و سرعة العمليات المنجزة به، خاصة أن عنصر الوقت جوهري في عمليات البورصة، كما يتميز بكفاءته في حفظ المعلومات و يضمن

¹⁰⁷¹ - في أسلوب التسعيرة بالخزائن يقوم السمسار المختص Le spécialiste المعين من طرف مجلس البورصات بطلب من الشركة المصدرة حيث تختاره و تكلفه بمهمة تسعير سنداتهما، أما في التسعيرة بواسطة الصناديق فإن تحديد السعر يتم في سرية تامة كونه حددته إدارة البورصة، ما يعني وصوله إلى المتعاملين بالبورصة مباشرة بعد نشره. أنظر:

JAFFUEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, op.cit, p.100.

ما يعني أن أسلوب التسعيرة بالصناديق يتم تحت الرقابة المباشرة لإدارة السوق و هو ما يميزها عن الأساليب الأخرى للتسعيرة، ضمن قدر من الشفافية و الحماية للمتعاملين في السوق. للتفصيل أنظر:

DE JUGLAR Michel et IPPOLITO Benjamenin, « Le courtage en matière de valeurs mobilières », Revus banque et droit, N° 16, Mai/juin 2004, p.792

¹⁰⁷² - مثل القرارات التي لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات البورصة، كشركة البورصة الفرنسية في حالة الصفقات التي لا تعقد على مستواها. نقلا عن: محفوظ جبار، تنظيم و إدارة البورصة، مرجع سابق، ص110.

¹⁰⁷³ - حمليل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص393.

¹⁰⁷⁴ - عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص. ص. 400 و 401.

¹⁰⁷⁵ - LAMY Pierre, Les bourses des valeurs, Economica, Paris, 1995, p.20.

حماية و شفافية أكبر من الأساليب السابقة الذكر أعلاه، إلى جانب قدرته على تقديم خدمات مختلفة و كثيرة في مدة زمنية قصيرة¹⁰⁷⁶.

تستعمل شركة تسيير بورصة الجزائر لتسعير القيم المنقولة المقبولة التداول فيها، أسلوب التسعيرة بالحاسوب عن طريق الإعلام الآلي أو بالطريقة اليدوية حسب نص المادة 81 من نظام اللجنة رقم 03-97¹⁰⁷⁷، إلا أنه بعد صدور القرار رقم 02-98¹⁰⁷⁸، أكدت على إجراء التسعيرة بواسطة الحاسوب المركزي¹⁰⁷⁹، أما المادة 32 مكرر من نفس القرار تبين أن شركة تسيير بورصة القيم تستند على إجراء التسعيرة اليدوية في حالة استحالة الوصول إلى التسعيرة عن طريق أسلوب الإعلام الآلي، تحت مسؤولية و رقابة هذه الأخيرة.

يقصد برقابة هذه الأخيرة تلك الصلاحيات التي يقوم بها أعوان الشركة من Officiel du parquet¹⁰⁸⁰ و Le superviseur de la COSOB¹⁰⁸¹، بصفتهم موظفين فيها، خولت لهم

¹⁰⁷⁶– Info bourse, La négociation en bourse, op.cit, p.p.41 et 42.

¹⁰⁷⁷– لم تتجرأ لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها الفصل في مسألة الأسلوب المتبع لتسعير القيم المنقولة، لذلك نصت على النظامين معا في المادة 81 من نظامها رقم 03-97 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، التي جاء نصها كما يلي: "تتم تسعير القيم بالاستعانة بالإعلام الآلي وبطريقة يدوية، وفق الأنماط و الالتزامات الخاصة ب"ش.إ.ب. ق".

¹⁰⁷⁸– قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 06-99 المعدل و المتمم للقرار رقم 02-98 يتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

¹⁰⁷⁹– تنص المادة 25 من المرجع نفسه المعدلة بموجب المادة من القرار رقم 06-99، مرجع سابق، على ما يلي:
« L'introduction des ordres de transaction en bourse s'effectue par le moyen de la saisie dans un poste informatique dit station de négociation d'un registre d'ordre ou l'I.O.B inscrit les ordres d'achat et de vente qui est remis lors de l'ouverture de la séance de négociation ».

¹⁰⁸⁰– المادتين 14 و 19 من القرار رقم 02-98، يتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

¹⁰⁸¹– المادة 20 من المرجع نفسه.

الشركة صلاحية تسيير حصص التداول أمام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة على أحسن وجه¹⁰⁸².

الفرع الثاني

تنظيم حصص التسويات و التسليمات في عمليات البورصة

تبدأ إجراءات التسوية من نهاية إجراءات تداول القيم المنقولة في البورصة¹⁰⁸³، إلى إتمام التسديد في السجلات التي وضعها الوسطاء الماليين لهذا الغرض، و تعرف كونها "مجموعة الإجراءات التي علق القانون على إتمامها نقل ملكية الأوراق المالية محل التداول في البورصات المالية"¹⁰⁸⁴.

¹⁰⁸² - تسيير لجنة التفاوض بالتعاون مع مسؤولي قاعة تداول شركة بورصة القيم حصص التداول في البورصة و سلوك الوسطاء في عمليات البورصة القائمين بالتداول، و كل الأشخاص الآخرين المرتبطين بهم كموظفين أو من خلال عقد. أنظر الموقع: www.sgbv.gv.

ذهبت اللجنة إلى أبعد من ذلك حين حوّلت لهم صلاحية حل النزاعات التي تُثار في حصص التداول بين الوسطاء الماليين أثناء قيامهم بمهامهم. المادة 19 من القرار رقم 02-98، يتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة، مرجع سابق. و المادة 86 من نظام اللجنة رقم 09-97. نتساءل ما الحكمة إذن عن وجود الغرفة التحكيمية على مستوى لجنة تنظيم عمليات البورصة، كونها المختصة في فضل الخلافات التي تنشأ بين الوسطاء و هم ينجزون العمليات الموكّلة لهم في البورصة.

¹⁰⁸³ - تنتهي إجراءات التداول في حصص التداول بإعلان الشركة عن إقفالها الحصة بعد الإعلان عن النتائج المسجلة بشأن التسعيرات التي توصلت إليها لإتمام العمليات على القيم المنقولة محل التداول. تنص المادة 03 من قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 02-98 يتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، على ما يلي:

« Les séances de négociation de bourse se débutent dès le signal d'ouverture et se terminent au signal de clôture. Aucune transaction ne peut être effectué avant le signal d'ouverture au après le signal de clôture ».

¹⁰⁸⁴ - أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، مرجع سابق. يُقصد بنظام مقاصة و تسوية الأوراق المالية تحديد الحقوق و الإلتزامات الناشئة عن عمليات تداول الأوراق المالية و تغطية المراكز المالية الناتجة عن هذه العمليات، و ما يستطيع ذلك من الخضم و الإضافة وفقاً لما تمّ تنفيذه. شركة مصر للمقاصة و الإيداع و القيد المركزي على الموقع:

www.mcsd.com

أناط المشرع الجزائري صلاحية الإشراف على تسوية مقاصة العمليات المنجزة في البورصة لشركة تسير بورصة القيم (أولا)، إلا أنها كانت تؤدي مهامها بطريقة تقليدية¹⁰⁸⁵، لذلك استحدث المشرع جهاز جديد داخل السوق المالية بهدف عصنة العمليات التي تتم فيها، سماه المؤتمن المركزي على السندات، بموجب الفصل الثاني من القانون رقم 03-04 المعدل و المتم للمرسوم التشريعي رقم 93-10، أوكلت له مهمة تسوية العمليات المنجزة داخل البورصة (ثانيا).

أولا- تسوية السندات و تسليمها قبل عصنة بورصة القيم المنقولة: تعتبر العمليات التي تتم في البورصة نافذة بمجرد تسجيلها و توثيقها من طرف شركة تسير البورصة¹⁰⁸⁶، و لا يمكن الرجوع فيها¹⁰⁸⁷، كون الشركة تشرف على تسوية و مقاصة العمليات المنجزة في البورصة حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10¹⁰⁸⁸.

تتمثل حصص التسويات و التسليمات بين الوسطاء في عملية البورصة التي تشرف عليها شركة تسير بورصة القيم، في ذلك الإطار التنظيمي الذي وضعت الشركة لتسوية و مقاصة العمليات المنجزة في المقصورة لاكتمال عملية تداول القيم المنقولة و انتقال ملكيتها عن طريق

¹⁰⁸⁵ - تحليل نواره، النظام العام للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص156.

¹⁰⁸⁶ - تنص المادة 129 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، على ما يلي: "بمجرد أن يسجل "ش.إ.ب.ق" عملية تداول تعتبر هذه العملية نافذة لا يمكن الرجوع فيها ما عدا حالة الإلغاء المنصوص عليها في هذا القانون".

¹⁰⁸⁷ - استثناء يمكن لشركة تسير بورصة القيم إلغاء العمليات المنجزة فيها عن طريق إلغاء سعر التداول، بالتالي مجموع المعاملات التي أنجزت على هذا السعر، كما يمكن لها إلغاء معاملة، إلا أن ذلك يجب أن يكون محل بيان. المادة 103 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

¹⁰⁸⁸ - تنص المادة 18 من المرسوم التشريعي 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، على ما يلي: "يتمثل هدف الشركة فيما يأتي على الخصوص:

... تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة".

أكدت على صلاحية شركة تسير بورصة القيم المنقولة في تسوية و مقاصة العمليات المنجزة في البورصة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بموجب المادة 128 من نظامها العام رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، التي تنص على ما يلي: "تكلف "ش.إ.ب.ق" تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها".

تحديد شروط و إجراءات المقاصة، و حتى الفصل في النزاعات التي قد تشوب أثناء هذه العملية بموجب قواعد مهنية يتضمّنها القرار رقم 03-98 الصادر عنها¹⁰⁸⁹.

1- المبادئ الأساسية للتسوية و المقاصة: نذكر من المبادئ الرئيسية التي يقوم عليها عملية التسوية و المقاصة على مستوى شركة تسيير بورصة ما يلي:

أ- التنظيم مقابل الدفع: يقصد به قيام كل وسيط بالوفاء بالإلتزامات التي تنشأ من عملية التداول اتجاه الوسيط الآخر في ذات الوقت¹⁰⁹⁰، تنظم الشركة حصة لتسوية و مقاصة العمليات المنجزة في البورصة في اليوم نفسه الذي تمّ فيه التداول، مباشرة بعد إقفال حصة التداول¹⁰⁹¹ بعدما كانت تنظم قبل تعديل القرار رقم 03-98 بموجب القرار 07-99¹⁰⁹² في اليوم الرابع الموالي لحصة التداول¹⁰⁹³، أما حصص الوفاء فتُنظّم في اليوم الرابع من تاريخ التداول، حسب الشروط التي تقضي بها شركة تسيير بورصة القيم¹⁰⁹⁴.

¹⁰⁸⁹ - قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 03-98 مؤرخ في 22 مارس 1998، يتعلق بقواعد المقاصة و تسوية عمليات البورصة، المعدل و المتمم بموجب القرار رقم 07-99، مؤرخ في 22 جويلية و بالقرار رقم 11-02 مؤرخ في 17 فيفري 2002.

¹⁰⁹⁰ - عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 517.

¹⁰⁹¹ - تنص المادة 01 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 11-02 مؤرخ في 17 فيفري 2002، يتعلق بقواعد المقاصة و تسوية عمليات البورصة على ما يلي:

« La compensation se déroule selon les modalités fixées ci-dessous, le jour même de la séance de négociation, de la clôture officielle de la négociation à la fin de la journée de travail ».

¹⁰⁹² - قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 07-99 مؤرخ في 22 جويلية 1999، يعدل و يتمم القرار رقم 03-98 مؤرخ في 22 مارس 1998، يتعلق بقواعد المقاصة و تسوية عمليات البورصة.

أصاب المشرع في اختصار هذه المواعيد لأن عامل الوقت يلعب دور كبير في عمليات البورصة، خاصة أنها عمليات تجارية و أهم عنصر فيها هو السرعة، كونه يلعب دور أساسي في إتمام العمليات و تحصيل الأرباح.

¹⁰⁹³ - المادة 03 من قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 03-98، يتعلق بقواعد المقاصة و تسوية عمليات البورصة معدل و متمم، مرجع سابق.

¹⁰⁹⁴ - تنص المادة 04 من القرار رقم 03-98 المذكور أعلاه على ما يلي:

« La séance de règlement ont lieu à la SGBV, quatre(4) jours ouvrables après chaque séance de négociation en bourse, aux heures et à l'endroit fixés par la SGBV ».

ب-الإلتزام بإجراءات المقاصة و تسويات العمليات: يعني إتمام العمليات خلال المواعيد المحددة لها، تثبت شركة إدارة البورصة العمليات المنجزة في حصة التداول على القيم المنقولة بالإجماع في البورصة، ضمن الآجال و الشروط التي تأمر بها شركة إدارة بورصة القيم¹⁰⁹⁵.

ترسل إدارة البورصة محاضر عمليات التداول المثبتة بإرسال كشف التداولات المتعلقة بالعمليات المنجزة Le bordereaux des transactions للوسطاء المنفذين للعمليات محل التسوية، مرفقا بكل المعلومات المتعلقة بالعملية و السندات الواجبة التسليم، ترسل لهم دعوة للحضور تحتوي على هامش يتضمن الحضور الإجباري لحصص التسوية¹⁰⁹⁶، ما يعني أن الحضور يكون فقط من طرف الوسطاء اللذين أنجزوا العمليات، بشأن الأوامر التي تلقوها من زبائنهم، أما اللذين لم يُنفذوا أوامر زبائنهم لعدم توافقها بمعطيات البورصة فليسوا مجبرين بحضور حصص التسوية.

كان الحضور إجباري على كل الوسطاء حتى و لو لم ينجز الوسيط عمليات في آخر حصة تداول، و إذا تعذر حضور أحد الوسطاء يلتزم بإرسال عضوا مفوضا من قبله لحضور الحصة مرفقا برسالة التفويض التي يقدمها العون لرئيس الحصة فور وصوله، يلتزمون البقاء إلى غاية نهاية الحصة، و مغادرتهم القاعة لا يكون إلا بطلب يقبله الرئيس¹⁰⁹⁷ علما أن هذا الأخير

¹⁰⁹⁵-المادة 131 من نظام اللجنة رقم 97-03 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

¹⁰⁹⁶- تنص المادة 01 من قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 02-11 المعدلة للمادة 05 من القرار رقم 98-03، المتضمن قواعد المقاصة و تسوية العمليات داخل البورصة على ما يلي:

« La présence est obligatoire pour les IOB partie à toute transaction litigieuse soumise à la SGB ».

¹⁰⁹⁷- تنص المادة 02 من قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 99-07 المعدل و المتمم للقرار رقم 98-03، مرجع سابق، على ما يلي:

« La présence à toute les séances de compensations est obligatoire pour tous les IOB, même si ils n'ont pas de transactions à compenser, chaque IOB accrédité par lettre adressée à la SGBV (annexe 1), l'agent chargé de la représenter. Les agents ne peuvent quitter la séance de compensation qu'à la fin de toutes les opérations et après autorisations du président de séance ».

مع العلم أن رئيس حصص التداول التي تجري في مقر شركة البورصة تعينه شركة إدارة البورصة، بهدف تنفيذ حصص التداول بهدوء و على أحسن وجه، وفقا لما تقضي عليه القوانين و أنظمة و قرارات شركة إدارة البورصة. المادة 04 من

يقوم بالمناداة على الوسطاء قبل بداية كل حصة تسوية، ليقعوا على محضر الحضور و يُدَوَّن ما يحدث خلال الحصة في محضر التسوية المعدة وفقا لنموذج وضعية شركة إدارة البورصة¹⁰⁹⁸.

ترسل إدارة البورصة عمليات التداول المُثبتة عن طريق الشبكة المعلوماتية المركزية إلى الوسطاء الماليين، يلتزم كل وسيط معني التأكيد من صحة البيانات الواردة في المحضر الذي استلمه و المرفق بكشف يحدد المبالغ الواجبة الأداء و السندات الواجبة التسليم récapitulatifs des titres et des fond و مقارنتها مع تلك المسجلة بسجلاته، ليتحقق من أنها تعكس العمليات التي قام بإنجازها¹⁰⁹⁹.

ج-التزام الوسيط بتنفيذ العملية التي قام بإنجازها: بعد التأكد من محاضرهم و إذا استوجب الأمر إحداث بعض التعديلات إذا وردت عليها أخطاء بسيطة قبل نهاية حصة الوفاء و التسليم¹¹⁰⁰، يؤشرون عليها فيتولى الرئيس جمعها و إعداد محضر تثبيت العملية ليقع عليها الوسطاء و رئيس الحصة، يُختم بختم إدارة شركة إدارة البورصة و كل في الإطار

قرار شركة تسيير البورصة رقم 03-98، يتعلق بقواعد المقاصة و تسوية عمليات البورصة، معدل و متمم بموجب القرار رقم 07-99 المؤرخ في 22 جويلية 1999، ثم بموجب قرار رقم 01-02 مؤرخ في 17 فيفري 2002.

¹⁰⁹⁸ - نقلا عن: تحليل نواة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص400.

¹⁰⁹⁹ - « Après chaque séance de négociation, Le système de négociation informatique génère automatique les bordereaux de transactions récapitulatives (annexe3).

Chaque IOB doit s'assurer que les informations contenus dans ces documents sont conformes à ces registres et reflètent les transactions qu'il a conclus ».

المادة 01 من قرار شركة تسيير البورصة رقم 11-02 المعدلة و المتممة للمادة 07 من القرار رقم 03-98. كانت عملية توزيع المحاضر بين الوسطاء يقوم بها كل طرف قام بإنجاز عملية بيع أو شراء موقعة و ممضية عليها من قبله، ل يتم مقارنتها مع محاضرهم. المادة 07 من قرار شركة تسيير البورصة رقم 03-98 قبل تعديلها بموجب المادة 01 من قرارها رقم 01-02، مرجع سابق.

¹¹⁰⁰ - إذا اقتضى الأمر يلحق بها محاضر تكميلية حيث تصحح فيه الأخطاء المادية، و ذلك حسب المادة 08 من قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 03-98 يتعلق بقواعد المقاصة و تسوية عمليات البورصة، مرجع سابق، التي جاء نصها كما يلي:

« A prés vérification des opérations et des soldes, chaque I.O.B doit contresigner les bordereaux de transactions. Des réserves éventuelles peuvent être émises auquel cas les IOB concernés doivent procéder aux corrections nécessaires avant la fin de la séance, Ces corrections sont traités par ajustement de débit ou de crédit selon le cas, ou par l'établissement de bordereau complémentaire ».

المخصص له حسب النموذج الذي وضعته الشركة في ملحقها الرابع¹¹⁰¹.

ينظم الرئيس حصة أخيرة تُتَهي التسوية خاصة بالوفاء و التسليم، تتم في اليوم الرابع على أقصى حد¹¹⁰²، ينادي الرئيس على الوسطاء للتوقيع مجدداً على وثيقة الحضور الإلزامية، فيقدم فيها الوسيط المشتري شيكا موقعا بقيمة الأوراق المشتراة أو أمرا بالدفع *ordre de virement* وفقا للنموذج المعد من شركة إدارة البورصة.

يقدم الوسيط البائع محضرا بالتسليم وفقا للكمية المباعة يلتزم كل وسيط بتوطين العمليات التي أنجزها لدى بنك يختاره، ليقوم بتغطية و تسيير حساباته دائنة كانت أو مدينة¹¹⁰³، يقدم الوسيط المشتري شهادة الإيداع التي يسلمها الرئيس للشركة المصدرة للأوراق المالية لتسجل و تنقل ملكية القيم المنقولة محل العملية المنجزة باسم المشتري الجديد في دفاتر الشركة.

د-التزام الوسيط بتحقيق نتيجة: يضمن الوسيط لزبونه تنفيذ العملية المبينة في أمر البورصة عند إيجاد أوامر زبائن وسطاء آخرين تتفق و أوامر زبائنه عند إحداث مواجهة بينهما، لأجل ذلك يُؤمّن على مسؤوليته عند عدم التنفيذ لأسباب تدخل فيها بصفة مباشر أو غير مباشرة، عن طريق دفع الاشتراكات لصندوق الضمان¹¹⁰⁴.

أنشأ هذا الأخير لضمان التزامات الوسطاء بموجب المادة 64 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 التي تنص على ما يلي: "ينشأ صندوق قصد ضمان التزامات الوسطاء في عمليات

¹¹⁰¹ - المادة 09 من قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 98-03، يتعلق بقواعد المقاصة و تسوية عمليات البورصة، مرجع سابق.

¹¹⁰² - المادة 04 من المرجع نفسه. حدد موعد تسليم القيم المنقولة المشتراة في القانون الفرنسي ب (j+3)، أنظر في ذلك: DEVAUPLANE Hubert, BORNET Jean Pierre, *Doit de la bourse*, op.cit, p.113.

¹¹⁰³ - ACHOURI H, IMATOUKEN K, « Dénouement des transactions en bourse confirmation, règlement livraison », La bourse de réelles perspectives pour l'entreprise journée de conseil, Conférence tenue au grand hôtel MERCURE, Alger le 22 Novembre 2000.

نقلا عن: حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص339.

¹¹⁰⁴ - تنص المادة 14 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، على ما يلي: "يعد الوسطاء في عمليات البورصة مسؤولين حيال أمرهم بالسحب وتسليم القيم المنقولة المتفاوض بشأنها في السوق و دفعها".

البورصة حيال زينهم ويمون الصندوق بمساهمات إجبارية يقدمها الوسطاء في عمليات البورصة و بحاصل الغرامات المنصوص عليها في المادة 55 أعلاه...".

2- أسباب عدم التسوية و التسليم: تتمثل الحالات التي لا يتم فيها التسوية و التسليم في:

أ- عدم الاعتراف بحجية المحاضر: قد يؤدي رفض أحد الوسطاء التوقيع على المحاضر المقدّمة إليها إلى توقف حصص التسوية في إحدى مراحلها، فلا تصل إلى نهايتها الطبيعية، إذا ما تبين له اختلاف في بيانات الحسابات أو الأوامر التي قاموا بتنفيذها و المقيدة في سجلاتهم¹¹⁰⁵.

يرفع النزاع في هذه الحالة إلى رئيس حصة التسوية، ينطق عندها بالتأجيل إلى غاية حل النزاع عن طريق الفصل فيه من أعوان الشركة الذين أطلق عليهم تسمية officiel du parquet كونهم يملكون صلاحيات واسعة في تسيير الحصة، و حل النزاعات الناشئة أثناءها بين الوسطاء الماليين عند تنفيذهم أوامر زيتتائهم¹¹⁰⁶، تكون القرارات الصادرة في حقهم نهائية واجبة التنفيذ بهدف ضمان استقرار المعاملات في البورصة¹¹⁰⁷.

¹¹⁰⁵ - حمليلى نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص402.

¹¹⁰⁶ - نصت المادة 19 من القرار رقم 98-02 صادر عن شركة تسيير بورصة القيم، مؤرخ في 02 مارس 1998، يتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم على ما يلي:

« ... a) Un officiel de parquet à le pou d'interpréter et de régler les différents survenant au cours des séances de négociation de bourse afin d'assurer des règles et des procédures de négociations.

b) Lorsque un officiel de parquet est lui- même impliqué dans un différent, la résolution doit être confiée à un autre officiel de parquet.

c) Les différends entre deux IOB relatif à une transaction en bourse sont résolus par un officiel de parquet de la SGBV. Dans ce cas, la décision rendue par un officiel de parquet de la SGBV est final et exécutoire. Par contre, toute autre décision rendue par un officiel de parquet est sujet au droit d'appel du Comité de négociation....».

¹¹⁰⁷ - تطبق هذه الإجراءات في حالة نشوب نزاع بين المتعاملين في البورصة عندما يكون التعامل في القيم المنقولة في المرحلة الأولى من تداولها في البورصة. للتفصيل لأنظر: حمليلى نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص402.

تقتضي المادة 10 من القرار رقم 98-03¹¹⁰⁸ بأنه يجب أن يرفع النزاع أولاً إلى رئيس حصة التداول، لينظر فيه عن طريق مقارنة سجلات الطرفين المتنازعين بالمحاضر المنجزة من طرف شركة تسيير بورصة القيم، بعد سماع الطرفين و تقديم حججهم و دلائلهم ليصدر قراره¹¹⁰⁹، إلا أن هذا القرار يبقى غير نهائي يمكن الطعن فيه عن طريق رفع النزاع إلى لجنة التداول Comité de négociation.

إذا كان قرار اللجنة لا يرضي أحدهما يمكن له رفع النزاع إلى هيئة تحكيمية خاصة، يعين فيها كل وسيط طرفاً في النزاع حكماً يختاره، و تعين شركة تسيير البورصة حكماً ثالثاً، يصدر هؤلاء المحكمين قرار بعد دراسة القضية و التداول فيها¹¹¹⁰، قد لا يقبل أحد الوسطاء المتنازعين اللجوء إلى المحكمين للفصل في النزاع، فعليه بذلك رفعه إلى اللجنة التحكيمية على مستوى لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها للفصل فيه¹¹¹¹.

ب- عدم وفاء الوسطاء بالتزاماتهم: تتولى شركة إدارة بورصة القيم بانتظام مراقبة تسويات رؤوس الأموال و تسليم السندات التي تبقى معلقة، و تتخذ التدابير المناسبة عندما ترى بأن الآجال و الإجراءات التنظيمية لم يتم احترامها من الوسيط¹¹¹² كأن يرفض الوفاء بالتزاماته سواء بتقديم

¹¹⁰⁸ - قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 98-03، مؤرخ في 22 مارس 1998، يتعلق بقواعد المقاصة و تسوية عمليات البورصة، المعدل و المتمم بموجب القرار رقم 99-07 مؤرخ في 22 جويلية 1999، ثم بالقرار رقم 02-11 ثم بالقرار رقم 02-11 مؤرخ في 17 فيفري 2002.

¹¹⁰⁹ - المادة 10 من قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 98-03 المعدلة بالقرار رقم 99-07، مرجع سابق.

¹¹¹⁰ - تنص المادة 11 من المرجع نفسه، على ما يلي:

« Lorsqu'un des I.O.B en conflit n'est pas satisfait de la décision du président de la séance, cet IOB peut soumettre le litige au comité de négociation, S'il n'est pas satisfait de la décision du comité, il peut engager une procédure d'arbitrage. Selon la procédure d'arbitrage, chacun des deux parties nomme son arbitre et la SGBV en nomme un troisième ».

¹¹¹¹ - تنص المادة 12 من المرجع نفسه على ما يلي:

« S'il advient qu'une des parties en conflit n'accepte pas de se soumettre à un processus d'arbitrage la non satisfaite peut saisir la chambre arbitral siégeant à la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse ».

للتفصيل أنظر: حمليلى نوار، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 403.

¹¹¹² - المادة 142 من نظام اللجنة رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

المبالغ المستحقة للتسوية إن كان منفذ لأمر شراء من زيونه، أو الأوراق المباعة إذا كان منفذ لأمر البيع.

يمكن أن تتوقف حصة التسوية أيضا حالة وجود عجز في سيولة الوسيط المشتري و ما يعني عدم قدرته الوفاء بثمن السندات المشتراة، ينتج من جراء ذلك رفض تسليم الأوراق المباعة من طرف الوسيط الآخر طرف العملية¹¹¹³، ينمى رئيس الحصة مهلة محددة للوفاء بباقي الثمن، يلتزم بدفعه في أقرب الآجال، يوضع هذا الشرط في وضعية مقاصة شركة إدارة بورصة القيم.

استحدثت تقنية جديدة لغطاء حسابات الوسطاء بموجب القرار رقم 07-99¹¹¹⁴، معدلة بذلك المادة 14 من قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 03-98، بهدف مواجهة مشاكل الدفع و عدم كفاية الغطاءات التي يتلقاها الوسيط، عند تنفيذ عملياتهم التي أنجزوها في المقصورة، يتمثل مضمون هذه التقنية في أن يُعين كل وسيط بنكا يسهر على تسوية حساباته¹¹¹⁵.

تبرم اتفاقية بينهما بهدف دفع البنك كل مستحقات العملية للوسيط بمقابل¹¹¹⁶ و ما يتعلق بتغطية الحسابات يلتزم البنك الوسيط بتغطية حسابات قبل بداية كل عملية تسوية¹¹¹⁷، أما إذا كان عدم الوفاء راجع إلى عدم كفاية الأوراق المالية لدى الوسيط البائع، يقوم رئيس الحصة بمنحه أجلا لإتمامها¹¹¹⁸ و إذا تهاون الوسيط في ذلك يصرح بخله و يمكن تصفية المعاملة وفق إجراء إعادة

¹¹¹³ - المادة 17 من القرار رقم 03-98، المؤرخ في 22 مارس 1998، يتعلق بقواعد المقاصة و تسوية عمليات البورصة معدل و متمم، مرجع سابق.

¹¹¹⁴ - قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 07-99 المؤرخ في 22 جويلية 1999، المعدل و يتمم القرار رقم 03-98، يتعلق بقواعد تسوية عمليات البورصة ، معدل و متمم، مرجع سابق.

¹¹¹⁵ - حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص403.

¹¹¹⁶ - المادة 14 من قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 07-99 المؤرخ في 22 جويلية 1999، المعدل و يتمم القرار رقم 03-98، يتعلق بقواعد تسوية عمليات البورصة ، معدل و متمم، مرجع سابق.

¹¹¹⁷ - المادة 15 من المرجع نفسه.

¹¹¹⁸ - حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص403.

شراء العرض في أجل تحدده "ش.إ.ب.ق"، التي تجيز للجنة فوراً بإجراء إعادة شراء العرض الذي تمّ مباشرة¹¹¹⁹.

ثانياً - تسوية السندات و تسليمها بعد عصرنة بورصة القيم المنقولة: خفف المشرع العبء على شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، فسحب منها اختصاص تسوية عمليات البورصة بموجب القانون رقم 03-04 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 عن طريق استحداثه جهاز لعصرنة تسوية العمليات المنجزة داخل البورصة يسمى المؤتمر المركزي للسندات، كونه نظام آمن و سريع لتسوية عمليات تداول القيم المنقولة، عن طريق جعل إجراءات التسوية و المقاصة مستقلة عن إجراءات التداول التي تتم على مستوى شركة تسيير بورصة القيم.

جعلت له لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها نظام خاص به¹¹²⁰، ألغى المواد 132 إلى 140 من نظامها رقم 97-03 التي كانت تسند تسوية و مقاصة عمليات البورصة لشركة تسيير بورصة القيم¹¹²¹، ليؤثر على فعالية و زيادة كفاءة السوق المالية. يسمح نظام التسوية و التسليم الذي أتى به المؤتمر المركزي على السندات بالإنجاز الآلي و المتزامن لتسوية السندات، التي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء المؤهلين و تسليمها الذي كان سائد في النظام رقم 97-03.

تجري عمليات التسوية في نظام اللجنة رقم 97-03 بين الوسطاء الماليين، بعد إحداث مواجهة بين أوامر رُبنهم المتضمن أمر الشراء و أمر الزبون الذي يحمل أمر البيع، الذي يتوافق معه في بياناته (العدد، السعر، نوع الورقة المالية)، بينما في نظام تسوية السندات و تسليمها الذي

¹¹¹⁹ - المادة 1/143 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق. يتحمل الوسيط في عمليات البورصة المخل كل خسارة أو ضرر يلحق بالطرف المقابل في المعاملة من إجراء عدم تسوية رؤوس الأموال أو تسليم السندات. المادة 2/143 من المرجع نفسه.

¹¹²⁰ - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01 مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات، مرجع سابق. جاءت الأحكام المنظمة لتسوية السندات و تسليمها في الباب الثالث منه، يتضمن المواد من 35 إلى 56.

¹¹²¹ - المادة 62 من المرجع نفسه.

يسيره المؤتمر تجري عملية التسوية بين الوسيط المالي من جهة و المؤتمر المركزي من جهة أخرى، على أساس مجموع العمليات المنجزة سواء كانت بيع أو شراء، التي تم إنجازها في نهاية كل حصة تداول على مستوى شركة تسيير بورصة القيم¹¹²².

يرتكز نظام التسوية و التسليم على وظيفتين أساسيتين هما التصديق على العمليات المنجزة في البورصة و قيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية بسندات المؤتمر المركزي و في حسابات جارية نقدا في بنك الجزائر¹¹²³، علما أن هذا الأخير يقوم بكل التسديدات النقدية الناتجة عن العمليات المنجزة في البورصة و تمت بشأنها التسوية و التسليم على مستوى المؤتمر المركزي على السندات¹¹²⁴

يقوم المؤتمر المركزي على السندات على نظام التسوية و التسليم الذي بموجبه يعالج عمليات تسوية السندات أو القيم المنقولة المتداولة في سوق منظمة قانونا و تسليمها والتي يقصد بها بورصة القيم المنقولة، كما يعالج عمليات التسوية و التسليم التي لا يكون مصدرها المباشر تداولاً في سوق منظمة قانوناً¹¹²⁵.

تتم عملية التسوية و التسليم على مستوى المؤتمر المركزي للسندات بواسطة أنظمة تبناها تسمح له بالإنجاز الآلي و الآني لتسوية و تسليم السندات المتداولة في السوق المنظمة

¹¹²² - تنص المادة 37 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01 مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات، مرجع سابق ، على ما يلي: "يعالج نظام التسوية و التسليم من جهة عمليات تسوية السندات المتداولة في سوق منظمة قانونا و تسليمها،...".

¹¹²³ - المادة 1، 2/38 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01، يتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات، مرجع سابق.

¹¹²⁴ - إن تدخل بنك الجزائر وجوبي لأنه شرط من شروط إتمام العملية، تضمنه نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01 المذكور أعلاه ، يكون بموجب اتفاقية يبرمها مع المؤتمر حسب المادة 36 من المرجع نفسه، التي تنص على ما يلي: "يقوم بنك الجزائر بالتسديد النقدي".

تكون مشاركة بنك الجزائر في نظام التسوية محل اتفاقية مع المؤتمر المركزي".

¹¹²⁵ - المادة 37 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01، يتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات، مرجع سابق.

قانونا أو بالتراضي¹¹²⁶ و هي: نظامين فرعيين للتصديق على العمليات و نظام فرعي لحل العمليات.

1- الأنظمة الفرعية للتصديق على العمليات: تنقسم الأنظمة الفرعية للتصديق على العمليات إلى نوعين، و هي كما يلي: نظام فرعي لضبط الأوامر بين المتداولين و الوسطاء المؤهلين مصدري الأوامر و نظام فرعي بين طرفي الصفقة.

أ- النظام الفرعي لضبط الأوامر: يسمح النظام الفرعي للتسوية للوسطاء جامعي الأوامر الذين يكونون أساسا في البنوك مالكة الحسابات و المتداولين الإتفاق على الأوامر المنفذة في البورصة. يختص هذا النظام بتسوية العمليات المنجزة داخل السوق المنظمة فحسب¹¹²⁷، عن طريق إرسال المتداول إشعار بالتنفيذ العمليات التي قام بإنجازها في البورصة، إلى الوسيط جامع الأوامر.

يلتزم الوسيط جامع الأوامر بالإجابة لطلب المتداول بعد فحصها و مراقبتها مدى مطابقتها بجدول التداول التي مسكها، برسالة يعبر فيها عن موقفه بالنسبة للأمر الذي تلقاه منه، إما بالموافقة أو بالرفض، شرط أن يقدم ردّه في أجل مضبوط قانونا أقصاه أجل التسليم المعمول به. و في غياب رد في حدود هذا الأجل يصدّق على الإشعار بالتنفيذ بفعل الواقع بواسطة هذا النظام، مع العلم أن المؤتمر يقوم بإعلام المتداولين يوميا بوضعية إشعارهم بالتنفيذ إن كان مقبولا، أو قيد التصديق أو مرفوعا من طرفي جامعي الأوامر لتمكّنهم التعرف على وضعيتهم¹¹²⁸.

يترتب على تسجيل النظام الفرعي لأمر التنفيذ الموافق عليه من طرف جامعي الأوامر بإصدار النظام لحساب الطرفين المعنيين بالعملية، أمرا بالتسليم مقابل الدفع، ليتخذ الوسطاء

¹¹²⁶ - المؤتمر المركزي، أنظر الموقع : www.cosbs.org

¹¹²⁷ - المادة 43 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01 يتعلق بالنظام العام للمؤتمر

المركزي على السندات، مرجع سابق.

¹¹²⁸ - المادة 2,3/44 من المرجع نفسه.

مركزي الدائن و المدين لتتم التسوية عن طريق النظام الفرعي لحل العمليات، بعد إرساله الأوامر مقابل الدفع بمجرد إصدارها¹¹²⁹.

ب- النظام الفرعي للقرن: على خلاف النظام الفرعي لضبط الأوامر الذي يختص بتسوية العمليات المنجزة داخل السوق المنظمة، فإن النظام الفرعي للقرن يسمح بتقريب التعليمات التمثالية للتسوية و التسليم المتعلقة بالعمليات المنجزة أو المبرمة بين طرفين خارج السوق المنظمة¹¹³⁰.

يختلف دور المؤتمن المركزي على السندات في هذا النظام عن دوره في النظام الفرعي لضبط الأوامر، كونه لا يتعين عليه التأكد من الطابع النظامي لمضمون التعليمات موضوع الصفقة المبرمة بين المتداولين خارج السوق المنظمة، و لا من قدرة المشاركين على تنفيذ العمليات التي تم إنجازها¹¹³¹. يقوم النظام الفرعي بإتمام صنفين من العمليات و هي:

ب1- عمليات جارية بالتراضي بين المشاركين: يمكن أن تأخذ العمليات الجارية بالتراضي بين المشاركين عدّة صور هي كما يلي:

- عمليات السوق الأولي.

- الإكتتاب في السهم و حصص من هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة و إعادة شراءها.

- شراء سندات أو بيعها.

¹¹²⁹ - المادة 4،5/44 من نظام لجنة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 01-03 يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، مرجع سابق.

مع العلم أن للمنخرط العضو أن يفوض منخرطاً آخر بالوكالة بحل عملياته، فإن التنظيم الفرعي لضبط الأوامر يضع محله آلياً وكيه كطرف مقابل للمشارك جامع الأوامر لحل عملياته.

يمكن للمنخرط جامع الأوامر ماسك الحسابات-حافظ أن يفوض منخرطاً آخر بالوكالة لحفظ سندات، اختار أن يشارك في النظام الفرعي لضبط الأوامر قصد ضبط عملياته بنفسه، فإن النظام الفرعي يضع محله آلياً وكيه كطرف مقابل للمشارك العضو في السوق لحل عملياته. المادتين 1/45 و 1/46 من المرجع نفسه.

¹¹³⁰ - المادة 1/47 من نظام لجنة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 01-03 يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، مرجع سابق.

¹¹³¹ - المادة 2/47 من المرجع نفسه.

- التنازل المؤقت عن السندات.

- إعادة تسليم السندات على أثر المفاوضات.

ب2-عمليات خاصة تم إنجازها مع بنك الجزائر: تنقسم بدورها إلى صنفين:

- عمليات تتعلق بتدخلات السياسة النقدية.

- طلبات للسيولة خلال اليوم.

يوزع المؤتمر المركزي قائمة العمليات المعالجة على مستواه و منها العمليات المتعلقة بتدخلات السياسة النقدية التي يحددها بنك الجزائر¹¹³²، مع وجوب كون التعليمات المتعلقة بالتسوية و التسليم حاملة لتاريخ حل العمليات المتفق عليها بين الأطراف¹¹³³.

يترتب عن قرن عمليتين للتسوية و التسليم إصدار النظام الفرعي للقرن أمرا بالتسليم مقابل الدفع لحساب الطرفين المعنيين، ليأخذ بائع السندات مركز الدائن و مشتريها مركز المدين، ترسل أوامر التسليم مقابل الدفع إلى النظام الفرعي لحل العمليات بمجرد إصدارها ليتولى تسويتها عملا بنص المادة 52 من من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 01-03 يتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات.

2- النظام الفرعي لحل العمليات: يتلقى النظام الفرعي لحل العمليات أوامر التسليم مقابل الدفع التي ترسلها إليه الأسواق المنظمة قانونا و النظم الفرعية للتصديق على العمليات التي يسيّرهما المؤتمر المركزي على السندات¹¹³⁴.

¹¹³²- المادة 48 من من نظام لجنة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 01-03 يتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات، مرجع سابق.

¹¹³³- المادة 1/49 من المرجع نفسه. يتم إعلان المنخرطين المشاركين في النظام الفرعي للقرن يوميا بوضعية تعليماتهم، إن كانت مقرونة، أم قيد القسرن أم مرفوضة، و تسمح لهم هذه المعلومات بتحديد حاجاتهم التقديرية إلى السندات و السيولة النقدية. المادة 53 من المرجع نفسه.

¹¹³⁴- المادة 54 من من نظام لجنة رقم 01-03 يتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات، مرجع سابق.

يقوم النظام الفرعي لحل العمليات بالتسويات الضرورية للسندات و النقود لأوامر التسليم مقابل الدفع المستلمة من النظم الفرعية للتصديق، كما يقوم بتسوية أوامر التحويل الخالصة من النقود بالمعالجة اليومية للحركات، التي يحلّ تاريخ خصمها حسابيا بواسطة أطوال متتالية، تتم في غضون دراسة عمليات التسوية سطر بسطر¹¹³⁵، و في حالة عدم كفاية الرصيد من السندات لدى البائع أو النقود لدى المشتري تبقى العمليات معقّدة إلى حين طور المعالجة الموالية¹¹³⁶.

تعتبر العمليات التي خضع اختتامها للتصديق على إثر كل طور ينجزه النظام الفرعي لحل العمليات مختتمة نهائيا بموجب النظام، نتيجة لذلك يبلغ المؤتمر المركزي بنك الجزائر بوضعية السيولة النقدية للمشاركين، ليتم قيد ما يأتي في دفاتر الحسابات بصفة متلازمة، كل عملية التحويل الخاصة بتسليم السندات في الحسابات الجارية للمشاركين، التي يديرها المؤتمر المركزي على السندات و حركات النقود المطابقة في حسابات المشاركين التي يديرها بنك الجزائر¹¹³⁷.

¹¹³⁵ - المادة 1/56 من نظام لجنة رقم 03-01 يتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات، مرجع سابق.
يمثل كل طور في التصديق على حل العمليات تأكد النظام بشأن وجود رصيد كاف في شكل سندات، فيما يخص المسلم المتمثل في البائع، و في شكل نقود فيما يخص المتسلم و المتمثل في المشتري. المادة 2/56 من المرجع نفسه.

¹¹³⁶ - المادة 3/56 من المرجع نفسه.

¹¹³⁷ - المادة 57 من المرجع نفسه.

خاتمة

نظم المشرع الجزائري القيم المنقولة في إطار كومة من النصوص القانونية و التنظيمية، نظرا لأهميتها في حياة شركات المساهمة بصفة خاصة و في تطوير الإقتصاد الوطني بصفة عامة، بعدما تبين له أنها العنصر الجوهري لتنفيذ كل الخطط و البرامج التنموية في البلاد عن طريق جلب مدخرات الأفراد و استثمارهم لفوائضهم فيها، لسبب نقص الموارد و عجز الخزينة العامة التي كانت تعاني منه الدولة الجزائرية في أواخر الثمانينات.

بالرغم من تغيير التوجه الإقتصادي للدولة الجزائرية من اقتصاد اشتراكي مخطط إلى اقتصاد ليبرالي، استجابة لها لمتطلبات و شروط الهيئات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي) و المنظمة العالمية للتجارة الدولية، إلا أنه أخفق المشرع الجزائري في تنظيم القيم المنقولة بنظام قانوني محكم، يظهر ذلك من خلال النصوص المنظمة لها، التي تتأرجح بين أحكام القانون التجاري و النصوص القانونية و التنظيمية المنظمة للسوق المالية الجزائرية، كون القيم المنقولة السلعة الرئيسية بل الوحيدة المتداولة في البورصة الجزائرية.

سعى المشرع إلى إصلاحات عميقة طرأت على المنظومة الإقتصادية، ابتداء من أواخر الثمانينات بموجب صدور قوانين تجسد استقلالية المؤسسات العمومية، بعدما كانت معظمها تابعة للدولة، نذكر من بينها القانون رقم 88-01 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية التي قسمت رأس مالها إلى أسهم و سندات و غيرها

تلتها نصوص أخرى لتنظيم المعاملات التي تتم على القيم المنقولة، تتمثل في المراسم التنفيذية المنظمة للمعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، هي المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة و المرسوم التنفيذي رقم 91-170، المتضمن تحديد أنواع القيم المنقولة و أشكالها و شروط إصدار شركات الأموال لها، و المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتضمن لجنة البورصة.

بقيت هذه النصوص جامدة لم تلق أي تطبيق، لسبب عدم تلاؤمها كون المناخ الإقتصادي و القانوني غير مهيئين لذلك، ضف إلى ذلك كون هذه المواضيع التي تناولتها هذه المراسيم التنفيذية جديدة، لم يسبق أن عرفتھا المنظومة القانونية الجزائرية من قبل، إلى جانب تعارض أحكام هذه المراسيم الجديدة و نصوص قانونية كانت قائمة آنذاك. فمثلا المادة 02 من المرسوم

التنفيذي رقم 91-169 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، تقضى بإمكانية التنازل عن القيم المنقولة الممثلة لرأسمال شركات المساهمة داخل البورصة، إلا أن المادة 700 من القانون التجاري الساري المفعول آنذاك كانت تنص على أنه "يجب أن توضع إحالة الأسهم تحت طائلة البطلان في شكل رسمي، وأن يتم دفع الثمن بين يدي الموثق الذي يقوم بتحرير العقد"، مع العلم أن بورصة الجزائر لم تكن موجودة أصلا على أرض الواقع.

بقيت المعاملات التي تتم على القيم المنقولة جامدة لسبب تعارض الأحكام المنظمة لها الذي دام ثلاث (3) سنوات، فكان يجب انتظار تعديل القانون التجاري الذي لم يحصل إلا سنة 1993، بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 الذي أحدث تغيير جذريا في النظام القانوني للقيم المنقولة، سمح لأول مرة بإصدارها و تداولها من طرف كل شركات المساهمة دون قيود شكلية، كما خول لأصحابها حقوقا تجعل منها قابلة للتداول و التفاوض عليها في البورصة.

حررّ المرسوم التشريعي رقم 93-08 القيم المنقولة من قيد خضوعها لعقد توثيقي، كما تضمن أشكال عديدة من القيم المنقولة الذي يرجع لشركات المساهمة دورها الحقيقي في تعبئة و جلب الإدخار، نظم كيفية إصدارها و الإكتتاب فيها، فبعدما كانت مجرد شركة تبرم بين الشركاء فيها، أصبحت ينظر إليها بنظرة يمكن من خلالها أن تصبح مؤسسة حقيقية يجب السعي لتطويرها كما هو الحال في عدة دول، تلاه المشرع الجزائري بإصداره المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة و تلتها نصوص تنظيمية و تطبيقية لخلق سوق مالية يتم فيها تداول القيم المنقولة.

حدد المشرع الجزائري أنواع القيم المنقولة في تلك الصادرة عن شركات المساهمة في المادة 715 مكرر 33، تتمثل في السندات كتمثيل لرأسمالها و سندات تمثل رسوم الديون التي على ذمة الشركة، و سندات تعطي الحق في منح سندات أخرى، تمثل حصة معينة لرأس مال الشركة عن طريق التحويل أو التسديد أو أي إجراء آخر، ما يعنى أنها صالحة للتداول في البورصة، إلا أن نظام اللجنة رقم 97-03 انتقى من هذه القيم الأسهم و السندات فقط بموجب المادة 77 منه، و جعل أنواع القيم المنقولة الأخرى غير مقبولة للتداول فيها.

تداركت اللجنة خطأها المتمثل في حصر القيم المنقولة المتداولة في البورصة في الأسهم و السندات الصادرة عن شركات المساهمة بموجب نظامها رقم 97-03 فبمناسبة تعديلها له بموجب النظام رقم 12-01، أدرج بقية القيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة داخل السوق المالية بالرغم من وصفه لها بأنها سندات دين. جاءت المادة 46-8 المستحدثة بموجب النظام رقم 12-01 بسندات مديونية أخرى تتمثل في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم و سندات المساهمة، و شهادات الإستثمار و كل القيم المنقولة التي نص عليها التقنين التجاري في المادة 715 مكرر 110 منه.

تدخلت الدولة في تنظيم القيم المنقولة عن طريق سلب اختصاص السلطة التشريعية و سيادة لجنة تنظيم عمليات البورصة، كون القانون خول لها سلطة التنظيم في المواضيع المتعلقة بمجالها، فهي المختصة في ذلك و أدرى بالعمليات التي تقع على المنتجات المالية، عن طريق السماح للبنوك و المؤسسات المالية العمومية الإستثمار في السوق المالية.

يتمثل هذا الخرق في اصدار وزير المالية القرار المؤرخ في 11 جانفي 1998 المتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري و سيرها، فسمح إصدار قيم و سندات الخزينة، و حدد كفاءات الإصدار في حساب جاري في السوق الأولية و خصائصها و كيفية تداولها في السوق الثانوية، و فرض تداولها في مقصورة البورصة، رغم خروج هذه القيم عن اختصاص لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، ما يدل على تدخل الحكومة في تنظيم قطاع المنتجات المالية و الأسواق المالية، و أن اللجنة لا تتمتع باستقلالية حقيقية اتجاهها.

لم يحدد القانون الجزائري القيمة الاسمية للقيم المنقولة المصدرة، ساير في ذلك موقف المشرع الفرنسي، إلا أن هذا كان خطأ منه لأن مستوى تطور اقتصادنا يبتعد كل البعد عن مستوى تطور اقتصاد الدولة الفرنسية، لذلك نقترح أن يحدد على الأقل الحد الأدنى الذي تصدر في حدود هذه القيم ليكون في حد معقول ليتمكن صغار المدخرين الإستثمار فيها .

حدد المرسوم التنفيذي رقم 91-169 مصدر القيم المنقولة في شركات الأموال التي تكون إما في شكل شركات أسهم أو شركات توصية، بالرغم من أن ما هو متعارف عليه هو أن شركات الأسهم وحدها لها الحق في إصدار القيم المنقولة، أقصى أشخاص آخرين هم الدولة و الأشخاص

المعنوية التابعة لها إصدار قيم منقولة، جاء المرسوم التشريعي رقم 93-08 ليقصي شركات التوصية من دائرة الأشخاص أصحاب الحق في إصدار القيم المنقولة، و أبقى الدولة و الهيئات التابعة لها غير مؤهلة لإصدار القيم المنقولة.

أصدر المرسوم التشريعي رقم 93-10 من أجل تصحيح ذلك الخطأ، فأجاز في المادة 02 منه كل من الدولة و الهيئات المحلية إصدار قيما منقولة، ليعود على موقفه مرة أخرى في عدم السماح لها بذلك، حيث حصرت مصدر القيم المنقولة في شركات المساهمة. تدارك المشرع هذا الخطأ مرة أخرى فصحه بصدور القانون رقم 03-04، و تمّ بذلك استبعاد أحكام المادة 30 من النظام رقم 97-03 و العمل بأحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10 و مجموعة من القرار الوزارية.

لم يحدد القانون التجاري و لا أنظمة السوق المالية الشخص المستثمر في القيم المنقولة لا في الشخص الطبيعي و لا في الشخص المعنوي، خاطبه بالمكتب تارة و بالجمهور تارة أخرى، فلم يبيّن أنواعه باستثناء ما نصت عليه المادة 46-6 من نظام اللجنة رقم 12-01 المعدل و المتمم للنظام رقم 97-03.

جعل المستثمر مؤسساتيا كل من البنوك، هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، المؤسسات المالية، شركات التأمين، شركات رأس مال الإستثمار، صناديق الإستثمار و الشركات المسيرة للأصول، لم يحدد الأشخاص المستثمرين العاديين و لم يحدد شروط اكتسابهم هذه الصفة، عمد على تحديد التزاماتهم و أغفل تحديد التزامات المستثمر المؤسساتي و كأنه تجاهل ذلك عمدا.

يخضع إصدار القيم المنقولة إلى إجراءات صارمة تلتزم بها الشركة المصدرة لها عند افتتاح رأس مالها لاكتتاب الجمهور، نذكر من بينها التزامهم الحصول على تأشيرة اللجنة حماية للجمهور و المستثمر فيها، كونه يلعب دور حيوي في إنشاء الحركة المستمرة للسوق المالية، و في إنعاش الإقتصاد الوطني.

إن عدم نص اللجنة في أنظمتها بأن قرار رفضها قابل للطعن فيه، سواء أمام اللجنة التحكيمية الموجودة على مستواها أو أمام القضاء الإداري كونها سلطة مستقلة القانون، لن يحقق

الهدف المرجو من إنشاء السوق المالية، لعدم منح لأصحاب المشاريع الكبرى فرصة أخرى لتكريس مشاريعهم على أرض الواقع، لذلك نقترح إعادة النظر في هذه النقطة عن طريق النص كما يلي: "يكون قرار رفض اللجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لطلب التأشيرة بمناسبة إصدار قيما قابيلة للطعن أمامها".

يقوم المصدر بطرح القيم المنقولة المصدرة للإكتتاب فيها من الجمهور سواء كانت أشخاص طبيعية أو معنوية، و من أجل تسويق كل الكمية المصدرة قد تسعين بالساعي المصفاي، أتى به المشرع الجزائري في بداية التسعينات ضمن المنظومة القانونية التي تجسد الإصلاحات الإقتصادية، و حصرها في الوسيط في عمليات البورصة، نظم نشاطه في المادة 02 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-03 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة.

نرى أن مادة واحدة غير كافية أبدا لتنظيم النشاط المصفاي، خاصة أنه له من الأهمية ما يجلب المدخرين لاستثمار فوائضهم المالية بشراء القيم المنقولة المعروضة عليهم، مع التزام اللجنة بتنظيمه بنظام خاص بذلك، و إدخال وسائل الإتصال اللاسلكية المعروفة حاليا لعرض القيم المنقولة على المدخر، لأن المادة 02 من نظام اللجنة رقم 96-03 لم تقضي إلا على الرسائل و المكالمات الهاتفية.

يتم تداول القيم المنقولة في السوق المالية التي لم تظهر ملامحها إلا سنة 1993 بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10، الذي أنشأ أجهزتها المتمثلة في شركة بورصة القيم المنقولة و لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، أي ما يقارب سنتين من صدور المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتعلق بلجنة البورصة، و المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتضمن المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة.

نظم المرسوم التشريعي رقم 93-10 شركة تسيير بورصة القيم المنقولة و كيفها شركة مساهمة، إلا أن النظام التي تخضع له يختلف تماما عن الأحكام التي نص عليها القانون التجاري سواء من حيث إنشاءها و سير عملها و عدد الأعضاء المكونين لها. كان ذلك رغبة من المشرع في الإسراع في تهيئة المناخ القانوني و تجسيد القطاع العضوي للسوق المالية، على أمل مباشرتها

لمهامها في أقرب الآجال، و هو على دراية تامة أن انتظار اهتمام المستثمرين للإستثمار فيها قد تطول مدته، لسبب انعدام الثقافة الإستثمارية لدى الأفراد الجزائريين في مجال القيم المنقولة في ذلك الوقت، حدد الأشخاص المكونين لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة في اثني عشر (12) بنك و مؤسسة مالية، و برأس مال إجماعي قدره أربعة وعشرون (24) مليون دينار، عملا بنص المادة 03 من نظام اللجنة رقم 97-01 التي حددت الحد الأدنى لمساهمات الوسطاء بمليوني دينار، و هو غير ما تقضي به أحكام القانون التجاري.

خرقت شركة تسيير بورصة القيم المنقولة النصاب القانوني لأعضائها، بعد تنازل الأعضاء المؤسسين لها عن حصصهم لصالح وسطاء ماليين جدد، تمّ اعتمادهم من طرف اللجنة، فبقيت تمارس نشاطها بأربعة (4) شركاء و هو على خلاف ما نصت عليه الفقرة الأولى من نص المادة 592 من التقنين التجاري، قد يعود السبب في ذلك كون الأحكام التي تنطبق عليها هي أحكام الفقرة الثانية من المادة نفسها.

كيف المشرع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بأنها شركة مساهمة، إلّا أنه إلى جانب الرقابة الداخلية التي تمارسها عليها مجلس الرقابة شأنها كشأن كل شركات المساهمة، تمارس عليها رقابة خارجية تتمثل في رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و رقابة وزير المالية، قد يعود السبب في ذلك إلى كونها شركة خاصة تابعة للقانون التجاري مكلفة بأداء مهام مرفق عام، فهي تمارس نشاط عام بهدف تحقيق مصلحة عامة، تتمثل في حماية النظام العام للسوق المالية و حماية الإقتصاد الوطني.

نظم المشرع لجنة تنظيم عمليات البورصة باثني عشر (12) مادة في المرسوم التشريعي رقم 93-10، الذي ساهم في بناء البنية الأولية للسوق المالية الجزائرية، مع بعض النصوص التنظيمية التطبيقية التي تلتها بعد ذلك، خول لها المشرع صلاحية سن الأنظمة و اللوائح لأنها الأكثر دراية للمسائل المالية في البورصة، هذا إلى جانب كونها سلطة ضبط مستقلة، إلّا أن سلطة التنظيم هذه مقيدة كون هذه الأنظمة يجب أن تصادق عليها الحكومة قبل إصدارها.

يعتبر كذلك تقليل من استقلاليتها كون أعضائها تعينهم الحكومة، ما يجعل منهم خاضعين لوصايتها و يعملون على إرضاءها بهدف تجديد تعيينهم لعهدة أخرى، فيتخذون قرارات غير تلك التي تخدم السوق المالية بالبورصة آملين إرضائهم.

تسمح اللجنة بسلطة توقيع العقاب على مخالفات أنظمة و قوانين المنظمة للبورصة الجزائرية، إلا أن هذه الصلاحية قيد منها المشرع الجزائري لسبب تحديده لدائرة الأشخاص الذين يكونوا أطراف في النزاعات التي تبت فيها، و المتمثلين في الوسطاء في العمليات المالية دون الأشخاص الآخرين المتعاملين بالقيم المنقولة المستثمرين فيها.

عمل المشرع على تغيير نظرتة للسوق المالية عن طريق عصنة العمليات المنجزة فيها تماشيا و تطورات الأسواق المالية في مختلف الدول، فأنشأ جهاز المؤتمن المركزي للسندات بموجب القانون رقم 03-04، ليخول له صلاحية تحويل القيم المنقولة في حسابات إلكترونية، و تجريدها من دعامتها المحسوسة، إلا أن المشرع جعل إجراء التسجيل اختياري للشركة عند إصدارها قيما منقولة، فكان عليه توحيد الإجراء على كل القيم المنقولة الصادرة على التراب الوطني، بجعل إجراء القيد في المؤتمن المركزي للسندات وجوبي، لذلك نقترح تعديل المادة 715 مكرر 37 كما يلي "يمكن أن تكتسي القيم الصادرة بالجزائر إما شكلا ماديا بتسليم سند و يجب أن تكون موضوع تسجيل في الحساب".

جعل المشرع إجراءات التسوية و المقاصة مستقلة عن إجراءات التداول التي تتم على مستوى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، و خولها لجهاز المؤتمن المركزي للسندات بهدف تحقيق الأمان و السرعة في العمليات المنجزة في البورصة لتحقيق الهدف المرجو من إنشاء السوق المالية.

بالإعتماد على ما توصلنا إليه من خلال استعراضنا لموضوع بحثنا، بعد الإستعانة بمختلف الأبحاث و المراسيم و مختلف القوانين و الأنظمة الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، تمّ التوصل إلى مجموعة من الإستنتاجات أهمها فشل المشرع الجزائري تنظيم القيم المنقولة بقانون محكم و متناسق، يخدم التنمية الإقتصادية المرجوة من إصدار القوانين المنظمة لها، للأسباب التالية:

- انعدام ثقافته في القيم المنقولة و في الأسواق المالية كونهما مفهومين لا يمكن الفصل بينهما، لسبب حدائتهما.
- انعدام الوعي الثقافي لدى الفرد المدخر الجزائري، ما يجعله ينفر من الإستثمار في القيم المنقولة.
- قلة وجود شركات مساهمة كبرى على التراب الجزائري لتخوض معركة في السوق المالية الجزائرية الأولية منها و الثانوية.
- عدم ثقة مصدر القيم المنقولة و المستثمر فيها في الإدارة الجزائرية لسبب طول إجراءاتها في مجال الإستثمار، لأن إصدار القيم المنقولة يعني استثمارا بمعنى الكلمة.
- ينبغي قياسا على ما سبق أن تتضافر جهود المشرع من أجل تعزيز ثقة المدخر الجزائري للإستثمار في القيم المنقولة، عن طريق الأخذ بعين الاعتبار الإقتراحات التالية:
- بناء إطار قانوني ملائم و موحد للإستثمار في القيم المنقولة و حماية المستثمرين فيها عن طريق تكريسه ل ضمانات من أجل تشجيعهم الدخول إلى البورصة.
- تشجيع الإستثمار الوطني و نشر الثقافة الإستثمارية في القيم المنقولة، عن طريق ضمان إعلام الجمهور بكيفيات اتخاذ شركات الإكتتاب العام لقراراتها، و تبين المسألة التي يخضع لها مديري ورؤساء تلك الشركات و موظفيها، مع توضيحهم العمليات التي تقع على القيم المنقولة في البورصة، على أمل تفتحهم للإستثمار فيها.
- تشجيع الإستثمار الأجنبي في القيم المنقولة، عن طريق تسهيل الدولة لإنشاء الأجانب لشركات مساهمة على التراب الجزائري، كونها أنفع وسيلة لإنشاء المشاريع الكبرى، ما يؤدي حتما دخولها السوق المالية و تحقيق التنمية المرجوة.
- إن نجاح السوق المالية يكون بتوفير مقومات نجاحها و التي تتمثل أهمها بوجود شركات مساهمة ضخمة و ناجحة، لذلك يجب توفير البنية التحتية اللازمة لنجاحها عن طريق تنظيمها تنظيما محكما و متناسقا مع مقتضيات أحكام السوق المالية الجزائرية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية

-الكتب

- 1- إبراهيم سيد أحمد، العقود و الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1999.
- 2- أبو زيد رضوان، الشركات التجارية، دار الكتب الحديثة، الكويت، 1998.
- 3- أبو طالب صلاح أمين، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995.
- 4- أحمد آيت الطالب، التنظيم القانوني للسوق المالي المغربي- دراسة قانونية و استشرافية لهيئة السوق المالية و لتدخلات الفاعلين فيه على ضوء آخر الإصلاحات، مطبعة المعارف الجديدة، الرباط، 2006.
- 5- أحمد شكري السباعي، التنظيم القانوني للسوق المالي المغربي (البنيات و الفاعلون)، دراسة قانونية و استشرافية لهيئة السوق المالي و لتدخلات الفاعلين فيه على ضوء آخر الإصلاحات، المعارف الجديدة، الرباط، 2006.
- 6- أحمد محمد اللوزي، الحماية الجزائية لتداول الأوراق المالية- دراسة مقارنة-، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، 2010.
- 7- أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 2004.
- 8- أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية و الإفلاس، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، 2008.
- 9- أكرم ياملكي، القانون التجاري - الشركات التجارية-، دار الثقافة، عمان، 2006.
- 10- البارودي علي، العقود التجارية، و عمليات البنوك، الدار الجامعية للطباعة و النشر، بيروت، 1986.

- 11- الرازي عبد النافع عبد الله، عـازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2001.
- 12- الحناوي محمد صالح، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط 2، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- 13- الحناوي محمد صالح، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 14- القزويني شاكـر، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992.
- 15- الضبع أشرف، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007.
- 16- القليوبي سميحة، شرح العقود التجارية، ط2، دار النهضة العربية، القاهرة، 1992.
- 17- _____، الشركات التجارية، ج2، ط 3، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- 18- الملحم أحمد عبد الرحمان، حضر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، دراسة مقارنة، مطبوعات جامعة الكويت، 1998.
- 19- الموسوي ضياء مجيد، البورصات، أسواق رأس المال و أدواتها، الأسهم و السندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- 20- إلياس ناصف، موسوعة الشركات التجارية، الشركات القابضة (هولدنـج) و الشركات المحصور نشاطها خارج لبنان ، ج 3، ط 3، عـويدات للطباعة و النشر، بيروت، 1998.
- 21- _____، الكـامل في قـانون التجارة و الشركات التجارية، ج 2، عـويدات للطباعة و النشر، بيروت، 1999.
- 22- _____، موسوعة الشركات التجارية، الشركات المغفلة، الأسهم، ج 8، منشـورات الحلبي، بيروت، 2004.

- 23- _____ ، الشركة المغفلة، سندات الدين و حصص التأسيس، ج 9، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2005.
- 24- _____ ، موسوعة الشركات التجارية، ج 7، تأسيس الشركة المغفلة، منشورات الحلبي، بيروت، 2008.
- 25- برايان كويل، " نظرة عامة على الأسواق المالية"، دار الفاروق للنشر و التوزيع، القاهرة، 2000.
- 26- جاك الحكيم، الشركات التجارية، (د.د.ن)، دمشق، (د.س.ن).
- 27- جبار محفوظ، تنظيم و إدارة البورصة، دار هومه، الجزائر، 2002.
- 28- حسنين علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، الأسواق المالية، محفوظ أحمد جودة جودة، مفاهيم و تطبيقات، دار زهران، عمان، 1998.
- 29- حسين بني هاني، الأسواق المالية طبيعتها تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكيندي، عمان، (د.س.ن).
- 30- حماد طارق عبد العال، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، الـدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 31- حنفي عبد الغفار و قرياقص رسيمة، البورصات و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، بيروت، 2000.
- 32- دادي عدوان ناصر، اقتصاد المؤسسة، ط 2، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2003.
- 33- سامي فوزي محمد، الشركات التجارية، الأحكام العامة و الخاصة، دراسة مقارنة، دار الثقافة للنشر و التوزيع، القاهرة، 2006.
- 34- سليمان المندي، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مذبولي، القاهرة، 1999.
- 35- شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 1999.

- 36- صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية - دراسة قانونية و اقتصادية مقارنة-، مركز المساندة القانونية، القاهرة، 2001.
- 37- صالح راشد الحمراوي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية، مؤسسة البيان للطباعة و النشر و التوزيع، دبي، 2004.
- 38- صلاح الدين حسين السيبي، بورصات الأوراق المالية، عام الكتب، القاهرة، 2000.
- 39- صلاح أمين أبو طالب، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية- دراسة مقارنة في القانون المصري و الفرنسي-، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995.
- 40- ضياء مجيد، البورصات، أسواق رأس المال و أدواتها، مؤسسة شهاب الجامعة، الإسكندرية، 2000.
- 41- طه مصطفى كمال، الشركات التجارية، الأحكام العامة في الشركات، شركات الأشخاص، شركات الأموال، أنواع خاصة من الشركات، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1998.
- 42- عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995.
- 43- _____، النظام القانوني للمستثمر في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995.
- 44- عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي و التحرر المالي و متطلبات تطورها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 45- عباس مرزوق فليح العبيدي، الإكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، دراسة قانونية و عملية، مكتبة الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، 1998.
- 46- عباس مصطفى المصري، تنظيم الشركات التجارية، شركات الأشخاص، شركات الأموال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002.

- 47- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية- دراسة قانونية مقارنة-، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2009.
- 48- عبد الحكم فوده، شركات الأموال و العقود التجارية في ضوء قانون الشركات الجديد رقم 03 لسنة 1998، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، (د.س.ن).
- 49- عبد الغفار علي حنفي ، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية، أسواق رأس المال، البورصات، البنوك و صناديق الإستثمار، قسم إدارة الأعمال، (د. م. ن)، 2009.
- 50- عبد المنعم فرح الصده، مصادر الإلتزام، دار النهضة العربية، القاهرة، 1992.
- 51- عبد المنعم موسى إبراهيم، الإعتبار الشخصي في شركات الأموال و قانون تملك الأجانب للعقارات - دراسة مقارنة-، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2008.
- 52- عزت عبد القادر، الشركات التجارية، شرح الأحكام العامة و الخاصة للشركات التجارية، دار النسر الذهبي للطباعة، القاهرة، 1999.
- 53- علي بولحية بن خميس، القواعد العامة لحماية المستهلك و المسؤولية المترتبة عنها في التشريع الجزائري، دار الهدى، عين مليلة، 2000.
- 54- علي جمال الدين عوض، العقود التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، (د.س.ن).
- 55- علي البارودي، القانون التجاري، المنشأة التجارية، الإسكندرية، 1986.
- 56- علي نديم الحمصي، الشركات المساهمة في ضوء القانون الوضعي و الفقه الإسلامي، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع، بيروت، (د.س.ن).
- 57- عمر العسري، دليل بورصة القيم المنقولة، مطبعة فضالة، الدار البيضاء، 2000.
- 58- عمورة عمار، الموجيز في شرح القانون التجاري الجزائري، دار المعرفة، الجزائر، 2000.

- 59- عوض علي جمال الدين، دروس في القانون التجاري، دار النهضة العربية، القاهرة، (د.س.ن).
- 60- فايز نعيم رضوان، الشركات التجارية، مكتبة الجلاء الجديدة، القاهرة، 1998.
- 61- _____، الوجيز في العقود التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1998.
- 62- فريد باجورج أبي صالح، بورصة الأوراق المالية و إدارة المحافظ، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1999.
- 63- فوزي عطوي، الشركات التجارية في القوانين الوضعية و الشريعة الإسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2005.
- 64- فوزي محمد سامي، شرح القانون التجاري، دار مكتبة التريبة، بيروت، 1997.
- 65- فوزيل نادية، شركات الأموال في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- 66- فياض عطية، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، 1998.
- 67- مايكل بيكيت، كيف تعمل البورصة، دار الفاروق للنشر و التوزيع، القاهرة، 2005.
- 68- مبروك حسين، المدونة الجزائرية للبورصة مع النصوص التطبيقية و النصوص المتممة، دار هومة، الجزائر، 2014.
- 69- مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود و المال، دار الجامعة الحديثة للنشر، الإسكندرية، 2000.
- 70- محرز أحمد، القانون التجاري الجزائري، ج 3، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- 71- محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية و البورصات العامة، مؤسسة الطوبجي للطباعة و النشر، القاهرة، 2004.

- 72- محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، (د.س.ن).
- 73- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، أسواق المال و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 74- محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، الإستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2012.
- 75- محمد صبري السعدي، الواضح في شرح القانون المدني، النظرية العامة للإلتزامات، دراسة مقارنة في القوانين العربية، دار الهدى، عين مليلة، 2012.
- 76- محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة للنشر و التوزيع، الإسكندرية، 2007.
- 77- محمد فريد العريني، القانون التجاري، النظرية العامة للشركات، شركات الأشخاص، شركات الأموال، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 78- محمد فريد العريني و دويدار هاني، أساسيات القانون التجاري، دار الجامعة الجديدة للنشر، القاهرة، 2004.
- 79- محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة و مخاطر الإستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، (د.س.ن).
- 80- مصطفى عبد الواحد سيد، مترجم سوق الأسهم، (د. د. ن)، دبي، 2009.
- 81- مفيد عبد اللاوي، محاضرات في الإقتصاد النقدي و السياسات النقدية، (د.د.ن)، (د.م.ن)، 2007.
- 82- ميشال بيار الشرتوني، الوجيز في الدراسات المصرفية و التجارية، المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، 2010.
- 83- نادية محمد عوض، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001.
- 84- نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية و المحافظ المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2003.

- 85- نغم حنا رؤوف نليل، النظام القانوني لزيادة رأسمال الشركة المساهمة، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، (د.س.ن).
- 86- هاني دويدار، العقود التجارية و العمليات المصرفية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، (د.س.ن).
- 87- هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2004.
- 88- _____، تداول الأوراق المالية و القيد في الحساب، دراسة قانونية مقارنة في نظام الإيداع و القيد المركزي في الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2005.
- 89- هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، دار منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 90- هندي منير ابراهيم ، الأوراق المالية و أسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.
- 91- هيام مروة، القانون الإداري الخاص، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع، بيروت، 2003.
- 92- يونس علي حسن، الشركات التجارية، شركة المساهمة و التوصية بالأسهم و شركات ذات المسؤولية المحددة طبعة أبناء وهبة، القاهرة، (د.س.ن).

- الأطروحات و المذكرات الجامعية

- الأطروحات الجامعية

- 1- أيت مولود فاتح، حماية الإيداع المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، تخصص القانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012.

- 2- صاطوري الجودي، أثر كفاءة سور رأس المال على الإستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006.
- 3- بودالي محمد، الحماية القانونية للمستهلك في التشريع الجزائري، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في القانون، كلية الحقوق، جامعة سيدي بلعباس، 2002-2003.
- 4- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر3، دالي ابراهيم، 2005-2006.
- 5- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري- دراسة مقارنة-، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في القانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2013.
- 6- جبار محفوظ، البورصة، التسيير و خوصصة المؤسسات العمومية، دراسة حالة دول إتحاد المغرب العربي، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 1997.
- 7- حمليل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، تخصص القانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2014.
- 8- سيد طه محمد بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة من الوجهة القانونية، دراسة لنيل درجة الدكتوراه في القانون، جامعة عين الشمس، القاهرة، 2000.
- 9- صاطوري الجودي، أكثر كفاءة سوق رأس المال على الإستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في علوم التسيير، فرع المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006.
- 10- صبايحي ربيعة، الخوصصة بنقل ملكية المؤسسات العامة الإقتصادية، أطروحة لنيل درجة دكتوراه في العلوم، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2009.

- 11- طارق محمد خليل الأعرج، الأسواق المالية، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في إدارة المصارف، كلية الإدارة و الإقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة، الدانمرك، (د.س).
- 12- كايس شريف، ظاهرة عدم فعالية القواعد القانونية في القانون الوضعي الجزائري، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في القانون، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2006.
- 13- محمد تنوير محمد الرافعي، دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة - دراسة مقارنة-، رسالة لنيل الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة عين الشمس، القاهرة، 2006.
- 14- مطيع أسعد الشبلي، دور المصادر في تمويل الإستثمار في سوريا، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في الإقتصاد، كلية الحقوق، جامعة دمشق، دمشق، 2009.
- 15- نهال فتحي عبد الله، تنظيمات الإستثمار المشترك في القيم المنقولة، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة حلوان، العراق، 2004.
- 16- هالة كمال محمد إسماعيل، الإلتزام بالإيداع و القيد المركزي وفقا لقانون 93 لسنة 2000، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة عين الشمس، القاهرة، 2008.
- 17- يعقوب يوسف صرخوه، الأسهم و تداولها في شركات المساهمة في القانون الكويتي، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة عين الشمس، القاهرة، 1982.

- مذكرات الماجستير

- 1- الحمراني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية وفقا للقانون رقم 95 لسنة 1992 في شأن سوق رأس المال، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الحقوق جامعة عين الشمس، القاهرة، 2000.

- 2- الرحماني عبد الفتاح، انقضاء شركة المساهمة في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون الجزائري، فرع عقود و مسؤولية، معهد الحقوق و العلوم الإدارية، بن عكنون، 1998.
- 3- أحمد سعيد أحمد الشهراني، عمليات الأوراق المالية العاجلة والآجلة، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الحقوق، كلية الحقوق جامعة عين الشمس، القاهرة، 2003.
- 4- آيت منصور كمال، خصوصية المؤسسات العامة ذات الطابع الإقتصادي عن طريق بورصة القيم المنقولة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2001.
- 5- آيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2003.
- 6- بن عالية فاطمة الزهراء، حرية المساهمة في التنازل عن الأسهم، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2007-2008.
- 7- بن مدني أحمد، الوساطة في المعاملات المدنية "السمسرة"، مذكرة لنيل درجة الماجستير في القانون، فرع العقود و المسؤولية، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، بن عكنون، 2002.
- 8- تدريست كريمة، النظام القانوني للبنوك، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في قانون الأعمال، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2003.
- 9- تغريب رزيقة، النظام القانوني للسهم في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون، فرع "قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2004.
- 10- توجان فيصل فايز الشريدة، التعهد بتغطية الأوراق المالية، رسالة لنيل درجة الماجستير في القانون، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، 2000.

- 11- جمعون نوال، دور التمويل المصرفي في التنمية الاقتصادية -حالة الجزائر-، مذكرة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة الجزائر3، دالي إبراهيم، 2005.
- 12- حدادي ريم شهاب، الوسائل القانونية الجديدة لتمويل المؤسسات في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر 1، بن عكنون، 2010-2011.
- 13- حميل نورة، عمليات بورصة القيم المنقولة في النظام القانوني الجزائري و القوانين المقارنة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2003.
- 14- عيسى نجا، تقييم أداة الأسواق المالية، دراسة حالة: تجربة الأردن، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003.
- 15- عيساوي عزالدين، السلطة القمعية للهيئات الإدارية المستقلة في مجال الإقتصادي و المالي، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2004-2005.
- 16- هواف بهية، النظام القانوني لتداول القيم المنقولة (في البورصة)، مذكرة لنيل درجة الماجستير، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق ، جامعة الجزائر، بن عكنون، 2008.

- المقالات

- 1- إريزل الكاهنة، "تعليق على أمر رقم 03-04 المؤرخ في 19 جويلية 2003، المتعلق بالقواعد العامة المطبق على عمليات استيراد البضائع و تصديرها"، المجلة النقدية للقانون

- و العلوم السياسية، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، عدد 02، 2006، ص ص. 75-108.
- 2- اقلولي ولد رابح صافية ، "مبدأ حرية الصناعة و التجارة في القانون الجزائري"، المجلة النقدية للقانون و العلوم السياسية، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، عدد 02، 2006، ص ص. 59-74.
- 3- _____ ، "مكانة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في القانون الجزائري"، إدارة، المدرسة الوطنية للإدارة، عدد 02، 2008، ص ص. 31-07.
- 4- أكرم عبد القادر ياملكي، "اختلاف حقوق المساهم باختلاف أنواع الأسهم- بحث مقارن-"، مجلة الحقوق، جامعة الكويت، عدد 01، مارس 2006، ص ص. 221-271.
- 5- آيت منصور كمال، حماية مصلحة الأجراء في قانون الخوصصة الجزائري، المجلة النقدية للقانون و العلوم السياسية، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، عدد 01، 2016، ص ص. 61-82.
- 6- آيت مولود فاتح، "استغلال معلومات امتيازية في قانون البورصة الجزائري"، المجلة النقدية للقانون و العلوم السياسية، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، عدد 01، 2009، ص ص. 195-219.
- 7- براق محمد، "أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر"، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية و الإقتصادية و السياسية، جامعة الجزائر، عدد 01، 1999، ص ص. 81-113.
- 8- بن بغيث و داد، شراء الشركة لأسهمها بين الحظر و الإجازة، المجلة النقدية للقانون و العلوم السياسية، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، عدد 01، 2016، ص ص. 155-183.

- 9- تشيريل و جراي، "دور المقرضين الحاسم في توجيه الشركات"، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 34، عدد 02، جانفي 1997، ص ص.27-30.
- 10- بوجعيدر الهاشمي، "أزمة المديونية الخارجية للجزائر، أسبابها و آثارها"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، عدد 12، 1999، ص ص.94-102.
- 11- تواتي نصيرة، "تسوية منازعات سوق الأوراق المالية"، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، كلية الحقوق بجامعة عبد الرحمان بجاية، عدد 01، 2010، ص ص.108-120.
- 12- حساين سامية، الأهلية التجارية للقاصر و حماية أمواله في التشريع الجزائري"، المجلة النقدية للقانون و العلوم السياسية، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، عدد 01، 2014، ص ص.185-216.
- 13- حلمي سعد زغلول خالد، "العولمة و التحديات الإقتصادية و موقف الدول النامية"، مجلة الحقوق، جامعة الكويت، عدد 01، 26 مارس 2012، ص ص.10-21.
- 14- حمر العين عبد القادر، الإكتتاب في رأسمال شركة المساهمة، حالة التأسيس المفتوح، مجلة الحقوق و العلوم السياسية، جامعة جيلالي ليايس، سيدي بلعباس، عدد 09، 2012، ص ص.237-267.
- 15- حمليل نواره، "جنحة استغلال معلومات امتياز في البورصة بين اختصاص القاضي و سلطة ضبط السوق المالية"، المجلة النقدية للقانون و العلوم السياسية، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، عدد 02، 2007، ص ص.111-160.
- 16- رتاب سالم الخوري و سعود بالقاسم، "أثر توقيت الإفصاح عن القوائم المالية على أسعار الأسهم و حجم التداول، دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة الأردنية"، المجلة الأردنية، إدارة الأعمال، مجلد 02، 2006، ص ص.163-171.
- 17- روس ليفين، "أسواق الأوراق المالية"، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي و البنك الدولي للإنشاء و التعمير، عدد 01، مارس 1996، ص.26.

- 18- زكريا العماري، "تداول القيم المنقولة في البورصة"، المجلة المغربية لقانون الأعمال و المقاولات، كلية العلوم القانونية و الإقتصادية، جامعة السويسي، الرباط، عدد 16، ماي 2009، ص ص.79-88.
- 19- سمير جاب الله، "العقود الآجلة في الأسواق المالية المعاصرة و تكييفها الشرعي"، المعيار، كلية أصول الدين و الشريعة و الحضارة الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، عدد 18، مارس 2009، ص ص.75-104.
- 20- صادق حسين، "بحوث في أعمال البورصات"، مجلة القانون و الإقتصاد، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، عدد 01، 2009، ص ص.76-82.
- 21- صرخوه يعقوب يوسف، "القيود الواردة على تداول الأسهم و أزمة سوق الأوراق المالية"، مجلة الحقوق الكويتية، عدد 04، 1983، ص ص.65-87.
- 22- صلاح الدين محمد أمين الإمام، "إجراءات تجنّب آثار انتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الإستثمار المؤسسي"، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، عدد 20، ص ص.155-156، منشور على الموقع: <https://iasj.net/iasj?fun>
- 23- طارق علي عامر، "تطوير و تنمية أسواق رأس المال في الدول النامية و قدرات التمويل و الإستثمار"، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، مجلد 8 ، عدد 01، مارس 2000، ص ص.09-11.
- 24- عبد الرحمان المصباحي، "ثلاث شروط غير الأرباح لاحتساب المستثمر المؤهل في السوق الموازية"، اقتصاد، منشور على الموقع: www.okaz.com
- 25- عبد العزيز بن علي بن عزيز الغامدي: "التمويل بالتوريق في المعاملات المالية المعاصرة"، مجلة البحوث الفقهية المعاصرة، منشور على الموقع: www.fiqhia.com
- 26- عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مجلة البحوث القانونية و الإقتصادية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، عدد 04، أكتوبر 1988، ص ص.108-130.

- 27- عبد الناصر طلب الزيود و محمد سليم أبو زيد، "أثر الأنترنت في الأسواق المالية، دراسة تطبيقية علي بورصة عمان"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد 23، عدد 01، 2007، ص ص. 73-97.
- 28- علي قابوسة، أثر هيكل التمويل علي ربحية السهم العادي و معدلات نمو الوحدات الاقتصادية، مجلة الدراسات الاقتصادية و المالية، المركز الجامعي بالوادي، عدد 01، جانفي 2008، ص ص. 160-180.
- 29- فون لوم و كالفين، "أسواق العملات الأجنبية فيما بين البنوك في إفريقيا"، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي و البنك الدولي للإنشاء و التعمير، عدد 01، جوان 1994، ص ص. 14-17.
- 30- قاسم محسن الحبيطي و شكر محمد مصطفى، "تأثير كفاءة سوق المستثمر في تحديد التوازن الظرفي لخصائص المعلومة المحاسبية"، مجلة بحوث مستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، الموصل، العراق، عدد 10، 2005، ص ص. 145-172.
- 31- محمد بن ناصر الجديد، "المستثمر المؤسسي و الدور الإيجابي في الأزمات المالية الاقتصادية"، جريدة العرب الاقتصادية الدولية، منشور على الموقع: www.aleqt.com.
- 32- محمد سعيد الراضي، "تداول القيم المنقولة في القانون التجاري المغربي"، مجلة القانون المغربي، كلية العلوم القانونية و الاقتصادية و الإجتماعية، الرباط، عدد 13، فيفري 2009، ص ص. 31-63.
- 33- محمد مومن، حق المساهمين في التصويت داخل الجموع العامة، شركات المساهمة في القانون المغربي، مجلة الحقوق المغربية، كلية العلوم القانونية و الاقتصادية، جامعة الحسن الثاني، الدار البيضاء، عدد 08، أكتوبر 2009، ص ص. 20-30.
- 34- معاذ بسام عبد القادر، مأمون محمد الدبعي، فوزي عبد الرحيم عزابية، "العلاقة بين الأرباح و عوائد الأسهم في الأجل الطويل: إعادة و إضافة"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، الجامعة الأردنية، مجلد 04، عدد 01، 2008، ص ص. 24-29.

- 35- منير إبراهيم هندي، "السماسرة بين المنافسة و الاندماج"، مجلة البورصة المصرية، عدد 90، فيفري 1999، ص ص.30-36.
- 36- نبيل بن عبد الله، "أسهم الشركات"، مجلة القضاء و التشريع، مركز الدراسات القانونية و القضائية، تونس، عدد 10، السنة السابعة و الثلاثون، ديسمبر 1995، ص ص.07-50.
- 37- نشأت عبد العزيز، محمد صلاح سالم، "سوق السندات في مصر، توصيف للواقـع و مقترحات للتطوي"، مجلة كتاب الأهرام الإقتصادي، مؤسسة الأهرام، القاهرة، عدد 150، جويلية 2000، ص ص.14-25.
- 38- نصيرة تواتي، "المركز القانوني للوسيط المالي في بورصة القيم المنقولة"، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، كلية الحقوق و العلوم السياسية، عدد خاص 2017، ص ص.115-131.
- 39- نهاد نادر، "مقومات نجاح سوق دمشق للأوراق المالية و شركات المساهمة فيه نظرة مستقبلي"، مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية، كلية الحقوق و العلوم السياسية، اللاذقية، سوريا، مجلد 29، عدد 04، 2000، ص ص.51-71.
- 40- ياسين عبد الرحمن الجعفري، "ما الفرق بين المستثمر المؤسسي و الفردي"؟، صحيفة المدينة، منشور على الموقع: www.al-madina.com

- النصوص القانونية

-الدستور

دستور الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المصادق عليها في استفتاء 28 نوفمبر 1996، صادر بموجب مرسوم رئاسي رقم 96-438 مؤرخ في 07 ديسمبر، ج ر ج د ش عدد 76، صادر في 08 ديسمبر 1996، معدل و متمم ب:

قانون رقم 02-03 مؤرخ في 10 أبريل 2002، ج ر ج د ش عدد 25، صادر في 14 أبريل 2002، معدل و متمم ب:

قانون رقم 08-19 مؤرخ في 15 نوفمبر 2008، ج ر ج د ش عدد 63، صادر في 16 نوفمبر 2008، معدل و متمم ب :

قانون رقم 16-01 مؤرخ في 06 مارس 2016، ج ر ج د ش عدد 14، صادر في 07 مارس 2016 (استدراك في ج ر ج د ش عدد 46، صادر في 03 أوت 2016).

- النصوص التشريعية

1- قانون عضوي رقم 98-01، مؤرخ في 30 ماي 1998، يتعلق باختصاصات مجلس الدولة و تنظيمه و عمله، ج ر ج د ش عدد 37، صادر في 01 جوان 1998، معدل و متمم بقانون عضوي رقم 11-13، مؤرخ في 26 جويلية 2011، ج ر ج د ش عدد 43، صادر في 03 أوت 2011 معدل و متمم بقانون عضوي رقم 18-02 مؤرخ في 04 مارس 2018 ج ر ج د ش عدد 15 صادر في 07 مارس 2018.

2- أمر رقم 66-155، مؤرخ في 08 جوان 1966، يتضمن قانون الإجراءات الجزائية، ج ر ج د ش عدد 47، صادر في 09 جوان 1966، معدل و متمم.

- 3- أمر رقم 66-156، مؤرخ في 08 جوان 1966، يتضمن قانون العقوبات، ج ر ج د ش عدد 49، صادر في 11 جوان 1966، معدل و متمم.
- 4- أمر رقم 75-58 مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون المدني، ج ر ج د ش عدد 78، صادر بتاريخ 30 سبتمبر 1975، معدل و متمم.
- 5- أمر رقم 75-59 مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري، ج ر ج د ش عدد 100، صادر في 19 ديسمبر 1975، معدل و متمم بمرسوم تشريعي رقم 93-08 مؤرخ في 25 أبريل 1993، ج ر ج د ش عدد 27، صادر في 27 أبريل 1993، معدل و متمم.
- 6- قانون رقم 86-12 مؤرخ في 19 أوت يتعلق بنظام البنوك و القروض، ج ر ج د ش عدد 34، صادر في 20 أوت 1986. (ملغى)
- 7- قانون رقم 89-02 مؤرخ في 07 فيفري 1989، يتعلق بالقواعد العامة لحماية المستهلك. (ملغى).
- 8- قانون رقم 90-22 مؤرخ في 18 أوت 1990، يتعلق بالسجل التجاري، معدل و متمم بقانون رقم 91-14 مؤرخ في 14 سبتمبر 1991، و أمر رقم 96-07 مؤرخ في 10 جانفي 1996، ج ر ج د ش عدد 36، صادر في 22 أوت 1996.
- 9- مرسوم تشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة ج ر ج د ش عدد 34، صادر في 23 ماي 1993، معدل و متمم بأمر رقم 96-10، ج ر ج د ش د رقم 03، صادر في 14 جانفي 1996، معدل و متمم بقانون رقم 03-04 مؤرخ في 17 فيفري 2003، ج ر ج د ش عدد 11، صادر في 19 فيفري 2003 معدل و متمم بقانون رقم 17-11 مؤرخ في 27 ديسمبر 2017 يتضمن قانون المالية لسنة 2018، ج ر ج د ش عدد 76، صادر في 28 ديسمبر 2017.
- 10- أمر رقم 95-06 مؤرخ في 25 جانفي 1995، يتعلق بالمنافسة، ج ر ج د ش عدد 43، صادر في فيفري 1995. (ملغى)

- 11- أمر رقم 96-08 مؤرخ في 10 جانفي 1996، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ر.م.م) و (ص.م.ت)، ج ر ج د ش عدد 03، صادر في 14 جانفي 1996.
- 12- قانون رقم 01-18 مؤرخ في 12 ديسمبر 2001، يتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ج ر ج د ش عدد 77، صادر في 15 ديسمبر 2001.(ملغى)
- 13- أمر 03-11 مؤرخ في 26 أوت 2003، يتعلق بالنقد و القرض، ج ر ج د ش عدد 52، صادر في 27 أوت 2003، معدل و متمم بأمر رقم 09-01 مؤرخ في 22 جويلية 2009، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2009، ج ر ج د ش عدد 44، صادر في 26 جويلية 2009، و بالأمر رقم 10-04 مؤرخ في 26 أوت 2010، ج ر ج د ش عدد 50، صادر في 01 سبتمبر 2010، متمم بموجب قانون رقم 13-08 مؤرخ في 30 ديسمبر 2013، يتضمن قانون المالية لسنة 2014، ج ر ج د ش عدد 68، صادر في 31 ديسمبر 2013، معدل و متمم بموجب قانون رقم 16-14 مؤرخ في 28 ديسمبر 2016، يتضمن قانون المالية لسنة 2017، ج ر ج د ش عدد 77، صادر في 29 ديسمبر 2016 معدل و متمم بالأمر رقم 17-10 مؤرخ في 11 أكتوبر 2017 ج ر ج د ش عدد 57، صادر في 12 أكتوبر 2017.
- 14- قانون رقم 04-02 مؤرخ في 23 جوان 2004 يحدد القواعد المطبقة على الممارسات التجارية، ج ر ج د ش عدد 41 صادرة في 27 جوان 2004، معدل و متمم بقانون رقم 10-06، مؤرخ في 15 أوت 2010، ج ر ج د ش عدد 46، صادر في 18 أوت 2010 معدل و متمم بقانون رقم 17-11 مؤرخ في 27 ديسمبر 2017، يتضمن قانون المالية لسنة 2018، ج ر ج د ش عدد 76، صادر في 28 ديسمبر 2017.
- 15- قانون رقم 06-02 مؤرخ في 20 فيفري 2006، يتضمن تنظيم مهنة الموثق، ج ر ج د ش عدد 14، صادر في 08 مارس 2006.

- 16- قانون رقم 07-11 مؤرخ في 25 نوفمبر 2007، يتضمن النظام المحاسبي المالي، ج ر ج د ش عدد 74، صادر في 25 نوفمبر 2007، معدل و متمم بموجب أمر رقم 08-02 مؤرخ في 24 جويلية 2008، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2008، ج ر ج د ش عدد 42، صادر في 27 جويلية 2008.
- 17- قانون رقم 09-03 مؤرخ في 29 فيفري 2009، يتعلق بحماية المستهلك و قمع الغش، ج ر ج د ش عدد 15، صادر سنة 2009.
- 18- قانون رقم 17-02 مؤرخ في 10 جانفي 2017، يتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ج ر ج د ش عدد 02، صادر في 11 جانفي 2017.

- النصوص التنظيمية

- 1- مرسوم تنفيذي رقم 90-39 مؤرخ في 30 جانفي 1990، يتعلق برقابة الجودة و قمع الغش، ج ر ج د ش عدد 05، صادر سنة 1990، معدل و متمم بالمرسوم التنفيذي رقم 01-315 مؤرخ في 16 أكتوبر 2001، ج ر ج د ش عدد 61، صادر في 21 أكتوبر 2001.
- 2- مرسوم تنفيذي رقم 91-169 مؤرخ في 28 ماي 1991، يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 26، صادر في 01 جوان 1991.
- 3- مرسوم تنفيذي رقم 91-170 مؤرخ في 28 ماي 1991، يتضمن تحديدي أنواع القيم المنقولة و أشكالها و شروط إصدار شركات الأموال لها، ج ر ج د ش عدد 26، صادر في 01 جوان 1991.
- 4- مرسوم تنفيذي رقم 91-171 مؤرخ في 28 ماي 1991، يتضمن لجنة البورصة، ج ر ج د ش عدد 26، صادر في 01 جوان 1991.
- 5- مرسوم التنفيذي رقم 92-70 مؤرخ في 18 فيفري، يتعلق بالنشرة الرسمية للإعلانات القانونية، ج ر ج د ش عدد 14، صادر في 18 فيفري 1992.

- 6- مرسوم تنفيذي رقم 94-175 مؤرخ في 13 جوان 1994، يتضمن تطبيق المواد 21، 22 و 29 من المرسوم التشريعي 93-10 مؤرخ في 23 ماي 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 41، صادر في 26 جوان 1994.
- 7- مرسوم تنفيذي رقم 94-176 مؤرخ في 13 جوان 1994، يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، مؤرخ في 23 ماي 1993، ج ر ج د ش عدد 41، صادر في 26 جوان 1994.
- 8- مرسوم تنفيذي رقم 95-438 مؤرخ في 23 ديسمبر 1995، يتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمعات، ج ر ج د ش عدد 80، صادر في 24 ديسمبر 1994.
- 9- مرسوم تنفيذي رقم 96-102 مؤرخ في 11 مارس 1996، يتضمن تطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 صادر في 23 ماي 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 18، صادر في 20 مارس 1996.
- 10- مرسوم تنفيذي رقم 96-133 مؤرخ في 13 أبريل 1996، يحدد شروط ممارسة السهم النوعي و كفياته، ج ر ج د ش عدد 23، صادر في 14 أبريل 1996.
- 11- مرسوم تنفيذي رقم 96-134 مؤرخ في 13 أبريل 1996، يتعلق بشروط تملك الجمهور للأسهم و القيم المنقولة الأخرى في المؤسسات العمومية التي ستخصص و كفيات ذلك، ج ر ج د ش عدد 23، صادر في 14 أبريل 1996.
- 12- مرسوم تنفيذي رقم 98-170 مؤرخ في 20 ماي 1998، يتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، ج ر ج د ش عدد 34، صادر في 24 ماي 1998.
- 13- مرسوم تنفيذي رقم 11-241 مؤرخ في 10 جويلية 2011، يتضمن تنظيم مجلس المنافسة و سيره، ج ر ج د ش عدد 39، صادر في 13 جويلية 2011 معدل و متمم بمرسوم تنفيذي رقم 15-79 مؤرخ في 08 مارس 2015، عدد 13 صادر في 11 مارس 2015.

- 14- مرسوم تنفيذي رقم 12-204 مؤرخ في 06 ماي 2012، يحدد نظام أجور أعضاء مجلس المنافسة و الأمين العام و المقرر العام و المقررين، ج ر ج د ش عدد 29، صادر في 06 ماي 2012.
- 15- قرار وزير المالية مؤرخ في 05 أوت 1996، يتضمن تطبيق المادة 52 من الأمر رقم 96-08، مؤرخ في 10 جانفي 1996، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 70، صادر في 20 سبتمبر 1998.
- 16- قرار وزير المالية مؤرخ في 21 جانفي 1998، يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري و سيرها، ج ر ج د ش عدد 15، صادرة في 18 مارس 1998، معدل و متمم بموجب قرار مؤرخ في 22 جويلية 2001، ج ر ج د ش عدد 45، صادر في 12 أوت 2001.
- 17- قرار وزير المالية مؤرخ في 13 أوت 1998 يتضمن تطبيق المادة 36 من الأمر رقم 96-08 مؤرخ في 10 جانفي 1996 يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ر.م.م) و (ص.م.ت)، ج ر ج د ش عدد 70، صادر في 20 سبتمبر 1998.
- 18- قرار وزير المالية مؤرخ في 09 جوان 1999 يتضمن كفاءات و شروط إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ، ج ر ج د ش عدد 44، صادر في 05 جويلية 1999 معدل و متمم.

أنظمة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها

- 1- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02 مؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، ج ر ج د ش عدد 36، صادر في 01 جوان 1997.

- 2- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-03 مؤرخ في 03 جويلية 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم، ج ر ج د ش عدد 36، صادر في 01 جوان 1997.
- 3- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-01 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بمساهمة الوسطاء في عمليات البورصة في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997. معدل و متمم.
- 4- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997، معدل و متمم.
- 5- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-04 مؤرخ في 25 نوفمبر 1997، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج. ق.م)، ج ر ج د ش عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.
- 6- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-05 مؤرخ في 25 نوفمبر 1997، يتعلق باتفاقيات فتح الحساب بين الوسطاء و زبائنهم، ج ر ج د ش عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.
- 7- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 98-01 مؤرخ في 15 أكتوبر 1998، يحدد قواعد حساب العمولات التي تحصلها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن العمليات التي تجري في البورصة، ج ر ج د ش عدد 93، صادر في 13 ديسمبر 1998 (ملغى).
- 8- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 2000-02، مؤرخ في 20 جانفي 2000، يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، ج ر ج د ش عدد 50، صادر في 16 أوت 2000.

- 9- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-2000 مؤرخ في 28 سبتمبر 2000، يتضمن تنظيم وسير المصالح الإدارية و التقنية للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، ج رج ج د ش عدد 08، صادر في 31 ديسمبر 2001.
- 10- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 01-03 مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، ج رج ج د ش عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.
- 11- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 02-03 مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بمسك الحسابات و حفظ السندات، ج رج ج د ش عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.
- 12- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-03 مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأسمال الشركات المتداول أسهمها في البورصة، ج رج ج د ش عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.
- 13- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 04-03 مؤرخ في 18 مارس 2003 يعدل و يتم نظام اللجنة رقم 01-97 مؤرخ في 17 نوفمبر 1997، يتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، ج رج ج د ش عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.
- 14- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 05-03 مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بالمساهمة في الرأسمال الإجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات، ج رج ج د ش عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.
- 15- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 01-04 مؤرخ في 08 جويلية 2004، يعدل و يتم النظام رقم 02-96 المؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علنية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، ج رج ج د ش عدد 22، صادر في 27 مارس 2005.

- 16- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 04-02، مؤرخ في 10 نوفمبر 2004، يتعلق بشروط تداول القيم المنقولة خارج البورصة، ج ر ج د ش عدد 22، صادر في 27 مارس 2005.
- 17- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 04-03، مؤرخ في 09 سبتمبر 2005، يتعلق بصندوق الضمان، ج ر ج د ش عدد 22، صادر في 27 مارس 2005.
- 18- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 12-01 مؤرخ في 12 جانفي 2012، يعدل و يتم النظام رقم 97-03 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج ر ج د ش عدد 41، صادر في 15 جويلية 2012.
- 19- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 15-01 مؤرخ في 15 أفريل 2015، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم، ج ر ج د ش عدد 55، صادر في 21 أكتوبر 2015.

-تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها

- 1- تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-01 ، مؤرخة في 30 نوفمبر 1997، تحدد كفاءات اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة.
- 2- تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 97-03 مؤرخة في 30 نوفمبر 1997، تتضمن تطبيق نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-02 مؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجا علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة.
- 3- تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 98-01 مؤرخة في 30 أفريل 1998، تتعلق بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة.
- 4- تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 99-01 مؤرخة في 03 مارس 1999، تتعلق باتفاقية فتح الحساب.

- 5- تعليمية لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01 مؤرخة في 21 ديسمبر 2003، يتضمن كفاءات تأهيل ماسك الحسابات حافظ السندات.
- 6- تعليمية لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-03 مؤرخة في 21 ديسمبر 2003، تتضمن نموذج إتفاقية فتح الحساب المبرمة بين ماسكي الحسابات حافظي السندات و زبائنهم.
- 7- تعليمية لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 01-2013 مؤرخة في 09 جوان 2013، تتضمن شروط و إجراءات تسجيل راعي البورصة.

- قرارات شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

- 1- قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 01-98 مؤرخ في 22 مارس 1998، يتضمن تحديد إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة و نشر المعلومات.
- 2- قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 02-98 مؤرخ في 22 مارس 1998، يتضمن تنظيم و تسيير حصص التسعيرة في بورصة القيم المنقولة.
- 3- قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 03-98 مؤرخ في 22 مارس 1998، يتعلق بقواعد المقاصة و تسوية عمليات البورصة.
- 4- قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 05-99 مؤرخ في 22 جويلية 1999، يعدل و يتم قرار رقم 01-98 مؤرخ في 22 مارس 1998، يتضمن تحديد إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة.
- 5- قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 06-99 مؤرخ في 22 جويلية، يعدل و يتم قرار رقم 02-98، مؤرخ في 22 مارس 1998، يتضمن تنظيم و تسيير حصص التسعيرة في بورصة القيم المنقولة.
- 6- قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 07-99 مؤرخ في 22 جويلية 1999، يعدل و يتم قرار رقم 03-98 مؤرخ في 22 مارس 1998، يتعلق بقواعد المقاصة و تسوية عمليات البورصة.

7- قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 99-09 مؤرخ في 22 جويلية 1999، يتضمن تحديد مبلغ مصاريف التسجيل و إلغاء التسجيل و التسعيرة الرسمية للقيم المنقولة.

- القواميس:

- 1- أحمد زكي بدوي محمد و إبراهيم نجار- القاموس القانوني فرنسي- عربي، مكتبة لبنان، بيروت، 2006.
- 2- علي بن هادية و بلحسن البليش و الجيلاني بن الحاج يحي، القاموس الجديد للطلاب، ط 06، المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر، 1991.
- 3- معاجم اللغة العربية قاموس عربي/ عربي، منشور على الموقع: www.maajim.com
- 4- معجم المعاني الجامع/ معجم عربي، منشور على الموقع: www.almaamy.com

ثانيا: باللغة الفرنسية

-Ouvrages

- 1- AMOUR Ben Halima, Pratique des techniques bancaires avec référence à l'Algérie, Edition Dahlab, Alger, 1997.
- 2- ARESTON Philippe, Démarchage bancaire et financiers et conseil en investissements financiers, 5^{ème} édition, Edition Revue Banque, Paris, 2006.
- 3- BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, Economica, Paris, 2002.
- 4- _____, Droit des marchés financiers, Economica, Paris, 2005.
- 5- _____, Droit des marchés financiers, 3^{ème} édition, Economica, Paris, 2010.
- 6- CHEROT Jean-Yves, Droit public économique, Economica, Paris, 2002.
- 7- CHOINEL Alain, ROUYER Gérard, Le marché financier : structures et acteurs, 5^{ème} édition, coll. Banque et I.T.B, Paris, 1993.
- 8- CONAL Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers par la commission des opérations de bourse (COB) et la sécurité au exchange commission (SEC). LGDJ, Paris, 2002.

- 9- COURET Alain, LENABASQUE Hervé, COQUELET Marie-Laure, GRANIER Thierry, PORACCHIA Didier, RAYNOUARD Arnaud, REYGROBELLET Arnaud, ROBINE David, Droit financier, Dalloz, Paris, 2008.
- 10- DEFOSE Gaston, BALLY Pierre, La bourse des valeurs, Collection que sais-je ? 16^{ème} édition, Edition Bouchéne, Paris, 1990.
- 11- DEVAUPLANE Hubert, BORNET Jean-Pierre, Droit de la bourse. Edition Litec, 1994.
- 12- _____, Droit des marchés financiers, 3^{ème} édition, Edition Litec, Paris, 2001.
- 13- DIDIER Paul, Droit commercial, La monnaie, les valeurs mobilières, les effets de commerce, Edition presses Universitaires de France, Paris ,1999.
- 14- DUPONTAVICE Emmanuel, DUPICHOT Jaques, Traités de droit commercial, Vol 2, 3^{ème} édition, Montchrestien, Paris. (S. d).
- 15- EVARD Dominique, DELA BACHELERIE Vincent QUAGILA Julien, GASALI George, Second marché, Coll. information financière, Paris, 1991.
- 16- GARRAM Ibtisem, Terminologie juridique dans la législation Algérienne, Lexique français –Arabe, Palais du livre, Blida, 1998.
- 17- GERMANI Michel, Traité de droit commercial, T 1, Vol 16, LGDJ, Paris, 1996.
- 18- GOYEAU Daniel, TARAIZT Amine, « À quoi sert la bourse », In PLTHON Dominique (sous la direction de), Les désordres de la bourse, Universalise de Paris, 2004.
- 19- GOZIAN Maurice, VIANDIER Alain, Droit des sociétés, 8^{ème} édition, Litec, Paris, 1995.
- 20- GRANOTIER Julien, Le transfert de propriété des valeurs mobilières, Economica, Paris, 2010.
- 21- GUIRMAND France, HERAUD Alain, Droit des sociétés, des autres groupements et des entreprises. 11^{ème}édition Edition DUNOD, Paris 2004.
- 22- _____, Droit des sociétés, 3^{ème} édition, DUNOD, Paris, 2009.
- 23- GUYON Yves, Droit des affaires, T1, Droit commercial et généralités, 9^{ème} édition, Economica, paris, 1996.
- 24- _____, Droit des affaires, Droit commercial général et sociétés, Tome 1, 11^{ème} édition, Economica, Paris, 2001.
- 25- GUYON Yves, Droit des affaires, T 1, Doit commercial général et sociétés, 11^{ème} édition, Economica, Paris, 2011
- 26- JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, Edition Dalloz, Paris, 1994.

- 27- JUGLART Michel, IPPOLITO Benyamin, Traité de droit commercial, Banque et bourse, 3^{ème} édition, Montchrestien, Paris, 1991.
- 28- LAMY Pierre, Les bourses des valeurs, Economica, Paris, 1995.
- 29- LASSALAS Ch, L'inscription en compte des valeurs mobilières : La notion de propriété scripturale, LGDJ, Paris, 1997.
- 30- _____, L'inscription en compte des valeurs : La notion de propriété scripturale, LGDJ, Paris, 1997.
- 31- LE GALL Jean Pierre, Droit commercial, Les groupements commerciaux, Sociétés commerciales et GIE Bourse de valeurs, 13^{ème} édition, Dalloz, Paris, 1993.
- 32- LEGEAIS Dominique, Droit Commercial, 10^{ème} éditions, Editions Sirey, Paris, 1995.
- 33- MANSOURI Mansour, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Édition Houma, Alger, 2002.
- 34- MERCADAL Bathémeny, JANIN M Philippe, Droit des affaires, Sociétés commerciales, Edition Francis LEFEBVRE, Paris, 2000.
- 35- MERLE Philippe, Droit commercial, sociétés commerciales, 5^{ème} édition, Dalloz, Paris, 1996.
- 36- _____, Droit commercial, sociétés commerciales, Dalloz, Paris, 1997.
- 37- MERLE Philippe, FAUCHON Anne, Droit commercial, Sociétés commerciales, 17^{ème} édition, Dalloz, 2014.
- 38- MERVILLE Anne Dominique, Droit des marchés financiers, Edition Gualino, Paris, 2006.
- 39- MOULIN Jean-Marc, Droit de l'ingénierie financière, GUALINO éditeur, Paris, 2006.
- 40- NEVILLE Sébastien, Droit de la banque et des marchés financiers, Press Universitaire de France, Paris, 2005.
- 41- OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, 2^{ème} édition, Litec, Paris, 2005.
- 42- PAYRAD Josette, Les bourses Européennes, Edition Vuibert, Paris, 1995.
- 43- PELTIER Frédéric, Marchés financiers et droit commun, Banque éditeur, Paris, 1997.
- 44- PERROT Roger, Institution judiciaire, 3^{ème} édition, Litec, Groupe Lexis Nexis, Edition Juris Classeur, Paris, 2005.
- 45- PEZARD Alice, Droit des marchés monétaire et boursier, Edition JNA, Paris, 1991.
- 46- PILVERDIER Juliette, Le marché boursier, des agents de change à Nyse-Euronext, 3^{ème} éditions, Economica, Paris, 2008.
- 47- PILVERDIER Juliette, HAMET Joanne, Le marché financier français, 4^{ème} édition, Economie, Paris, 2001.

- 48- PILVERDIER- LATREYTE Josette, Finance d'entreprise, 6^{ème} édition, Economica, Paris, 1994.
- 49- POITRINAL Denis- François, Le capital investissement, Guide juridique et fiscal, Edition Galexia, Paris, 1990.
- 50- POUTHINON-DUMAS Hugues, Le droit des sociétés cotés et le marché boursier LGDJ, Paris, 2007.
- 51- RAFAIT Michel, Epargne et investisseur, 3^{ème} Collection que sais-je ? Press Universitaire de France, Paris, 2000.
- 52- _____, Traite de droit commercial, T1, vol 2, 18^{ème} édition LGDJ, Paris, 2002.
- 53- RIPERT Georges, ROBLOT René, Traité de droit commercial, 16^{ème} édition, LGDJ, Paris 1996.
- 54- SALAH Mohamed, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, Edition Ibn khaldoun, Alger, 2001.
- 55- THEODOR Jean-François, Connaitre la bourse, Edition journal des Finances, Paris, 1994.
- 56- THIERRY Bruneau, Droit bancaire, 3^{ème} édition, Montchrestien, Paris, 1999.
- 57- VALETTE Jean Paul, Droit de la régulation des marchés financiers, Editions Gualino, Paris, 2005.
- 58- VIDAL Dominique, Droit des sociétés, LGDJ, Paris, 1993.
- 59- ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, Editions Houma, Alger, 2005.
- 60- _____, Droit de la régulation économique, Edition Berti, Alger, 2006.
- 61- _____, Les autorités de régulation financière en Algérie, Editions Belkeise, Alger, 2013.

-Thèses

- 1- ABDELATY Mohamed Saïd, La protection pénale de circulation des valeurs mobilières-Etude comparative des droits pénaux français et égyptien-, Thèse de doctorat en droit, faculté de droit et de science politique, Univ. Aix-Marseille, 2007.
- 2- ADJIMI Adnene, L'épargne en Tunisie, Thèse de doctorat, Uni. Panthéon-Assas, Paris II, 1992.
- 3- ALAOUI Faiza, La protection des actionnaires des sociétés anonymes dans le droit Marocain, Thèse de doctorat en droit, Univ. Perpignan, 2004.

- 4- AMMAR Héla ép. Ben Becher, La protection institutionnelle de l'épargne investie en valeurs mobilières : l'exemple de la Tunisie, Thèse de doctorat, Univ. des sciences sociales, Toulouse I, 2004 – 2005.
- 5- ANTALI Jasem, La protection des opérations de bourse : Etude comparée en droit Français, Emiratie et Egyptien, Thèse de doctorat, Univ. Panthéon-Sorbonne, Paris I, 2006.
- 6- ARCHAMBULT ANNE-Laure, La nature juridique des valeurs mobilières, Thèse de doctorat en droit, Univ. Paris I, 1998.
- 7- ARNAUD- VALLEE Anne, La protection de l'épargnant, Thèse de doctorat, Univ. Montpellier, 2002.
- 8- BERRAY Mouhamed, Le marché financier en Algérie entre la réalité et les expériences, Thèse de magistère en science de gestion, Option finance, Ecole supérieure de commerce, 1993.
- 9- DANNENBERGER Frédéric Roger, La liberté de créer des valeurs mobilières, donnant accès au capital, Thèse de doctorat, Univ. Strasbourg III, 2007.
- 10- NÇOIS Bénédicte, L'appel public à l'épargne, critère de distinction de sociétés de capitaux, Thèse de doctorat, Univ. Panthéon-Assas, Paris II, 2003.
- 11- GRANOTIER Julien, Le transfert de propriété des valeurs mobilières, Thèse pour le doctorat, Univ. Panthéon-Assas, Paris II, 2006.
- 12- KERDOUD Mehdi, Le capital social de la société anonyme en droit marocain, Thèse de doctorat, Univ. Perpignan, 2000.
- 13- MEADEL Juliette, Les marchés financiers et l'ordre public, Thèse de doctorat, Univ. Panthéon-Assas, Paris II, 2002.
- 14- RIVIERE Isabelle, Les contrats portants sur les valeurs mobilières, Thèse de doctorat, Univ. de Paris I, Panthéon, Sorbonne, 1997.
- 15- TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, Thèse de doctorat, Univ. Panthéon-Sorbonne. Paris I, 2008.

-Articles

- 1- ASSETOU GARCIA Sarah, « Les pactes d'actionnaires à l'épreuve de la pratique », Allianz, Village de la justice, www.village-justice.com
- 2- BEDARIDE Bruno, « Le démarchage bancaire on financier », www.brunobedaride-notaire.fr
- 3- BEZARE Pierre, « Le pouvoir de sanction financière directe, de la commission des opération de bourse », Les petites affiches, N°08, 17Janvier 1990, pp.51-68.

- 4- BOMPOINT Dominique, Les assemblées générales d'actionnaires servent-elles encore à quelque chose ?, Revue trimestrielle de droit financier, N°03, Mai 2011, pp.32-36.
- 5- BOUCOBZA Xavier, « La loi de la majorité dans les sociétés de capitaux », In droit bancaire et financier, sous la direction de DE VAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean-Jacques, Mélanges AEDBF-France, Juillet, 2001, pp.29-41.
- 6- CARREAU Dominique, MARTIN Jean Yves, « Le secret boursier », DPCI, N°01, 1990, pp.30-55.
- 7- CARREAU Dominique, TREUHOLD Robert, « L'évolution du droit boursier, au service des privatisations », Edition Banque, N° 545, 1993, pp.39-50.
- 8- CHAMPAUD C., « régulation et droit économique », R.I.D.E, N°01, 2002. pp.42-65.
- 9- COURET Alain, « les actions traçantes, Actes pratiques sociétés », Edition J.cl, Septembre-Octobre, 2000, p.p.03-07.
- 10- DALI ALI Nadjat, « la bourse d'Alger dans ses meubles », Revue Sonatrach, N°98, Octobre, 1997.
- 11- DE JUGLAR Michel et IPPOLITO Benjamananin, « Le courtage en matière de valeurs mobilières », Revus banque et droit, N°16, Mai/juin 2004, pp.790-799.
- 12- DEMANGE Natalie, FINK BEINER (B), SCHULZ, « Protection des consommateurs en matière des contrats à distance », www.conso-france.org.
- 13- DE NAYER Marie-Christine, « L'unicité de prix », Bull. Jolly- bourse et produits financiers, Mai- Juin 1993, pp.260-272.
- 14- DE VAUPLANE Hubert, « l'autorité des marchés financiers », in DAIGRE Jean- Jacques et DE VAUPLANE Hubert, La loi sur la sécurité financière, Edition d'organisation, Paris, 2004, pp.14- 62.
- 15- DOCOULOUX-FAVARD Claude, « Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers », In Mélanges AEDBF-France, 1997, pp.175-182.
- 16- DROUIN François, « Investisseurs processionnels », www.arkeon-it-pne.fr
- 17- ESSOMBE MOUSSIO Jean-Jacques, « Les sociétés de bourse », J-Cl. commercial, 1992, pp.01-39.
- 18- _____, « Introduction en bourse procédures techniques et modalités contractuelles », Répertoire bourse et produits financiers, N°01, 2006, pp.01-37.
- 19- FAZI Nisar, « Investisseur financier, professionnel, qualifier et averti (définition) », Economie circulaire du 03/12/2016. www.rachat-du-credit.com
- 20- GERMANI Michel, « Déclaration de franchissement de seuil », RDBB, N°17, Janvier / Février 1990, pp.17-27.

- 21- GILLET Philippe, « Le rachat d'actions : Théorie et pratique de gouvernement d'entreprise », Revue du financier, N°128. Paris, 2001, pp. 04-21.
- 22- GOYEAU Daniel, TARAZI Amine, « A quoi sert la bourse », In PLIHON Dominique (sous la direction de), les désordres de la finance, Universalis, Paris, 200, pp.82-102.
- 23- GRANIER Thierry, « La notion de l'appel public à l'épargne », Revue Sociétés, 1992, pp.685-692.
- 24- _____, « Appel public à l'épargne », J.Cl. Sociétés- Traité.2000, Fasc.1610, pp.704-711.
- 25- _____, « La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance n° 2009-08 du 22 Juillet 2009 », Revue DIBF, Mars- Avril, 2009, pp.05-14.
- 26- JUGLAR Michel et IPPOLITO Benjamenin, « Le courtage en matière de valeurs mobilières », Revue banque et droit, N°16, Mai-juin 2004, pp.780-812.
- 27- LANCIN Bernard, « La protection du consommateur en Filande », Revus international de droit comparé », Vol 32, N°02 1980, pp.371-380.
- 28- LE CANNU Paul, « L'ambiguïté d'un concept négatif: Les valeurs mobilières », Bulletin Jolly, Avril 1993, p.p.395-311.
- 29- LEPORTZ Yves, « L'évolution du rôle et des pouvoir de la COB » RDBB, N°08 Juillet-Aout, 1998, pp.140-156.
- 30- MANSOURI R, RAAF S, « La cotation des titres en bourse », Intervention l'ors d'une conférence journée de conseil, La bourse de réelles perspectives pour l'entreprise, tenue au grand hôtel Mercure, Alger, 22 Novembre 2000.
- 31- MAQUET Sophie, « Les assemblés généraux des sociétés », Actualité en droit des sociétés, Edition Larcier, Bruxelles, 2007, pp.41-63.
- 32- MARINI Philippe, « Proposition de lois relative aux pactes d'actionnaires », enregistré à la présidence de Senat le 02 juillet 1997, Session ordinaire du 1996-1997, Rattaché pour ordre au procès-verbal de la séance du 26 juin 1997 N°379, www.Senat.fr
- 33- MARTIN Didier, « La Théorie de la scripturalisation », Recueil Dalloz Sirey, N°25 du 23 Juin 2005, pp.1701-1707
- 34- MORTIER Renaud, « Action de concert », Droit des sociétés, N°05, Mai 2011, pp.32-38.
- 35- NAYER Marie Christine, « L'unicité du prix », BULL-Jolly, bourse et produits financiers, Mai- Juin 1993, p.p.260-271.
- 36- OPPEPIT (S), « La notion de valeur mobilière », Revue banque et droit, N° hors- série, 1991, pp.04 -83.

- 37- PEGALD Pierre, ROBLOT Marie Claude, « Bourse des valeurs mobilières », Répertoire commercial, T I, Editions Dalloz, Paris, 1997, pp. 144-152.
- 38- PELTIER Frédéric, « L'information financière », Banque et droit, N°24, Juillet –Aout 1992, pp.118-132.
- 39- _____, « Sociétés commerciales et l'appel public à l'épargne », Les petites affiches, N° 52, 29 Avril 1992, pp.16-31.
- 40- _____, « Les règles fondamentales du droit financier et l'internationalisation de la bourse », RDBF, N°01, Janvier-février 2000, pp.40-52.
- 41- _____, « Appel public à l'épargne », J-Cl. Banque-Crédit-bourse, fasc. 1610, 2000, pp.01-10.
- 42- PEZARD Alice, « Déontologie boursière », J-Cl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1590, 2001, pp.15-24.
- 43- PEZARD Alice, « Valeurs mobilières », Répertoire commercial. Recueil Dalloz, Editions DALLOZ, Paris, pp.01-36.
- 44- PLIHON Dominique « La spéculation », in PLIHON Dominique, (sous la direction de), Les désordres de finance, Universalis, France, 2004, pp.100-115.
- 45- POULLE Jean-Baptiste, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », Petites affiches, 21 janvier, 2009, N°15, pp.06-15.
- 46- RABUT Albert, « Agents de change, Attributions et responsabilités » J-Cl commercial, 1983, Fasc. 325, pp.04-11.
- 47- ROLIFRATH Gilles, JOURNEL Thomas, Marchés monétaires, Revue Banque, N°06, 2003, pp.47-55
- 48- RONTCHEVSKY Nicolas, « Une nouvelle définition de l'action de concert », Revue LAMY de droit des affaires, N°56, Janvier 2011, pp.10-12.
- 49- SOLLEY Amadou, « Bourse d'hier et de demain », In mélange AEDBF, Banque éditeur, Paris, 1997, pp.21-33.
- 50- SMAIL Nouredine, « La bourse d'Alger opérationnelle », Revue convergence, Edité par banque d'extérieure d'Alger, N°04, Décembre 1999, pp.14-23.
- 51- THIVAUD (T.M), « Le phénomène financier et les marchés financiers en perspective historique: des sociétés antiques à la création de la bourse de Paris en 1724 », Revue économique financière, n°48, Juillet 199, pp.16-21.
- 52- URBAINP ARLEANI Isabelle, BOIZAR Martine, « L'objectif d'information dans la loi du 24 Juillet 1966 », Revue Sociétés, Juillet-Septembre, 1996, pp.445-465.
- 53- VANDIER.A, « Les droits de société à l'épreuve des offres publiques », Revus de jurisprudence commerciale, Juillet-Aout 2000, pp.243-244.

- 54- ZAHY Amar, « Contribution du décret législatif n° 93- 08 du 25 Avril 1993, modifiant et complétant le code de commerce de 1975 », RASEP, N°01, 1995, pp.49-62.
- 55- ZOUAIMIA Rachid, « Les autorités administratives indépendantes et la régulation économique », Revue IDARA, N° 28, 2004, pp.05-50.
- 56- _____, « De l'Etat interventionniste à l'Etat régulateur, l'exemple algérien », Revue critique de droit et de science politique, N° 01, 2008, pp.07-41.
- 57- Article anonyme, « Valeurs mobilières », Répertoire commercial, N°05, Editions Dalloz, Paris, 1997, pp.01-67.

Textes juridiques étrangers

Textes Juridiques Européens

- 1- Directive 2002/65/CE concernant la commercialisation à distance des services financiers du 23 Septembre 2002, www.legifrance.gouv.fr
- 2- Directive 2003 /06/CE relatif à l'information privilégiée et aux déclarations des dirigeants et des personnes étroitement liées pour les opérations qu'ils réalisent sur les titres de la société.
- 3- Directive Européenne n° 2003/71 du placement Européen et du conseil du 04 Novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières en vue de l'admission de valeurs mobilières et à la négociation et modifiant la directive n° 2001-34/ C E, JOCE du 31/12/2003, www.legifrance.gouv.fr
- 4- Directive 2004/39/CE, du parlement européen et du conseil du 21Avril 2004 concernant les d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE du conseil et la directive 200/12/CE du parlement européen et du conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du conseil, www.legifrance.gouv.fr
- 5- Directive 2005/65/CE du parlement européen et du conseil du 23 septembre 2002 concernant la commercialisation à distance des services financiers auprès des consommateurs, et modifiant les directives 90/619/CEE du conseil, 97/07/CE et 98/27/CE, JO n° L271 du 09/10/2002, www.eur-lex.europa.eu
- 6- Directive 2005/65/CE du parlement européen et du conseil du 23 septembre 2002 concernant la commercialisation à distance des services financiers auprès des consommateurs, et modifiant les directive 90/619/CEE du conseil, 97/07/CE et 98/27/CE, JO n° L271 du 09/10/2002, www.legifrance.gouv.fr

Textes Juridiques Français

- 1- Code monétaire et financier, www.legifrance.gouv.fr
- 2- Code de commerce Français, www.legifrance.gouv.fr
- 3- Loi n° 66-537 du 24 Juillet 1966 sur les sociétés commerciales, JORF du 26 Juillet 1966, www.legifrance.gouv.fr
- 4- Loi n°66-1010 du 28 décembre 1966, relative à l'usage au prêt d'argent et à certaine opération de démarchage et de publicité, JORF du 29 décembre 1966, www.legifrance.gouv.fr
- 5- Loi n° 72-06 du 03 janvier 1972 relative au démarchage financier et aux opérations de placement de valeurs mobilières, JORF du 05 janvier 1972, www.legifrance.gouv.fr
- 6- Loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, www.legifrance.gouv.fr
- 7- Loi N° 2003-706 du 1^{er} Aout 2003de sécurité financière, JORF n° 177 publié le 02 août 2003, www.legifrance.gouv.fr
- 8- Loi n° 2005-842 du 26 Juillet 2005, pour la confiance et la modernisation de l'économie, www.legifrance.gouv.fr
- 9- Ordonnance n° 2005-648, du 06 Juin 2005, relative à la commercialisation à distance des services financiers auprès des consommateurs, JORF n°131 du 07 juin 2005,www.legifrance.fr
- 10- Ordonnance N° 2007-544 du 12 Avril 2007, relative au marché d'instruments financiers, JORF n° 87 du 13 Avril 2007, www.legifrance.fr
- 11- Ordonnance n° 2009-80 du 22 Janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et pourtant diverses dispositions en matière financières, JORF n° 0019 du 23 Janvier 2009, www.legifrance.gouv.fr
- 12- Décret n°98-880 du 1^{er} octobre 1998 portant applications de l'article 06 de l'ordonnance n°67-833 du 28 septembre 1967 modifiée instituant une commission de opérations de porteurs des valeurs mobiliers et à la publicité des opérations de bourse, www.legifrance.gouv.fr
- 13- Décret n° 2004-1019 du 28 Septembre 2004 relatif au démarchage bancaire ou financier, JORF n° 227 du 29 Septembre 2004, p.16714, www.legifrance.gouv.fr
- 14- Décret n° 2005-121, du 25 novembre, relatif à la commercialisation à distance de service financier auprès des consommateurs, JORF, 2005, www.legifrance.gouv.fr
- 15- Décret n° 2009-558 du 19 Mai 2009 pris pour l'application de l'ordonnance, n° 2009-80 du 22 Janvier 2009 relatif à l'appel public à l'épargne et pourtant

diverse disposition en matière financière, JORF n° 0117 du 21 Mai 2009, www.legifrance.gouv.fr

- 16- Arrêt du 06 Juillet 1988, portant homologation du règlement de la COB n° 88-04 relatif a informations à publier par les collectivités faisant appel public à l'épargne, JORF du 14 juillet 1988, www.legifrance.gouv.fr

Jurisprudence constitutionnelle

- Décision du conseil constitutionnel n°2001/452 du 06 Décembre 2001 J.O du 12 Décembre 2001, page 19712, Recueil.156.ECLI : CC : 2001 .452 DC, www.conseil-constitutionnel.fr

Documents

- 1- Banque et produit financier : contours de devoir d'information et de mis en garde (fr), www.jurispedia.com
- 2- Bulletin de la COSOB, numéro spécial «Le dépositaire central des titres », N°4 (Numéro spécial), Juillet 2003.
- 3- Commercialisation Conseillers en investissements financiers, s'informer sur le statut de conseiller en investissement financiers (CIF). Document édité par AMF, publié le 26 Mai 2014, www.amf.org
- 4- Document édité par l'Autorité des Marchés Financiers AMF publié le 16 Mai 2014, www.amf-france.org
- 5- Guide de l'admission collection les guides COSOB, Novembre 1997.
- 6- Guide de la bourse et des opérations boursières. Infos-bourse, La négociation en bourse, caractéristiques et règles de fonctionnement, document édité par la SGBV, publication N°3 décembre 1998.
- 7- Guide de l'investisseur, collection des guides de la COSOB, Alger, Novembre 1997.
- 8- Holding public chimie-pharmacie, Groupe SAIDAL, Notice d'information offre public de vente, 1999.
- 9- Infos-bourse « Offre publique de vente, privatisation par la bourse », document édité par la SGBV, publication N°2, Septembre 1998.
- 10- Les titres qui peuvent être inscrits à la côte, Collection investir en bourse, Document édité par SGBV.
- 11- SONATRACH, Notice d'information, Emprunt obligatoire, Visa de la COSOB, n° 97/0001 du 18 Novembre 1997.

Dictionnaires

- 1- Lexique financier. www.lesechoos.fr
- 2- Lexique bancaire et économique. www.banque-info.com
- 3- Lexique finance
- 4- Lexique en ligne www.bourse-descredits.com
- 5- Le Petit Larousse ILLUSTRÉ 2004.

فهرس المحتويات

الباب الأول

الإطار النظري للقيم المنقولة 09

الفصل الأول: أساسيات حول القيم المنقولة ----- 11

المبحث الأول: مفهوم القيم المنقولة----- 12

المطلب الأول: المقصود بالقيم المنقولة ----- 12

الفرع الأول: تعريف القيم المنقولة ----- 13

أولاً-تعدد التعاريف الفقهية للقيم المنقولة----- 13

ثانياً-عدم استقرار القوانين في تعريف القيم المنقولة ----- 18

1-تعريف القيم المنقولة في القانون الفرنسي ----- 18

2-تعريف القيم المنقولة في القانون المصري ----- 20

3-تعريف القيم المنقولة في القانون الأمريكي ----- 20

4-تعريف القيم المنقولة في القانون الجزائري ----- 21

الفرع الثاني: خصائص القيم المنقولة----- 22

أولاً-القيم المنقولة متماثلة في الإصدار الواحد ----- 23

ثانياً - التساوي من حيث صنفها ----- 23

1-القيمة الإسمية للسند ----- 24

2-القيمة الحقيقية للسند ----- 25

3-القيمة السوقية للسند ----- 25

25	ثالثا-عدم قابليتها للتجزئة
26	رابعا-قابليتها للتسعيرة
26	خامسا-التساوي من حيث الحقوق التي تخولها
28	سادسا-قابلية السند للتداول
29	1-عن شكل الأوراق المالية
29	أ-السندات الإسمية
29	ب-السند لحامله
29	ج-السند لأمر
31	2-طرق نقل ملكية الأوراق المالية
32	المطلب الثاني: تمييز القيم المنقولة عن المفاهيم المشابهة لها
33	الفرع الأول: تمييز القيم المنقولة عن الأوراق التجارية
34	أولا- من حيث القوانين المنظمة لهما
35	ثانيا- من حيث إجراءات إصدارهما
36	ثالثا- من حيث قيمتهما
37	رابعا- من حيث آجالهما
38	خامسا- من حيث مخاطر الإستثمار فيهما
39	الفرع الثاني: تمييز القيم المنقولة عن الأوراق النقدية
40	أولا- من حيث القوانين المنظمة لهما
40	ثانيا- من حيث جهة إصدارهما

41	ثالثا- من حيث قيمتهما
42	رابعا- من حيث الغرض من إصدارهما
42	خامسا- من حيث انتمائهما
43	سادسا- من حيث الحقوق التي تخولها لأصحابها
44	سابعا- من حيث أسلوب تداولهما
45	المبحث الثاني: أنواع القيم المنقولة
46	المطلب الأول: القيم المنقولة التقليدية
46	الفرع الأول: الأسهم
47	أولا- تعريف الأسهم
47	1-التعريف الفقهي للأسهم
48	2- التعريف القانوني للأسهم
50	ثانيا- أنواع الأسهم
50	1-من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم
50	أ-الأسهم النقدية
51	ب-الأسهم العينية
52	2-من حيث شكل الأسهم
52	أ-أنواع الأسهم من حيث شكلها
54	ب-تحويل شكل الأسهم
55	3-من حيث الحقوق التي تقرها للمالك

أ- الأسهم العادية	55
ب- الأسهم الممتازة	57
4- من حيث اهتلاكها	59
أ- أسهم التمتع	59
ب- أسهم رأس المال	60
الفرع الثاني: السندات	61
أولاً- تعريف السند	61
1- التعريف الفقهي للسند	61
2- التعريف القانوني للسند	63
ثانياً- خصائص السندات	64
1- التساوي في القيمة الإسمية للسندات	64
2- قابلية السند للتداول	64
3- عدم قابلية السند للتجزئة	64
4- السند قرض جماعي طويل الأجل	64
ثالثاً- تمييز السندات عن الأسهم	64
1- من حيث طبيعتها	64
2- من حيث حق الإشتراك في إدارة الشركة	65
3- من حيث استرداد قيمة السند	65
4- من حيث الأولوية في استيفاء حقهم	65

65	رابعاً-شروط إصدار السندات-----
66	خامساً-أنواع السندات -----
66	1- من f المصدرة للسند -----
66	أ- السندات الصادرة عن الشركات-----
66	ب-السندات السيادية-----
67	2-من حيث الفوائد التي تحققها -----
67	أ- سندات ذات عائد ثابت -----
68	ب-سندات ذات عائد متغير -----
68	3-من حيث الضمان -----
68	أ-سندات مضمونة -----
69	ب- سندات غير مضمونة -----
69	سادساً-حقوق حاملي السندات -----
70	المطلب الثاني: القيم المنقولة الحديثة -----
70	الفرع الأول: القيم الصادرة عن الخزينة العمومية -----
71	أولاً- الإطار المفاهيمي للقيم الصادرة عن الخزينة العمومية -----
71	1- غياب تعريف قانوني للقيم الصادرة عن الخزينة العمومية -----
73	2-أنواع القيم الصادرة عن الخزينة العمومية -----
73	أ-قيم الخزينة -----
74	ب-سندات الخزينة -----

74	ثانياً-الإطار الإجرائي للإصدار و تداول قيم الخزينة
75	1-إجراءات إصدار قيم الخزينة
75	2-تداول قيم الخزينة يخضع لإجراءات غير مؤلفة
77	3-المختصين بتداول قيم الخزينة
78	الفرع الثاني: قيم منقولة أخرى
79	أولاً: القيم المنقولة القابلة للتحويل
79	1-السندات القابلة للتحويل إلى أسهم
79	أ-تعريف السندات القابلة للتحويل إلى أسهم
80	ب-أحكام السندات القابلة للتحويل إلى أسهم
81	ج-عملية تحويل السندات إلى أسهم و أثرها
83	2- سندات الإستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم
83	أ-تعريف سندات الإستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم
84	ب-أحكام سندات الإستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم
85	ج-الآثار المترتبة من إصدار الشركة سندات الإستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم
86	ثانياً- القيم المنقولة غير قابلة للتحويل
86	1- شهادات الإستثمار
87	أ-غياب تعريف تشريعي لشهادات الإستثمار
87	ب-إصدار شهادات الإستثمار
88	ج-حقوق حاملي شهادات الإستثمار

2-سندات المساهمة-----	89
أ- التمييز بين شهادات المساهمة و شهادات الإستثمار-----	89
ب-حقوق حاملي سندات المساهمة-----	90
الفصل الثاني: المتعاملون بالقيم المنقولة-----	91
المبحث الأول: مصدر القيم المنقولة-----	92
المطلب الأول: الشروط الواجب توفرها في مصدر القيم المنقولة-----	93
الفرع الأول: الشروط المتعلقة بمركز المصدر-----	93
أولاً-الشروط المتعلقة بمركز المصدر في القانون الفرنسي-----	94
ثانياً-الشروط المتعلقة بمركز المصدر في القانون المصري-----	96
ثالثاً-الشروط المتعلقة بمركز المصدر في القانون الجزائري-----	97
1-الدولة و الهيئات التابعة لها-----	98
2-شركات المساهمة-----	99
3-هيئات التوظيف الجماعي-----	101
أ-شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير-----	101
ب-الصناديق المشتركة للتوظيف-----	102
الفرع الثاني: شرط حصول المصدر على ترخيص-----	103
أولاً- شرط حصول المصدر على ترخيص في القانون الفرنسي-----	103
ثانياً-شرط حصول المصدر على ترخيص في القانون المصري-----	106

- 107----- ثالثا- شرط حصول المصدر على ترخيص في القانون الجزائري
- المطلب الثاني: التزام مصدر الأوراق المالية بالإعلام و المسؤولية المترتبة عن الإخلال به 109
- 110 ----- الفرع الأول: التزام مصدر الأوراق المالية بالإعلام
- 110----- أولا- التزام مصدر الأوراق المالية بالإعلام في القانون الفرنسي
- 110----- 1- مضمون الإلتزام بالإعلام
- 111----- 2- المبادئ التي يقوم عليها الإلتزام بالإعلام
- 111----- أ- مبدأ النزاهة و التكامل
- 111----- ب- مبدأ المساواة في المعلومة
- 112----- ثانيا- التزام مصدر الأوراق المالية بالإعلام في القانون الجزائري
- 114----- 1- عند تأسيس الشركة
- 115----- 2- عند زيادة رأس مال الشركة
- 117 ----- الفرع الثاني: المسؤولية المترتبة على المصدر عند إخلاله بالإلتزام بالإعلام
- 117----- أولا- المسؤولية المدنية للمصدر
- 118 ----- ثانيا- المسؤولية الإدارية للمصدر
- 121 ----- المبحث الثاني: المستثمر في القيم المنقولة
- 122 ----- المطلب الأول: مدلول المستثمر في القيم المنقولة
- 123 ----- الفرع الأول: تعريف المستثمر في القيم المنقولة
- 123----- أولا- تعريف المستثمر في القانون الفرنسي
- 125----- ثانيا- تعريف المستثمر في القانون الجزائري

- الفرع الثاني: تمييز المستثمر في القيم المنقولة عن ما يشابهه من مفاهيم ----- 129
- أولاً- تمييز المستثمر في القيم المنقولة عن المضارب----- 130
- ثانياً- تمييز المستثمر في القيم المنقولة عن المستهلك ----- 134
- المطلب الثاني: أصناف المستثمرين في القيم المنقولة و التزاماتهم----- 139
- الفرع الأول: أصناف المستثمرين في القيم المنقولة ----- 140
- أولاً- أصناف المستثمرين في القانون الفرنسي----- 141
- 1-المستثمر الواعي ----- 141
- 2-المستثمر العادي ----- 143
- 3-المستثمر المؤهل ----- 144
- أ-المستثمر المؤهل بطبيعته----- 146
- ب-المستثمر المؤهل بناء على تصريح ----- 147
- 4-المستثمر المؤسسي ----- 148
- ثانياً- أصناف المستثمرين في القانون الجزائري----- 150
- الفرع الثاني: التزامات المستثمر في القيم المنقولة ----- 155
- أولاً- التصريح بتجاوز حدود المساهمة ----- 155
- 1-التصريح بتجاوز حدود المساهمة في القانون الفرنسي ----- 156
- 2-التصريح بتجاوز حدود المساهمة في القانون الجزائري----- 159
- ثانياً-إشهار الموائيق----- 163
- 1-إشهار الموائيق في القانون الفرنسي ----- 164

2-إشهار الموائيق في القانون الجزائري -----166

الباب الثاني

تنظيم القيم المنقولة في السوق المالية 168

الفصل الأول: العمليات الواقعة على القيم المنقولة في السوق الأولية ----- 171

المبحث الأول: اللجوء العلني للإدخار طريقة لإصدار القيم المنقولة ----- 172

المطلب الأول: الجانب النظري لعملية اللجوء العلني للإدخار ----- 173

الفرع الأول: مفهوم الدعوة العلنية للإدخار ----- 173

أولاً- تعريف الدعوة العلنية للإدخار ----- 173

1-التعريف الفقهي الدعوة العلنية للإدخار-----174

2-التعريف القانوني للدعوة العلنية لإدخار ----- 175

أ-في القانون الفرنسي ----- 175

ب-في القانون الجزائري ----- 178

ثانيا-فترات لجوء الشركة للدعوة العلنية للإدخار ----- 181

1-عند التأسيس ----- 181

أ-التعريف بمؤسسي الشركة-----181

ب-إجراءات تأسيس الشركة عن طريق الدعوى العلنية للإدخار ----- 183

2- عند زيادة رأس المال ----- 185

أ-التعريف بزيادة رأس مال الشركة ----- 186

ب-شروط زيادة رأس مال الشركة ----- 187

- أ-أداء رأس مال الأصلي بالكامل -----187
- ب-صدور قرار الزيادة في رأس المال من الجمعية العامة غير العادية -----187
- 3-الفرق بين إصدار السندات و زيادة رأس مال الشركة-----188
- أ-شروط إصدار السندات -----188
- ب-إجراءات إصدار السندات -----189
- الفرع الثاني: أحكام الإصدار عند اللجوء علنية للإدخار -----190**
- أولاً- شروط إصدار القيم المنقولة عن طريق اللجوء علنية للإدخار-----190
- 1- تسعير الإصدار -----190
- أ-عند تأسيس الشركة -----190
- ب-عند زيادة رأس مال الشركة-----191
- 2-حجم الإصدار -----191
- ثانياً- الجانب الإجرائي للدعوة العلنية للإدخار -----192
- 1-الحصول على ترخيص للإصدار -----192
- أ-عند تأسيس الشركة -----192
- ب-عند زيادة رأس مال الشركة-----193
- 2-نشر الإعلام -----193
- 3-الإشهار بعملية الإصدار -----193
- أ-عند تأسيس الشركة -----194
- ب-عند زيادة رأسمال الشركة -----194

المطلب الثاني: توظيف القيم المنقولة المصدرة للإكتتاب فيها	195
الفرع الأول: مفهوم توظيف القيم المنقولة	196
أولاً-المقصود بعملية توظيف القيم المنقولة	196
1-تعريف عملية توظيف القيم المنقولة	196
2-أنواع التوظيف	197
أ-التوظيف المضمون	197
ب-التوظيف بين الجمهور	198
ثانياً-أساليب توظيف القيم المنقولة	199
1-أسلوب التوظيف المباشر	199
2-أسلوب التوظيف غير المباشر	200
أ-تعهد بسيط	201
ب-تعهد مغلق	201
3-أسلوب العطاءات	202
الفرع الثاني: الإكتتاب في القيم المنقولة	202
أولاً- تعريف الإكتتاب في القيم المنقولة	203
ثانياً-التكليف القانوني للإكتتاب في القيم المنقولة	204
المبحث الثاني: تسويق القيم المنقولة المصدرة	207
المطلب الأول: تسويق الإصدارات: من السعي المصفقي إلى الإرشاد في مجال التوظيف	208
الفرع الأول: نشاط السعي المصفقي	208

أولاً: التعريف القانوني للسعي المصفاي	209
أ-في القانون الفرنسي	209
ب-في القانون الجزائري	211
ثانياً-أثار الإلتزام بالسعي المصفاي	212
1-إلتزامات الساعي	212
أ-تقديم توضيحات بشأن الصفقة	212
ب-منح الساعي أجل لإتخاذ القرار بشأن الصفقة	213
2-حق الساعي في قبض أجرة	215
أ-أساس أجرة الساعي	215
ب-تحديد أجرة الساعي	216
الفرع الثاني: نشاط الإرشاد	216
أولاً- البحث عن نشاط الإرشاد	217
1-التعريف بنشاط الإرشاد في توظيف القيم المنقولة	217
أ-تعريف نشاط الإرشاد في توظيف القيم المنقولة	217
ب-التزامات الوسيط في مجال توظيف القيم المنقولة	218
ثانياً- نشاط إرشاد المؤسسات في مجال هيكلية الرأس المال و إدماج و إعادة شراء المؤسسات	220
1-تعريف إرشاد المؤسسات في مجال هيكلية الرأسمال	220
2-شروط ممارسة الوسيط لنشاط إرشاد المؤسسات	221
3-مهام الوسيط في مجال إرشاد المؤسسات	221

222	المطلب الثاني: الطبيعة القانونية للإرشاد في مجال التوظيف
222	الفرع الأول: الوسيط في عمليات البورصة
223	أولاً- التعريف بالوسيط في عمليات البورصة
223	1-التعريف الفقهي للوسيط
224	2-التعريف القانوني للوسيط
225	ثانيا-مركز الوسيط في عمليات البورصة
225	1-الوسيط: شخص طبيعي أو معنوي
227	2-إنحصار صفة الوسيط في الشخص المعنوي
230	الفرع الثاني: تمييز الإرشاد المالي عن المفاهيم المشابهة له
231	أولاً-تمييز الإرشاد في مجال التوظيف عن السعي المصفاي
232	ثانيا-تمييز الإرشاد في مجال التوظيف عن الإستشارة في الإستثمار المالي
233	ثالثاً-تمييز الإرشاد في مجال التوظيف عن الإستشارة في إدارة الأموال
234	رابعاً- تمييز الإرشاد في مجال التوظيف عن الإدارة المالية
235	خامساً- تمييز الإرشاد في مجال التوظيف عن الإشهار
237	الفصل الثاني: القيم المنقولة في السوق الثانوية
239	المبحث الأول: توجه موقف المشرع الجزائري نحو عصرية بورصة القيم المنقولة
242	المطلب الأول: النظام القانوني للمؤتمن المركزي للسندات
243	الفرع الأول- خصوصية نشأة المؤتمن المركزي على السندات
243	أولاً-المؤتمن المركزي شركة مساهمة تأسست بموجب قانون

- 244-----ثانيا-المؤتمن المركزي شركة مساهمة حدد القانون رأس مالها الإجتماعي
- 245-----ثالثا-المؤتمن شركة أسهم حدد القانون مؤسسيها
- 247-----الفرع الثاني: العضوية في المؤتمن المركزي على السندات
- 247-----أولا- إكتساب العضوية في المؤتمن المركزي للسندات
- 247-----1-الأشخاص المرخص لها بالإنخراط
- 248-----2-إجراءات الإنخراط في المؤتمن المركزي على السندات
- 250-----ثانيا-فقدان العضوية في المؤتمن المركزي على السندات
- 252-----المطلب الثاني: مهام المؤتمن المركزي على السندات
- 252-----الفرع الأول: إلغاء الدعامات المحسوسة للقيم المنقولة
- 252-----أولا-أسباب إلغاء الدعامات المحسوسة للقيم المنقولة
- 254-----ثانيا-إزالة بعض قوانين الدول للكيان المادي للأوراق المالية
- 254-----1-في القانون الفرنسي
- 254-----أ-الصندوق المركزي لودائع وتحويلات الأوراق المالية
- 254-----ب-شركات مقاصة الأوراق المالية بين الوسطاء ماسكي الحسابات
- 256-----2-في القانون المصري
- 256-----3-في القانون الجزائري
- 258-----الفرع الثاني: مسك الحسابات و حفظ السندات
- 259-----أولا-اعتماد ماسك الحسابات
- 259-----1-الأشخاص المؤهلين لممارسة نشاط فتح الحساب و مسك السندات

259	2-إجراءات طلب الإعتماد
261	ثانيا-إبرام إتفاقية فتح الحساب لقبول السندات
261	1-إبرام إتفاقية فتح الحساب
263	2-قبول السندات في عمليات المؤتمن المركزي
265	المبحث الثاني: تداول القيم المنقولة في البورصة
266	المطلب الأول: قبول القيم المنقولة في البورصة
266	الفرع الأول: الشروط الصارمة لقبول القيم المنقولة في البورصة
267	أولا- قبول السندات العادية
268	1-قبول السندات الممثلة لرأس مال الشركات الضخمة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
268	أ- قبول السندات الممثلة لرأسمال الشركات الضخمة يخضع لشروط صارمة
270	ب-قبول السندات الممثلة لرأسمال الشركات المتوسطة و الصغيرة
274	2-قبول سندات الدين الصادرة عن شركات المساهمة
275	ثانيا- قيد سندات الدين الصادرة عن الدولة و الهيئات العمومية و عن الخزينة العمومية
277	الفرع الثاني: الإجراءات المعقدة لقبول القيم المنقولة في البورصة
277	أولا- إلزامية الحصول على قبول لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها
278	1-ضبط ملف طلب قبول سندات رأس المال
279	2-ضبط ملف طلب قبول سندات الدين
280	ثانيا- إلزامية إيداع مشروع مذكرة إعلامية
280	1-التأشير على المذكرة الإعلامية

281	2- صدور قرار اللجنة و مدى إمكانية الطعن فيه
282	ثالثا- إبرام إتفاقية التسجيل و نشر ما تم الإتفاق عليه
283	1- التسجيل لدى شركة إدارة البورصة
283	أ- التسجيل الأولي
283	ب- التسجيل الإضافي
283	2- النشرة الرسمية للتسعييرة
284	رابعا-تنوع إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة
285	أ-إجراء العرض العمومي للبيع
287	ب-الإجراء العادي
288	ج-الإجراء العادي بسعر مرجعي إرشادي
289	المطلب الثاني: إبرام عقود تداول القيم المنقولة في البورصة
290	الفرع الأول: تنظيم شركة تسيير البورصة لحصص التداول
290	أولا- جمع الوسطاء لأوامر زبائنهم
291	1-التعريف بأوامر البورصة
291	2-شكلية إصدار أوامر البورصة
293	3-تعدد أوامر البورصة
293	أ-الأوامر المحددة لصاحب الأمر
293	ب-الأوامر المحددة لسعر التنفيذ
295	ج-الأوامر المحددة لآجال التنفيذ

د-الأوامر المحددة لكمية الأوراق المتداولة	296
هـ-الأوامر من حيث مرونتها	296
ثانيا- تسعير القيم المنقولة في البورصة	297
1-تعريف أسعار القيم المنقولة في البورصة	297
2-إختلاف أنظمة التسعيرة في البورصة	298
أ-نظام التسعيرة الذي تديره الأوامر	299
ب-نظام التسعيرة الذي تديره الأسعار	301
3-الأساليب المختلفة لتحديد التسعيرة	301
أ-أسلوب المناادة	302
ب-أسلوب التسعيرة بالخزائن	302
ج-أسلوب التسعيرة بالصناديق	302
د-أسلوب التسعيرة بالإعلام الآلي	303
الفرع الثاني: تنظيم حصص التسويات و التسليمات في عمليات البورصة	305
أولاً- تسوية السندات و تسليمها قبل عصرية بورصة القيم المنقولة	306
1-المبادئ الأساسية للتسوية و المقاصة	307
أ-التنظيم مقابل الدفع	307
ب-الإلتزام بإجراءات المقاصة و تسويات العمليات	308
ج-التزام الوسيط بتنفيذ العملية التي قام بإنجازها	309
د-التزام الوسيط بتحقيق نتيجة	310

311	2-أسباب عدم التسوية و التسليم
311	أ-عدم الإعتراف بحجية المحاضر
312	ب-عدم وفاء الوسطاء بالتزاماتهم
314	ثانيا- تسوية السندات و تسليمها بعد عصرنة بورصة القيم المنقولة
316	1-الأنظمة الفرعية للتصديق على العمليات
316	أ-النظام الفرعي لضبط الأوامر
317	ب-النظام الفرعي للقرن
318	2-النظام الفرعي لحل العمليات
320	خاتمة
329	قائمة المراجع
367	فهرس المحتويات

ملخص

تخضع القيم المنقولة في القانون الجزائري لمزيج من القواعد القانونية، وضعت ضمن سلسلة الإصلاحات الإقتصادية التي تبنتها السلطات العامة نهاية الثمانينات، بهدف انعاش الإقتصاد الوطني والإلتحاق بعجلة التنمية.

حاول المشرع من خلال مختلف النصوص القانونية لاسيما المرسوم التشريعي رقم 08-93 المعدل و المتمم للأمر رقم 59-75 المتضمن القانون التجاري، و المرسوم التشريعي رقم 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع القواعد التي تحكم القيم المنقولة، لكن طبيعة سوق القيم المنقولة و ما تتميز به من حداثة و مرونة جعلت إشكالية تحديد و وضع القواعد الكفيلة بتأطير هذه السوق مطروحة، حيث لم يوفق المشرع رغم أنه استوحى أهم المفاهيم من القانون المقارن، في وضع الإطار القانوني الكفيل بضمان حيوية وفعالية سوق القيم المنقولة .

Résumé

Les valeurs mobilières en droit algérien sont soumises à un ensemble de règles juridiques, introduites dans le cadre des réformes économiques engagées par les pouvoirs publics dès la fin des années 80.

Afin de poser les règles qui régissent des valeurs mobilières, le législateur à adopté un dispositif juridique, notamment à travers la promulgation du décret législatif n° 93-08, modifiant et complétant le code de commerce de 1975 et l'autre décret législatif n°93-10 relatif à la bourse.

Cependant, la nature du marché mobilier caractérisée par la souplesse et la nouveauté à soulevé la question de la détermination des règles encadrant le marché financier.