

جامعة مولود معمري تيزي وزو  
كلية الحقوق والعلوم السياسية

## ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري - دراسة مقارنة -

أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم  
تخصص : القانون

إشراف الأستاذ الدكتور  
زوايميه رشيد

إعداد الطالبة  
تواتي نصيرة

لجنة المناقشة:

أ.د. كاشر عبد القادر، أستاذ ، جامعة مولود معمري ، تيزي وزو..... رئيسا  
أ.د. زوايميه رشيد، أستاذ ، جامعة عبد الرحمان ميرة ، بجاية..... مقرر  
أ.د. بن الزين محمد أمين ، أستاذ ، جامعة الجزائر ..... ممتحنا  
أ.د. سمّار نصر الدين ، أستاذ ، جامعة جيجل ..... ممتحنا  
أ.د. كايس شريف ، أستاذ ، جامعة مولود معمري ، تيزي وزو..... ممتحنا

تاريخ المناقشة : 05 أكتوبر 2013

## إهداء

- إلى الوالدين الكريمين ، أطال الله في عمرهما
- إلى زوجي
- إلى ابنتي
- إلى كل عائلتي و من ساعدني في إنجاز هذا العمل

## كلمة شكر

أنتقدّم بجزيل الشكر إلى أستاذي المشرف الأستاذ الدكتور زوايميه رشيد ، الذي أشرف على هذه الرسالة ، وزودني بملاحظاته وتوجيهاته القيمة خلال مراحل إنجاز هذا العمل .

## **Table des abréviations**

- AJDA : **A**ctualité **J**uridique de **D**roit **A**ministratif.
- AMF : **A**utorité des **M**archés **F**inanciers.
- CBV : **C**onseil des **B**ourses de **V**aleurs.
- CMF : **C**onseil des **M**archés **F**inanciers.
- CMT : **C**onseil du **M**arché à **T**erme.
- CNCL : **C**ommission **N**ationale de la **C**ommunication et des **L**ibertés
- CNES : **C**onseil **N**ational **E**conomique et **S**ocial.
- COB : **C**ommission des **O**érations de **B**ourse.
- COSOB : **C**ommission d'**O**rganisation et de **S**urveillance des  
**O**érations de **B**ourse.
- CSA : **C**onseil **S**upérieur de l'**A**udiovisuel.
- LGDJ : **L**ibrairie **G**énérale de **D**roit et de **J**urisprudence.
- OICV : **O**rganisation **I**nternationale des **C**ommissions de **V**aleurs.
- PUF : **P**resses **U**niversitaires de **F**rance.
- SEC : **S**ecurities and **E**xchange **C**ommission.
- SIB : **S**ecurities and **I**nvestment **B**oard.
- OPU : **O**ffice des **P**ublications **U**niversitaires.

## مقدمة

تزايد في الآونة الأخيرة إهتمام العالم بأكمله بالأسواق المالية، لما تلعبه من أدوار في مجال التمويل والتنمية، ولعلّ أهم الأسباب التي زادت من هذا الإهتمام، عدم قدرة أغلبية الدول على توفير الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتها التنموية، إضافة إلى عدم قدرة الأفراد على توفير رؤوس الأموال الضخمة لإنشاء بعض المشاريع الإنتاجية، ممّا أدى إلى البحث عن وسائل أخرى غير تقليدية تضمن تمويل إحتياجات الدول التنموية وحصول المستثمرين على أكبر العوائد بأقل المخاطر الممكنة.

هكذا بدأت فكرة الأسواق المالية تحتل مركزا حيويا في معظم دول العالم وخاصة في ظل النظم الإقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال.

بعد الإشارة إلى ضرورة وأهمية وجود سوق قيم منقولة، نرى أنه من الضروري التعرض إلى تعريف هذه السوق، نشأتها، وكيفية ضبطها.

من الصعب إيجاد تعريف دقيق للسوق المالية، ويعود سبب ذلك إلى تطور الأسواق المالية من جهة، والظهور المستمر لأوراق مالية جديدة تتداول على مستوى السوق من جهة أخرى<sup>1</sup>.

لكن رغم هذه الصعوبات والعراقيل، فقد اقترحت عدة تعاريف لسوق القيم المنقولة نذكر منها:

سوق الأوراق المالية هي سوق مستمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة والمال، في مواعيد محدّدة، يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماصرة ومساعدتهم للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة<sup>2</sup>.

كما تعرف الأسواق المالية بتلك الأسواق التي تباع فيها أوراق مالية طويلة الأجل، تتداول فيها بعد إصدارها<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> PELTIER Frédéric, Marchés financiers et droit commun , Editions d'Organisation, Paris, 1997, p.16.

<sup>2</sup> محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة ، 1992، ص281.

وهناك من يرى أنّ الأسواق المالية بمثابة أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل ، ومعلن عنها على الأوراق المالية، ذلك عن طريق سمسرة ومحترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها على كل نوع<sup>2</sup>. بجانب هذه التعاريف المقدمة أعلاه، قدمت للسوق المالية تعاريف أخرى<sup>3</sup>.

إن الحاجة الماسة لإنشاء مثل هذه السوق تجد تفسيرها من خلال البحث عن ميكانيزمات تمويل عصرية، لا يمكن أن تتوفر إلا عبر إقامة وتطوير سوق مالية تسمح بتحقيق غايات التنمية الشاملة، بما توفره من تمويل طويل الأجل لمختلف المشاريع الإستثمارية، وكذا تغطية عجز ميزانية الدولة، وذلك من خلال ما توفره السوق الأولية من أموال من جهة، ومن جهة أخرى فإنّ السوق الأولية لا يمكنها أن تحقق هذا الهدف على أكمل وجه، إلا إذا توفرت سوق ثانوية تتسم بالفعالية والكفاءة اللازمة<sup>4</sup>.

#### السوق الأولية (سوق الإصدار): Le marché primaire:

هي تلك السوق التي تصدر فيها الورقة المالية لأول مرة، فتطرح على إكتتاب الجمهور، كما أنها وسيلة هامة لجمع المدخرات وتوجيهها نحو تمويل مشاريع مهمة ، مقابل عوائد تحدد عند الإصدار<sup>5</sup>.

والأسواق الأولية هي عادة أسواق منتظمة، حيث تنظم السلطات المختصة في الدولة بموجب قوانين ولوائح أسلوب إصدار الأوراق المالية، شروطه، والجهات التي يرخص لها بذلك، حقوق و التزامات كل من طرفي العملية.

وعليه، فتعتبر السوق الأولية بمثابة حلقة وصل بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، فتتيح للأفراد فرصا متعددة لاستثمار مدخراتهم، كما تتيح

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993، ص 83، 84.

<sup>2</sup> محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية ، مرجع سابق، ص 281.

<sup>3</sup> Les marchés financiers sont dans leur acception originare des lieux de rencontre entre l'offre et la demande de capitaux . Voir, PELTIER Frédéric, Les marchés financiers et droit commun , op. cit. p. 28

<sup>4</sup> طارق علي عامر ، " تطوير وتنمية أسواق رأس المال في الدول النامية وقدرات التمويل والإستثمار " ، مجلة الدراسات المالية والمصرفية ، المجلد الثامن ، عدد 01 ، مارس 2000 ، ص 09.

<sup>5</sup> الزرري عبد النافع عبد الله وغازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2000، ص 48.

للمنشآت المعنية مصادر متنوعة (أسهم، سندات...) للحصول على ما تحتاجه من أموال في سبيل التوسع والنمو<sup>1</sup>.

### السوق الثانوية: (سوق التداول): Le marché secondaire

يتم التعامل فيها على الأوراق المالية بعد إصدارها، حيث تتداول الأوراق المالية المطروحة للإكتتاب للجمهور من خلال الإصدار، يلتقي فيها العرض بالطلب، ويكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة المالية، أو لإعادة الإستثمار في أوراق مالية بديلة<sup>2</sup>، ويطلق على هذه الأسواق إسم البورصات (bourses)<sup>3</sup>.

تساعد البورصة إذن على توفير الإفصاح والعلانية بالنسبة للمستثمر على الوضع المالي للشركة، وحالة العرض والطلب بالنسبة للأوراق المالية المتداولة، وعليه، تلعب البورصة دورا هاما في توفير السيولة المالية، وتوزيع المدخرات على المشروعات الإقتصادية، كما تعكس حقيقة الوضع الإقتصادي في أوقات الراج والكساد<sup>4</sup>.

تتوفر السوق الثانوية أو البورصة على أسواق أخرى أهمها :

السوق الرسمية التي تتميز بصرامة وشدة القواعد التي تحكمها من جهة وتعقيد إجراءاتها من جهة أخرى ، إذ لا يتعامل ضمنها إلا الشركات الضخمة ذات الحجم الكبير من النمو والتطور.

السوق الثانية التي يقيد فيها أوراق الشركات التي لا تتوفر فيها شروط القيد في الجدول الرسمي ، تتميز الأحكام والقواعد المطبقة على مستوى هذه السوق بالمرونة والسهولة ،مقارنة بتلك المطبقة في السوق الرسمية، وعليه فهي فرصة للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم التي لا تستطيع منافسة الشركات الكبرى من أجل قيد أوراقها المالية.

<sup>1</sup> ضياء مجيد، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2003، ص 06.

<sup>2</sup> GOYEAU Daniel et TARAZI Amine , « A quoi sert la bourse ? » , in PLIHON Dominique , (sous la direction de ) , Les désordres de la bourse , Universalis , Paris, 2004 , p. 99

<sup>3</sup> يقال أن كلمة "البورصة" مشتقة من اسم أحد الصيارفة لمدينة "بروج" « Bruges » في بلجيكا وكان يدعى Vander Bourse ، إذ كان التجار يجتمعون في قصره، أنظر شمعون شمعون، البورصة، دار هومة، الجزائر، 1999، ص07.

في حين يرى البعض أنها مشتقة من الرموز المنقوشة على بيت تاجر يجتمع لديه التجار لتبادل سلعهم، ويلعب هذا الأخير دور الوسيط بينهم، وكانت النقوش تمثل ثلاثة أكياس من النقود (trois bourses)، بينما يجمع البعض الآخر بين الروائيتين، أنظر، سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في القانون، جامعة القاهرة، 2000، ص12.

<sup>4</sup> صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية ، عالم الكتب ، القاهرة ، 2000 ، ص06.

السوق غير الرسمية تسمى كذلك بالسوق خارج المقصورة ، تختلف عن النوعين السابقين بعدم إقترانها بشروط صارمة وغياب رقابة من أجهزة وهيئات البورصة ، الأمر الذي يؤثر سلبا على إرادة ونية المستثمرين وتخوفهم من اللجوء إلى مثل هذه السوق<sup>1</sup> .  
نشير في هذا الصدد إلى أن المشرع الجزائري كان يأخذ بمبدأ وحدة الجدول ، بمعنى وجود جدولا واحدا تقيد فيه كافة الأوراق المقبول تداولها في البورصة ، وهذا ما يظهر من عبارة " إن السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة هو سوق وحيد ، يتضمن سوقا لسندات رأس المال وسندات الديون"<sup>2</sup>، إلا أنه في سنة 2012 تم إنشاء سوق ثانية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بموجب تعديل النظام العام لبورصة الجزائر<sup>3</sup> .

من بين البورصات الأكثر بروزا وتطورا في العالم نذكر البعض منها.  
بورصة لندن: شهدت بدايتها في القرن الرابع عشر، عندما بدأت الحكومة البريطانية وبعض الشركات التجارية الكبرى تجميع الأموال عن طريق بيع الأسهم والسندات، ومع نمو وزيادة تداول الأوراق، ظهرت فئة من المتعاملين تقوم بدور الوساطة بين البائعين والمستثمرين، وهكذا تطورت السوق المالية في إنجلترا، وفي عام 1883 انتقل تجار الأوراق المالية في لندن إلى مبنى خاص بهم، بعد أن كانوا يجتمعون في مقاهي، أما المبنى الحالي لبورصة لندن، فيرجع إلى عام 1806 والمسمى ب: Royal exchange<sup>4</sup>.

البورصات في أمريكا: تحتل الولايات المتحدة الأمريكية المركز الأول من ناحية التقدم في أسواق المال، حيث يوجد أكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار، أشهر هذه البورصات هي سوق الأوراق الأمريكية (AMEX) American stock exchange، سوق نيويورك للأوراق المالية (New york stock exchange (Nyse)، والتي تعرف كذلك ببورصة وول ستريت لوقوعها في هذا الشارع، إضافة إلى سوق شيكاغو

<sup>1</sup> VITRAC Didier, Les clés de la bourse, Editions Durand, Paris, 1997, p. 27.

<sup>2</sup> المادة 77 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-97 ، مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة الجزائر ، جريدة رسمية عدد 87 ، صادر في 29 ديسمبر 1997.

<sup>3</sup> المادة 13 من النظام رقم 01-12 ، المؤرخ في 12 جانفي 2012 يعدل ويتم النظام رقم 03-97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة ، جريدة رسمية عدد 41 ، صادر في 15 جويلية 2012 .

<sup>4</sup> الزرري عبد النافع وغازي توفيق فرح، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص45.

CBT (Chicago Board of Trad) ، تتميز بوجود أسواق آجلة يتم التعامل فيها بالعقود المستقبلية والخيارات التي ظهرت مع بداية السبعينات<sup>1</sup>.

بورصة فرنسا: أول بورصة ظهرت في فرنسا، كانت في 1595، وهي بورصة ليون (Lyon)، أما بورصة باريس فلم تنشأ إلا في سنة 1724، لكن إستوجب الأمر انتظار أكثر من قرن ليعرف سوق الأسهم بباريس الحركة والتنشيط ، وتعتبر حاليا بورصة باريس من بين أهم البورصات العالمية ، وذلك نتيجة الإصلاحات والتطورات التي عرفتها الساحة المالية<sup>2</sup>.

بورصة مصر: يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية في المنطقة العربية موضوعا جديدا على معظم بلدانها<sup>3</sup> ، فقد كانت مصر من أسبق الدول العربية إهتماما بالأسواق المالية، وكما هو الشأن في كثير من الدول، لم تنشأ البورصات في مصر بقانون، بل فرضتها الظروف والحاجة إلى تداول الأصول المالية، فكان رجال المال والأعمال يبرمون صفقاتهم في مقاهي وشوارع القاهرة، وبدأت المحاولات لإنشاء بورصة لها مقر معروف، كانت أولها في مقهى في ميدان الأوبرا، وفي سنة 1890، اجتمع السماسرة، وأسسوا شركة استأجرت مكانا يباشرون فيه نشاطهم، وكانت تلك هي أول بورصة منظمة في القاهرة<sup>4</sup>.

بورصة المغرب : يرجع ظهور بورصة المغرب إلى سنة 1929 ، حيث قامت بعض البنوك بالدار البيضاء بإحداث هيئة أطلق عليها " مكتب مقاصات القيم المنقولة " ، وفي عام 1942 ، أحدث مكتب تسعير القيم المنقولة ، وفي سنة 1948 ، تغير وضع المكتب المذكور

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 55.

<sup>2</sup> GOYEAU Daniel et TARAZI Amine , La bourse , Editions La Découverte , Paris , 2006 , p. 3-4.

<sup>3</sup> تم إنشاء سوق تونس للأوراق المالية في عام 1969 وبدأ نشاطه في ماي 1970 ، إلا أنه لم يشهد أي تطور ملحوظ إلا بعد عام 1990 ، أي بعد قيام تونس بتطبيق تصحيح هيكلية منذ عام 1986 ، أما سوق عمان المالي ، فقد تم إنشاؤه منذ 1976 وبدأ نشاطه منذ مطلع 1978 . أنظر رياض دهال ، " أسواق الأوراق المالية العربية : الإتجاهات الحديثة والأداء" ، مجلة التنمية والسياسات الإقتصادية ، المجلد الثاني ، عدد 01 ، ديسمبر 1999 ، ص 65-68 . أما بورصة بيروت فقد تأسست منذ عام 1920 ، ولا تزال مستمرة في العمل بالرغم من إضطرارها للتوقف خلال فترة الأحداث اللبنانية الأليمة ، وقد جرى تجهيزها منذ عام 1996 بأحدث التجهيزات الإلكترونية لتلبية الأسواق الرسمية والموازية وغير الرسمية . أنظر عبده جميل غصوب ، " بورصة بيروت في القانون اللبناني وقانون التجارة الدولية " ، مجلة الدراسات القانونية ، كلية الحقوق ، جامعة بيروت العربية ، عدد 01 ، 2004 ، ص 85.

<sup>4</sup> غير أن قلة العمليات وعدم انتظامها أدى إلى فشل الشركة، وتكررت المحاولات سنة 1898، وفشلت أيضا، ولم تبدأ البورصة بصورة جدية إلا في سنة 1904، بمحاولة اتخذت من مقهى في شارع المغربي مقرا لها، وبعد أن وضعت الحرب العالمية الثانية أوزارها، استقرت أحوال البورصة وانتقلت إلى مبناها الحالي في شارع الشريفيين عام 1948، ونشأت بورصة الاسكندرية في ظروف مشابهة، أنظر عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 1995 ، ص 15.

فأصبح مؤسسة عمومية إلى غاية 1967 ، حيث أصبحت بورصة الدار البيضاء تعرف بهذا الإسم La bourse des valeurs mobilières .

وفي غضون شهر سبتمبر 1993 ، صدرت عدة قوانين تتعلق بإصلاح السوق المالي المغربي<sup>1</sup> .

أمام هذه الأسواق المالية العملاقة التي لاتزال تعرف اتساعا وتطورا ملحوظا، نتساءل عن وضع السوق المالية الجزائرية؟

الجزائر كدولة عرفت عدة تحولات وتغيرات سياسية واقتصادية ، بحاجة بدون شك إلى مثل هذه السوق المالية، لمدّ الصناعة والاستثمار برؤوس الأموال المدخرة ، وإلى تنظيم تشريعي يبعث ثقة الجمهور بهذه المؤسسة ، لدفعه إلى التعامل معها وتنشيط حركتها.

إنّ إقامة هذه السوق، أصبحت ضرورة حتمية، خاصة بعد انسحاب الخزينة العمومية من عملية تمويل الاستثمارات الإنتاجية، إلى جانب عدم قدرة البنوك التجارية على مواجهة الاحتياجات التمويلية الضخمة للمؤسسات والدولة.

يندرج إنشاء السوق المالية الجزائرية ضمن الإصلاحات الإقتصادية التي أعلن عنها عام 1987، ودخلت حيّز التطبيق عام 1988<sup>2</sup> .

تعود بوادر إنشاء السوق المالية الجزائرية إلى بداية التسعينات، وذلك بإصدار عدة قوانين في هذا الشأن<sup>3</sup> .

إلا أنّ هذه النصوص بقيت جامدة ولم تدخل حيّز التطبيق، نتيجة تعارضها مع النصوص السارية آنذاك، حيث تنص المادة 700 من القانون التجاري الساري المفعول آنذاك على أنّه

---

<sup>1</sup> زلايجي محمد ، " الحماية الجنائية للمتعاملين في البورصة " ، مجلة العلوم القانونية والإدارية والسياسية ، كلية الحقوق ، جامعة محمد الأول بوجدة ، ص 02 .

<sup>2</sup> بدأت سلسلة الإصلاحات الإقتصادية بتكريس مبدأ استقلالية المؤسسات العمومية عن طريق إخضاعها للقانون التجاري، وكان ذلك بموجب القانون رقم 88-01، المؤرخ في 12 جانفي 1988، المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الإقتصادية، جريدة رسمية عدد 02، صادر في 13 جانفي 1988.

<sup>3</sup> تتمثل هذه القوانين في:

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

- مرسوم تنفيذي رقم 91-170، مؤرخ في 28 ماي 1991، يحدّد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال، ، جريدة رسمية عدد 26، صادر في 01 جوان 1991.

- مرسوم تنفيذي رقم 91-171، مؤرخ في 28 ماي 1991، يتعلق بلجنة البورصة، جريدة رسمية عدد 26، صادر في 01 جوان 1991.

"يجب أن توضع إحالة الأسهم تحت طائلة البطلان، في شكل رسمي، وأن يتم دفع الثمن بين يدي الموثق الذي يقوم بتحرير العقد"<sup>1</sup>.

في حين نجد أنّ المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 91-169 تنص على إمكانية التنازل عن القيم داخل البورصة.

وبقي الوضع على حاله إلى غاية تعديل القانون التجاري الذي سمح بتداول القيم المنقولة داخل البورصة والتخلي عن الشكل الرسمي الذي كان مفروضا عند التنازل عن القيم المنقولة، كما حوّل لشركات المساهمة إمكانية إصدار قيم منقولة جديدة<sup>2</sup>.

وعليه، فالانطلاقة الفعلية والرسمية لإنشاء سوق منقولة جزائية، تعود إلى المرسوم التشريعي لسنة 1993<sup>3</sup>، وما تبعه من نصوص تطبيقية.

إن انسحاب الدولة من الحقل الإقتصادي، وتكريس ظاهرة إزالة التنظيم، بالتالي إنتقال الدولة من إقتصاد موجه إلى إقتصاد ليبرالي ، لا يعني غياب أو نفي دور الدولة في المجال الإقتصادي، وإنما يبقى تدخل الدولة قائما، لكن مع وجود تغيير في طبيعة و شكل هذا التدخل، حيث أصبح دور الدولة حاليا يختفي وراء فكرة جديدة تسمى بفكرة الضبط، هذه الأخيرة التي تمارس عن طريق هيئات تدعى سلطات الضبط المسقلة<sup>4</sup>.

يرى Cl. Champaud أن إنشاء السلطات الإدارية المستقلة بمثابة وجه جديد لدور الدولة<sup>5</sup> . أما "علي عريفة" فيعتقد أن تكريس الدول لعملية الإصلاحات لا يعتبر تخلّ عن قواعد الضبط ، إنما إعادة النظر فيها بأسلوب يدعم الإتجاه التحرري التنافسي للأسواق<sup>6</sup>

<sup>1</sup> أمر رقم 59-75، مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري، جريدة رسمية عدد 100، صادر في 19 ديسمبر 1975.

<sup>2</sup> مرسوم تشريعي رقم 08-93، مؤرخ في 25 أبريل 1993، يعدّل ويتم الأمر رقم 59-75، المتضمن القانون التجاري ، جريدة رسمية عدد 27، صادر في 27 أبريل 1993.

<sup>3</sup> مرسوم تشريعي رقم 10-93، مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، معدّل ومتمم، جريدة رسمية عدد 34، صادر في 23 ماي 1993.

<sup>4</sup> ZOUAIMIA Rachid, Droit de la régulation économique, Berti Editions, Alger, 2006,p. 15. Et FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Exemples de régulation et de contrôle étrangers », Petites affiches , 17 septembre 2001, N°185, p. 34.

<sup>5</sup> Cl. Champaud, « Régulation et droit économique », RIDE, n° 1, 2002, p. 61.

<sup>6</sup> علي عريفة ، "تحررية الأسواق وقواعد الضبط في الدول الصناعية" ، مجلة التنمية والسياسات الإقتصادية ، عدد 02 ، جوان 1999 ، ص 112.

رغم الاستعمال الواسع لمصطلح الضبط، إلا أنه من الصعب إيجاد تعريف دقيق له. تعود بعض أسباب غموض فكرة الضبط إلى أصلها، حيث ظهرت فكرة الضبط في الولايات المتحدة الأمريكية، ونقصد بها من جهة الوسيلة، والتي يقابلها باللغة الفرنسية التنظيم (réglementation)، ومن جهة أخرى نقصد بفكرة الضبط سياسة عامة معينة، في هذه الحالة الأخيرة، وحسب القانون العام الأمريكي، نقصد بفكرة الضبط رقابة متعاملي بعض الأسواق من طرف السلطة العامة، هذه الرقابة يمارسها القاضي أو هيئات معينة تسمى بسلطات الضبط<sup>1</sup>.

فيعتبر مفهوم مصطلح "الضبط" في القانون الأمريكي، أضيق نطاق من مفهومه حسب القانون الفرنسي، فحسب القانون الأمريكي، فالضبط نقصد به التنظيم فقط<sup>2</sup>. تهدف إذن فكرة الضبط إلى التسيير الحسن والمتوازن لنظام معقد، وعليه تعتبر عبارة الضبط كإجابة لفكرة عدم الاستقرار وسوء تسيير، فهي إذا بمثابة تصحيح وتوازن لنظام دائم ومعقد، يعرف وضعية غير عادية.

إنّ ضبط قطاع وظيفي معين في قانون الضبط الإقتصادي يعني البحث عن الإستقرار والتوازن لهذا القطاع عن طريق سلطات الضبط التي تسهر على فعالية تدخلها لضمان الدخول الحرّ إلى القطاع والحفاظ على مصلحة المستهلك<sup>3</sup>.

بجانب هذه التعاريف، قدمت تعاريف أخرى لفكرة الضبط من طرف بعض الفقهاء نذكر منهم:

---

<sup>1</sup> DU MARAIS Bertrand, Droit public de la régulation économique, Dalloz, Paris, 2004, p. 482.

<sup>2</sup> رغم اتفاق كل من فكري التنظيم والضبط في الهدف المرجو، والمتمثل في تحقيق تنظيم وتوازن، إلا أن الآليات المتبعة في ذلك مختلفة، فتعتبر الآليات المتبعة في فكرة الضبط أكثر مرونة وملائمة لعدم التوازن مقارنة بالآليات المتبعة في التنظيم، بتعبير آخر تنطلق فكرة الضبط من مبدأ أنها تصحيح للتوازن ولا مساواة حقيقية، وذلك بإيجاد حلول مناسبة، في حين أنّ التنظيم ينطلق من فكرة افتراض المساواة للوصول إلى حالة عدم وجود مساواة.

فمصطلح الضبط يتضمن الوسائل المستعملة والنتائج المنتظرة، بينما يعد التنظيم مجرد الوسيلة المستعملة، أنظر:

SOUHAYEL Tayeb, Les techniques de régulation des cours de bourse :

Etude en Droit comparé (France, Etats-Unis, Pays de Maghreb), thèse de doctorat en Droit, Université Panthéon – Assas ( Paris II), 2007, p. 27. Et TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, thèse de doctorat en Droit, Université Paris I, Panthéon – Sorbonne, 2008, p.23.

<sup>3</sup> FRISON – ROCHE Marie –Anne, « Le droit de la régulation », Recueil Dalloz, 2001, n°07, p.614.

Selon le professeur FRISON –ROCHE : « *La régulation consiste à instaurer ou maintenir les grands équilibres de secteurs qui ne peuvent par leur seule force les créer ou les maintenir* »<sup>1</sup>.

Selon le même auteur toujours : « *La régulation, est l'organisation, le maintien et la pérennité d'un équilibre dans un ensemble* »<sup>2</sup>.

Selon M.JOBART, « *La régulation se définit tantôt comme un genre dont le droit est une espèce tantôt comme un type de droit, alternative à la régulation ou bien dont la réglementation n'est qu'une modalité* »<sup>3</sup>.

Monsieur Richard DESCOINGS définit la régulation dans son sens large comme étant le fait « *de fournir des règles pour organiser des comportements, pour ordonner les espaces, pour faire coexister les intérêts légitimes de personnes concernées dans tel ou tel secteur à telle ou telle échelle* »<sup>4</sup>.

Selon le même auteur, au sens stricte du terme, « *La régulation vise alors des secteurs économiques particuliers, mais dont le point commun est d'être la capacité intrinsèque de produire leur propre équilibre. Le secteur doit alors être régulé, parce qu'il souffre de faiblesse requérant une tutelle des marchés* »<sup>5</sup>.

إنّ مختلف التعاريف المقدمة لفكرة الضبط متعلقة ومرتبطة بوجود هيئة ضابطة تتمتع بسلطات قصد ممارسة دورها، تحكمها علاقة بالدولة والقاضي، فلا يمكن لنا تصوّر فكرة الضبط دون وجود الهيئة الضابطة التي تمارس هذه السلطة.

تجدر بنا الإشارة في هذا الصدد إلى أنّ ظهور مصطلح (Régulateur) أسبق من ظهور مصطلح الضبط (Régulation)، حيث يعود ظهوره لأول مرة إلى سنة 1930،

---

<sup>1</sup> FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Définition du droit de la régulation », Recueil Dalloz, 2004, p.126.

<sup>2</sup> FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Les différentes définitions de la régulation », Petites affiches, 10 juillet 1998, p. 42.

<sup>3</sup> JOBART J-Ch, « Essai de définition du concept de régulation : de l'histoire des sciences aux usages du droit », Revue de la recherche juridique, 2004-1, p. 33.

<sup>4</sup> DESCONGS Richard, « Nécessité d'une réflexion générale et croisée sur la régulation », Petites affiches N° 17, 23 Janvier 2003, p.04.

<sup>5</sup> DESCONGS Richard, « Nécessité d'une réflexion générale et croisée sur la régulation », Petites affiches N° 17, 23 Janvier 2003, p.04.

بمناسبة تكييف مجلس الدولة الفرنسي و تكييف الدولة والمجلس الدستوري<sup>1</sup>، ومصطلح الضابط (Régulateur) ذو أصل فقهي، ليتم تكريسه لاحقاً ضمن نصوص قانونية.

هذا المشرع الجزائري حذو المشرع الفرنسي ويظهر ذلك من خلال تكريسه للهيئات الضابطة إقتباساً من التشريع الفرنسي، إذ وضع المشرع الجزائري سلطات ضبط مستقلة والمسماة أحياناً بالسلطات الإدارية المستقلة في مختلف القطاعات الإقتصادية و المالية، وقد كان القانون المتعلق بالإعلام أول مناسبة يستعمل فيها عبارة "السلطة الإدارية المستقلة" عند إنشاء المجلس الأعلى للإعلام<sup>2</sup>، يليه بعد ذلك وفي نفس السنة القانون المتعلق بالنقد والقرض الذي أنشأ هئتين هما مجلس النقد والقرض واللجنة المصرفية<sup>3</sup>، وفي سنة 1993، تم إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة<sup>4</sup>، يتبعها بعد ذلك مجلس المنافسة<sup>5</sup>، إضافة إلى سلطة ضبط البريد والمواصلات<sup>6</sup>، والوكالتين الوطنيتين في المجال المنجمي<sup>7</sup>، وكذا لجنة ضبط الكهرباء والغاز<sup>8</sup>.

---

<sup>1</sup> René CASSIN a qualifié le conseil d'Etat de pièce régulatrice de la bonne marche des affaires publiques » et de « régulateur de la jurisprudence des tribunaux administratifs. » Georges BURDEAU analysait l'Etat comme « régulateur de la dialectique de l'ordre et du mouvement » et le conseil constitutionnel, suivant les traces du conseil d'Etat, a été qualifié d'organe régulateur . Voir : SOUHAYEL Tayeb, Les techniques de régulation des cours de bourse, op. cit. p. 30.

<sup>2</sup> قانون رقم 07-90، مؤرخ في 03 أفريل 1990، يتعلق بالإعلام، جريدة رسمية عدد 14، صادر في 04-04-1990، مع الإشارة إلى أن المجلس الأعلى للإعلام قد تمّ حلّه في 1993 ( أنظر المرسوم التشريعي رقم 93-13، المؤرخ في 26 أكتوبر 1993 ).

<sup>3</sup> قانون رقم 10-90، مؤرخ في 14 أفريل 1990، يتعلّق بالنقد والقرض، جريدة رسمية عدد 16، صادر في 18-04-1990، ملغى بموجب الأمر رقم 03-11، مؤرخ في 26 أوت 2003، يتعلّق بالنقد والقرض، جريدة رسمية عدد 52، صادر في 27 أوت 2003.

<sup>4</sup> مرسوم تشريعي رقم 10-93، مؤرخ في 23 ماي 1993، معدّل ومتمّم، يتعلّق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 34، صادر في 23 ماي 1993.

<sup>5</sup> أمر رقم 06-95، مؤرخ في 25 جانفي 1995، يتعلق بالمنافسة، جريدة رسمية عدد 09، صادر في 22-02-1995، ملغى بموجب الأمر رقم 03-03، مؤرخ في 19 جويلية 2003، يتعلق بالمنافسة، جريدة رسمية عدد 43، صادر في 20 جويلية 2003.

<sup>6</sup> قانون رقم 03-2000، مؤرخ في 05 أوت 2000، يحدّد القواعد العامة المتعلقة بالبريد والمواصلات، جريدة رسمية عدد 48، صادر في 6 أوت 2000.

<sup>7</sup> قانون رقم 10-01، مؤرخ في 03 جويلية 2001، يتضمن القانون المنجمي، جريدة رسمية عدد 35، صادر في 04-07-2001، معدّل ومتمّم بموجب الأمر رقم 02-07، المؤرخ في 01 مارس 2007، جريدة رسمية عدد 16، صادر في 07 مارس 2007.

<sup>8</sup> قانون رقم 01-02، المؤرخ في 5 فيفري 2002، يتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز عبر القنوات، جريدة رسمية عدد 08، صادر في 06 فيفري 2002.

إضافة إلى لجنة الإشراف على التأمينات<sup>1</sup>، سلطة ضبط قطاع النقل<sup>2</sup>، وسلطة ضبط قطاع المياه<sup>3</sup> واللذان خوّل المشرع قواعد سيرهما وصلاحيتهما إلى التنظيم، بجانب سلطة ضبط مجال يخرج عن القطاع الإقتصادي والمتمثل في الشفافية المالية للحياة العامة عن طريق إنشاء الهيئة الوطنية المكلفة بالوقاية من الفساد ومكافحته<sup>4</sup>. وكذا ضبط مجال المحروقات عن طريق الوكالتين الوطنيتين المستقلتين<sup>5</sup>.

أكثر من ذلك، فلم يكتف المشرع الجزائري بإنشاء سلطات ضبط مستقلة عبر مختلف القطاعات الإقتصادية والمالية، إنّما لجأ إلى تقديم تعريف لمصطلح الضبط ضمن قانون المنافسة حيث اعتبره "كل إجراء أيا كانت طبيعته، صادر عن أية هيئة عمومية يهدف بالخصوص إلى تدعيم وضمان توازن قوى السوق، وحرية المنافسة، ورفع القيود التي بإمكانها عرقلة الدخول إليها وسيرها المرن، وكذا السماح بالتوزيع الإقتصادي الأمثل لموارد السوق بين مختلف أنواعها وذلك طبقاً لأحكام هذا الأمر"<sup>6</sup>.

على ضوء هذا التعريف الذي كرسه المشرع الجزائري لمصطلح الضبط، نشير إلى أنّ المشرع لم يول أهمية لطبيعة الإجراء، ولا لطبيعة الهيئة التي تصدره، وإنّما ركّز على الهدف من إجراء الضبط والمتمثل على وجه الخصوص في تدعيم وضمان قوى السوق، وحرية المنافسة، وإزالة عراقيل الدخول إلى السوق التنافسية، بتعبير آخر كرس المشرع الجزائري التعريف الغائي لمصطلح "الضبط".

وعلى هذا الأساس، وباعتبار سوق القيم المنقولة من بين القطاعات التي عرفت إنفتاحاً أمام المنافسة الحرّة من جهة، ونظراً لانحصار موضوعنا على ضبط هذه السوق مع الإستعانة ببعض التشريعات المقارنة، فسنحاول من خلال هذه الدراسة البحث عن مدى

<sup>1</sup> قانون رقم 04-06، المؤرخ في 20 فيفري 2006، يعدّل ويتّم الأمر 07-95، مؤرخ في 25 جانفي 1995، يتعلّق بالتأمينات، جريدة رسمية عدد 15، صادر في 12 مارس 2006.

<sup>2</sup> المادة 102 من القانون رقم 11-02، المؤرخ في 24 ديسمبر 2002، يتضمن قانون المالية سنة 2003، جريدة رسمية عدد 86، صادر في 25 ديسمبر 2002.

<sup>3</sup> المادة 65 من القانون رقم 12-05، مؤرخ في 04 أوت 2005، معدّل ومتمّم، يتعلّق بالمياه، جريدة رسمية عدد 60، صادر في 4 سبتمبر 2005.

<sup>4</sup> قانون رقم 01-06، المؤرخ في 20 فيفري 2006، يتعلّق بالوقاية من الفساد ومكافحته، جريدة رسمية عدد 14، صادر في 08 مارس 2006.

<sup>5</sup> قانون رقم 07-05، مؤرخ في 28 أبريل 2005، معدّل ومتمّم، يتعلّق بالمحروقات، جريدة رسمية عدد 50، صادر في 19 جويلية 2005.

<sup>6</sup> المادة الثالثة من القانون رقم 12-08، المؤرخ في 25 جوان 2008، يعدّل ويتّم الأمر رقم 03-03، المؤرخ في 19 جويلية 2003، المتعلّق بالمنافسة، جريدة رسمية عدد 36، صادر في 2 جويلية 2008.

تكريس المشرع الجزائري لعملية ضبط هذه السوق، بتعبير آخر نحاول أن نبيّن مدى وجود ضبط مستقل على مستوى سوق القيم المنقولة من أجل حماية الإدخار العام .

لمعالجة هذه الإشكالية، رأينا أنّه من الضروري التعرّض أولاً لدراسة أهم القواعد التي تتطلبها عملية ضبط سوق القيم المنقولة والتي تشكّل في مجملها إطارها القانوني، بما في ذلك الأشخاص المتدخلين بمختلف سلوكياتهم والذين تستوجبهم عملية الضبط ، والبضاعة محل المعاملات في السوق وكذا الهيئة المكلفة بمهمة ضبط هذه السوق (الباب الأول)، وثانياً إبراز أهم الآليات أو الميكانيزمات المعتمدة قانوناً والتي وضعها المشرع بغية ضبط سوق القيم المنقولة (الباب الثاني) ، مع التوقف والإستعانة بالتشريع المصري من جهة والتشريع الفرنسي من جهة أخرى .

## الباب الأول

### الإطار القانوني لضبط سوق القيم المنقولة

تتطلب فكرة ضبط سوق القيم المنقولة ضرورة توفر إطار ومحيط قانوني تطبق على مستواه، ومن بين الأمور الأولية التي تستوجبها عملية الضبط، وجود أشخاص بمختلف طبيعتهم على مستوى السوق، والذين يخضعون إلى أحكام وقواعد قانونية في معاملاتهم، بحيث تتدخل عملية الضبط في تنظيم ورقابة سلوكياتهم وتصرفاتهم المهنية خاصة عند مخالفتهم للنصوص التنظيمية.

يتعدّد الأشخاص المتدخلون على مستوى سوق القيم المنقولة، وتختلف مراكزهم القانونية باختلاف هدفهم، فهناك أشخاص يهدفون من وراء تدخلهم إلى إصدار وتداول القيم المنقولة قصد تمويل مشاريعهم الاستثمارية، وأشخاص أخرى يرغبون في استعمال واستثمار مدخراتهم، إلى جانب مجموعة أشخاص أخرى تتميز بالخبرة والكفاءة المالية، تمارس وظيفة الوساطة المالية.

تشكل هذه الفئات المذكورة طائفة المتدخلين على مستوى سوق القيم المنقولة (الفصل الأول). كما تستدعي عملية الضبط ضرورة توفر موضوع أو محل المعاملات بين الأشخاص المتدخلين على مستوى سوق القيم المنقولة والذي قد يكون إحدى أسباب نشوب الخلافات والنزاعات في الأسواق المالية، ويتمثل موضوع أو محل المعاملات، في القيم المنقولة (الفصل الثاني).

أما بالنسبة لمسألة ممارسة مهنة الضبط على مستوى سوق القيم المنقولة فقد خولتها مختلف التشريعات إلى هيئات مختصة، والمتجسدة ضمن التشريع الجزائري في لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (الفصل الثالث).

## الفصل الأول

### المتدخلون على مستوى سوق القيم المنقولة

يعتبر المتدخلون بمثابة المحرك الأساسي لسوق القيم المنقولة، إذ لا يمكن تصور سوق مهما كان نوعها بدون أعضاء، يقومون بتنشيطها وتفعيلها، فالمعاملات مهما كانت طبيعتها، مدنية، تجارية، مالية... الخ، فهي تجرى بين طرفين فأكثر، الأمر الذي نجده على مستوى سوق القيم المنقولة، حيث يتقدم شخص لعرض الورقة المالية للبيع لأول مرة، والمسمى بالمصدر (المبحث الأول)، ليقوم شخص آخر مهما كانت صفته بشراء الورقة المالية والذي يدعى بالمستثمر (المبحث الثاني)، تجرى هذه العملية استعانة بطرف ثالث، يتوسط بين الطرفين السابقين يسمى الوسيط (المبحث الثالث).

## المبحث الأول

### مصدر الأوراق المالية

يعتبر المصدر الطرف المتدخل الأول في سوق القيم المنقولة، وعلى وجه الخصوص على مستوى السوق الأولية. يقوم الشخص المصدر بعرض الورقة المالية على الجمهور لأول مرة، قصد توسيع نشاطه وتمويل استثماراته الجديدة، وقد أحاطت معظم التشريعات هذا الطرف - بمعنى المصدر - بعدة أحكام قانونية ، تبين من خلالها الشروط الواجب توافرها لديه (المطلب الأول)، وأهم الالتزامات الواقعة على عاتقه ، والمسؤولية المترتبة عند الإخلال بها (المطلب الثاني)، كما أنّ المصدر يتبع في عملية إصداره عدة أساليب منها الإعلان العلني للإدخار وكذا التوظيف الخاص (المطلب الثالث).

### المطلب الأول

#### الشروط الواجب توافرها في المصدر

باعتبار المصدر هو الطرف الأول في العقد، والمتدخل الأول على مستوى سوق القيم المنقولة، نتساءل عن مدى وجود شروط لدى الشخص المصدر؟ أمام أهمية العمليات التي يقوم بها المصدر من الوجهة الإقتصادية والمالية من جهة، وكذا خطورة المعاملات التي تجرى في سوق الأوراق المالية من جهة أخرى، نجد أنّ أغلب التشريعات العالمية قد وضعت قيودا أو شروطا، يتعلق البعض منها بهوية الشخص المصدر (الفرع الأول) ، والبعض الآخر يتعلق بعملية الإصدار (الفرع الثاني) .

### الفرع الأول

#### الشروط المتعلقة بطبيعة المصدر

تتمثل هذه الشروط بتلك المتعلقة بصفة المصدر، ونذكر في هذا الموضوع أنّ هذه الشروط تختلف باختلاف التشريعات .

## أولاً: في التشريع الفرنسي :

قد يكون الشخص المصدر حسب أحكام القانون الفرنسي عاماً أو خاصاً، فيعتبر مصدراً كل من الدولة، الجماعات المحلية، المؤسسات المالية، المؤسسات التي تلجأ إلى البورصة للحصول على رؤوس أموال قصد تمويل استثماراتها، وذلك بإصدار سندات دين أو سندات ملكية.

إذا كانت تاريخياً، الدولة هي المصدر الأول في سبيل تمويل الديون العامة<sup>1</sup>، فحالياً تعتبر المؤسسات هي المهيمنة على مستوى سوق الإصدار، سواء بالجوء إلى طرح الأسهم أو سندات القرض<sup>2</sup>.

يعتبر الأصل العام أو المبدأ حسب القانون الفرنسي هو منع إصدار سندات قابلة للتداول، فالمرخص له قانوناً لإصدار سندات قابلة للتداول يتمثل في المجموعات التي تتمتع بالشخصية المعنوية منظمة ومرقمة حسب أحكام القانون كما يلي:

1- الدولة : تتولى إصدار سندات القرض أو الدين وكذا إصدار أنون الخزينة ((bons du trésor)) وذلك حسب أحكام المادة 22-213، والمادة 32-213 من التقنين النقدي والمالي.

2- المؤسسات العامة ذات الطابع الصناعي التجاري: حسب أحكام المادة 32-213 من التقنين النقدي والمالي، فهذه المؤسسات تقوم بإصدار سندات المساهمة (titres participatifs).

3- شركات الأسهم البسيطة: تتولى إصدار أسهم.

4- الشركات المدنية للتوظيف العقاري: sociétés civiles de placement immobilier

5- التجمعات ذات المصالح الإقتصادية GIE .

6- جمعيات قانون 1901 ذات النشاط الإقتصادي: Associations de la loi de 1901 ayant une activité économique

---

<sup>1</sup> Chaque fois qu'un Etat émet sa dette sur le marché pour combler un déficit, il fait de chaque citoyen, un émetteur indirect malgré lui, voir VALETTE Jean – Paul, Droit de la régulation des marchés financiers, Gualino éditeur, Paris, 2005, p. 77.

<sup>2</sup> Ibid.

## 7-1 Les sociétés anonymes coopératives<sup>1</sup>

بعد تعداد قائمة الأشخاص المصدرة حسب أحكام القانون الفرنسي ، نشير إلى أنّ المشرع الفرنسي قام بحصر دائرة الأشخاص المؤهلين لإصدار السندات، بمعنى، أنّ إكتساب صفة المصدر ، مسألة تنحصر على بعض الأشخاص فقط دون الأخرى.

### ثانيا : موقف المشرع المصري :

في إطار مواصلة جهود تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية ، شهدت الفترة الممتدة بين جويلية و سبتمبر من السنة المالية 2001/2000 صدور عدد من القرارات الوزارية منها القرار الوزاري رقم 586 لسنة 2000 بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال والذي أجاز لشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم إصدار سندات وصكوك تمويل متنوعة لمواجهة الإحتياجات التمويلية للشركة أو لتمويل نشاط أو عملية بذاتها .

كما حدّد القرار الشروط الواجبة عند تجاوز طرح السندات أو صكوك التمويل صافي أصول الشركة ، أو في حالة طرحها للإكتتاب العام . ومن أهم هذه الشروط أن تتقدم الشركة المصدرة للهيئة العامة لسوق المال بشهادة بالتصنيف الإئتماني مع الإفصاح عن كامل بياناتها في نشرة الإكتتاب أو الدعوة إليه ، على أن تجدد الشهادة خلال شهر من إنتهاء كل سنة مالية طوال فترة سريان السندات أو صكوك التمويل<sup>2</sup> .

### ثالثا: موقف المشرع الجزائري:

يصنف المشرع الجزائري ضمن فئة مصدري الأوراق المالية ، المؤسسات الإقتصادية التي تصدر الأسهم – في السوق الأولية – سواء لرفع رأسمالها أو لتوسيع نشاطها، بجلب الإدخار العمومي، أما مصدري السندات فهم على وجه الخصوص الدولة التي تعتبر من بين أكبر المتدخلين، ومؤسسات القرض أو المؤسسات المالية التي تريد بذلك رفع

<sup>1</sup> BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, Economica, Paris, 2002, p. 391.

<sup>2</sup> البنك المركزي المصري ، المجلة الإقتصادية ، المجلد الواحد والأربعون ، العدد الأول ، 2000-2001 ، ص 20.

طاقاتها الإقتراضية، والمؤسسات التي ترى إمكانية تدعيم أموالها الدائمة دون اللجوء إلى القرض البنكي<sup>1</sup>.

وبرجوعنا إلى القوانين المنظمة لبورصة القيم المنقولة الجزائرية ، نجد أنّ المشرع الجزائري وضع ضمن مصدري القيم المنقولة الأشخاص التالية:

### 1- الدولة والجماعات المحلية:

تنص المادة الأولى من القانون التأسيسي لبورصة الجزائر على أنه " تعدّ بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات، فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم"<sup>2</sup>.

وقد أبقى المشرع على الوضع نفسه ضمن القانون رقم 03-04، بمعنى السماح لكل من الدولة والهيئات المحلية بإصدار أوراق المالية<sup>2</sup> أكثر من ذلك فقد أدرجت كل من الدولة والجماعات المحلية ضمن فئة المصدرين في مضمون المادة 57 من النظام رقم 97-03<sup>3</sup>. كما تنص المادة 08 من نظام اللجنة رقم 96-02 على أن "تقوم الجماعات المحلية عند إصدارها سندات عن طريق اللجوء العلني إلى الإدخار بوضع بيان يصف العملية المزمع إنجازها..."<sup>4</sup>.

تجدر بنا الإشارة في هذا الصدد إلى أنّ المادة 30 من نظام اللجنة رقم 97-03 السابق التعرض إليه، قد قصرت فئة المصدرين على شركة الأسهم فقط، ممّا يجعلنا نقع في نوع من الغموض والتناقض.

لكن يمكن لنا تفادي هذا الغموض، بحجة أنّ النصوص التي تسمح للدولة والجماعات المحلية بإصدار الأوراق المالية أكثر عددا، أضف إلى ذلك أنّنا في حالة مثل هذه وتطبيقا لقاعدة التدرج الهرمي، فنعمل بأحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10، وكذا القانون رقم

<sup>1</sup> عبد اللاوي مفيد، محاضرات في الإقتصاد النقدي والسياسات النقدية، دون دار النشر، الجزائر، 2007، ص48.  
<sup>2</sup> المادة الأولى من المرسوم التشريعي رقم 93-10 ، المؤرخ في 23 ماي 1993 ، المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، مرجع سابق .

<sup>3</sup> "يستعمل الإجراء العادي عندما يتعلق الأمر بالقيم المثيلة للسندات التي سبق تحديد سعرها، وكذا سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية أو شركات الأسهم". أنظر نظام اللجنة رقم 97-03، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.

<sup>4</sup> نظام اللجنة رقم 96-02، مؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، جريدة رسمية عدد 36، صادر في 01 جوان 1997.

03-04، ونستبعد أحكام النظام رقم 97-03، إلا أنه تم تسوية هذه الوضعية عند إعادة صياغة أو تعديل المادة 30 من النظام رقم 97-03.

## 2- شركات الأسهم:

سمح المشرع الجزائري لشركات الأسهم خاصة كانت أو عامة بإصدار أوراق مالية، حيث يمكن لكل شركة أسهم أنشئت طبقاً للقانون التجاري الجزائري، إصدار قيم منقولة في الحدود التي يسمح بها القانون، ووفقاً للشروط والإجراءات المحددة في القانون<sup>1</sup>.

ومن بين الشروط الواجب توفرها لدى الشركة قصد قيد قيمها المنقولة في البورصة والتي حدتها اللجنة ضمن اللوائح والأنظمة التي أصدرتها نجد:

- أن تكون شركة أسهم منشأة وفقاً للقواعد والإجراءات المنصوص عليها في القانون التجاري.

- أن لا يقل رأسمال الشركة الذي تم وفاؤه عن خمس مائة مليون دينار.<sup>2</sup>

- أن توزع على الجمهور سندات تمثل نسبة 20% من رأس المال الإجتماعي للشركة.

- أن تكون الشركة قد نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين اللتين تم خلالهما تقديم طلب القبول، ما لم تقرّر اللجنة خلاف ذلك.

- تقديم تقرير تقييمي لأصولها ينجزه عضو في المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير مندوبي الحسابات للشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه.

- على الشركة تبرير وجود هيئة للمراقبة الداخلية، تكون محل تقييم من طرف مندوبي الحسابات في تقديره حول الرقابة الداخلية للشركة<sup>3</sup>. وفي الحالة العكسية، يتعين على

الشركة أن تلتزم بتنصيب هذه الهيئة خلال السنة المالية التي تلي قبول سنداتها في التداول في البورصة.

- يجب أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً خلال السنة المالية التي تسبق طلب القبول ما لم تقدر اللجنة خلاف ذلك.

<sup>1</sup> المادة 687 من الأمر رقم 75-59، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري، معدل ومتمم، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 43 من النظام رقم 97-03، بعد تعديله بموجب النظام رقم 12-01، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، معدل ومتمم، مرجع سابق.

<sup>3</sup> المواد 30، 31، 32، 36، من نظام اللجنة رقم 97-3، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، معدل ومتمم، مرجع سابق.

- تلتزم الشركة كذلك بتعيين وسيط يكلف بمتابعة إجراءات القبول والإدخال، وعليه أن يتأكد من توافر الشروط المذكورة في الشركة.

هذه هي أهم الشروط المطلوبة في الشركة الراغبة في قيد أوراقها المالية داخل البورصة. بجانب هذه الأشخاص السالف ذكرها، الدولة والهيئات المحلية وشركات الأسهم. تعدّ كذلك مصدرة للأوراق المالية، الهيئات التالية:

### 3- هيئات التوظيف الجماعي:

تتألف هذه الهيئات من صنفين من المؤسسات هما:

- شركة الإستثمار ذات رأس المال المتغير (ش.إ.ر.م.م).

- الصندوق المشترك للتوظيف (ص.م.ت)<sup>1</sup>.

أ- شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير:

هي شركات أسهم، هدفها تسيير حافظة القيم المنقولة وسندات دين قابلة للتداول، خولها المشرّع صلاحية إصدار أسهم وإعادة شرائها في كل وقت، بناء على طلب أي مكتب أو مساهم، ويمكن للجنة تحديد دورية إصدار هذه الأسهم وإعادة شرائها حسب مقتضيات السوق<sup>2</sup>.

كما يمكن أن تقبل الأسهم المصدرة من قبل هذه الشركات ضمن تسعيرة البورصة وفقا لشروط تحددها اللجنة، ليقصر حق الإصدار على الأسهم دون السندات.

لا يمكن تشكيل هذه الشركات إلا بعد إعتامد اللجنة قوانينها الأساسية. إضافة إلى هذه الصلاحيات، تتولى شركات الإستثمار ذات رأس مال متغير مهمة توظيف الأموال وإدارة محافظ الأوراق المالية، سواء للمساهمين فيها أو للغير.

### ب- الصناديق المشتركة للتوظيف:

عبارة عن ملكية مشتركة لقيم منقولة، تصدر حصصها ويعاد شراؤها بناء على طلب الحاملين بالقيمة التصفوية، تضاف إليها أو تخصم منها النفقات والعمولات حسب الحالة.

<sup>1</sup> المادة الأولى من الأمر رقم 08-96، المؤرخ في 10 جانفي 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ر.م.م)، و (ص.م.ت)، جريدة رسمية عدد 03، صادر في 14 جانفي 1996.

<sup>2</sup> المادة 3 من الأمر رقم 08-96، المرجع نفسه.

فخلافًا لشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، نجد أنّ الصناديق المشتركة للتوظيف ليست بشركات أسهم، ولا تتمتع بالشخصية المعنوية<sup>1</sup>.

لكن رغم ذلك، سمح لها المشرع بإصدار حصص يعاد شراؤها بناء على طلب الحاملين، واعتبر المشرع هذه الحصص بمثابة قيم منقولة، يجوز أن تكون موضوع قبول للتسعيرة في البورصة، حسب الشروط التي تحددها اللجنة.

لا يمكن لحاملي الحصص أو ذوي حقوقهم أن يقوموا بتقسيم الصناديق المشتركة للتوظيف، كما لا يتحمل حاملوا الحصص ديون الملكية المشتركة إلا في حدود أصول الصناديق المشتركة للتوظيف وبنسبة حصصهم<sup>2</sup>.

يؤسس الصندوق المشترك للتوظيف كل من المسير والمؤسسة المؤتمنة، والمسير قد يكون شخصاً طبيعياً أو معنوياً، أمّا المؤسسة المؤتمنة فهي أشخاص معنوية محدّدة مؤهلة لممارسة وظيفة المؤسسة المؤتمنة لأصول هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهي البنوك والمؤسسات المالية المعتمدة في إطار القانون المتعلق بالنقد والقرض<sup>3</sup>.

أمّا عن رأس المال التأسيسي لهذا الصندوق أو الأصول الأصلية، كما يسمّيها المشرع، فقد حدّدت بمليون دينار جزائري.

نفس الصلاحيات التي تتمتع بها شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، نجدها على مستوى الصندوق المشترك للتوظيف، هذا الأخير الذي يقوم، إضافة إلى مهمة إصدار الأوراق المالية، بعملية توظيفها كذلك.

## الفرع الثاني

### شرط الحصول على ترخيص قصد إصدار القيم المنقولة

لقد إتفقت معظم التشريعات على ضرورة اشتراط التأشير أو الترخيص قصد إصدار القيم المنقولة.

<sup>1</sup> المادة 13 من الأمر رقم 08-96، المؤرخ في 10 جانفي 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، المرجع نفسه.

<sup>2</sup> المادتان 16، 17 من الأمر رقم 08-96، المؤرخ في 10 جانفي 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>3</sup> قرار صادر عن وزير المالية بتاريخ 13 أوت 1998، يتضمن تطبيق المادة 36 من الأمر رقم 08-96، المؤرخ في 10 جانفي 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، جريدة رسمية عدد 70، صادر في 20 سبتمبر 1998.

## أولاً- في التشريع الفرنسي:

على المصدر قبل عملية إصدار القيم المنقولة تقديم مشروع البيان الإعلامي في شكله النهائي إلى سلطة سوق القيم المنقولة: (AMF) تتمتع هذه الهيئة بسلطة تقديرية في منح أو رفض التأشير.

يبين قرار التأشير أنّ البيان الإعلامي كامل، ويتضمن معلومات صحيحة، دقيقة وواضحة ولا يتضمن قرار التأشير تقديم أية ملاحظة على جدوى وفعالية العملية المقترحة<sup>1</sup>. فقرار التأشير عبارة عن رقابة شكلية تسمح فقط بتأكيد أنّ المعلومة المفروضة من طرف القانون قد تمّ مراقبتها.

يمكن ل AMF طلب معلومات إضافية من المصدر، و كل تفسير أو تبرير، خاصة فيما يتعلق بوضعية ونشاط ونتائج المصدر.

وفي حالة عدم استجابة المصدر، تصدر AMF قرار برفض التأشير، وفي هذه الحالة على سلطة سوق الأوراق المالية AMF تعليق أو تبرير قرارها، أما في الحالة العكسية بمعنى في حالة منح قرار التأشير، يوضع البيان الإعلامي على مستوى AMF ويعرض على الجمهور عن طريق المصدر.

في سبيل توحيد نظام المصادقة على البيان الإعلامي على المستوى الأوروبي، وضع القانون الأوروبي مبدأ يتمثل في كون أنّه بمجرد منح التأشير على بيان إعلامي عن طريق سلطة مختصة لدولة عضو في الوسط الإقتصادي الأوروبي يرفع اليد على منح تأشير آخر من طرف سلطة مختصة لدولة أخرى عضوة<sup>2</sup>.

بعد المصادقة على البيان الإعلامي من طرف السلطة المختصة لإحدى الدول العضوة فيعتبر البيان الإعلامي مقبول لمدة 12 أشهر على مستوى إقليم الوسط الإقتصادي الأوروبي لعدد غير محدد من العروض للجمهور، أو للقبول أو للتداول في عدد معين من الدول الأعضاء. في هذا النظام المسمى "passeport européen" سلطة واحدة فقط تختص في منح التأشير على البيان الإعلامي. لا يمكن لأية سلطة لدولة عضو، إجراء متابعة

<sup>1</sup> THEODORE Jean - François, Connaître la bourse, Editions journal des finances, Paris, 1994, p. 78.

<sup>2</sup> OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, Litec, Paris, 2008, p. 52.

إدارية في مواجهة البيان الإعلامي لدى سلطة دولة أخرى عضو والتي قدمت قرار التأشير، إلا أنّ هذا المنح لا يصل إلى درجة استحالة طلب معلومة على مستوى سلطة الضبط للدولة الأصلية، باعتبار أنّ سلطات السوق الأوروبي يسمح لها بدون قيود معينة تبادل المعلومات السرية.

في فرنسا وقبل القانون المؤرخ في 26 جويلية 2005، كانت صلاحية سلطة السوق في الأصل إقليمية، وعليه فيمكن ل AMF منح التأشير لكل قبول للتداول وعرض القيم المنقولة للجمهور المحققة على مستوى الإقليم الفرنسي فقط، لكن بعد جويلية 2005 وعلى وجه الخصوص، بعد وضع المادة 621-08 من التقنين النقدي والمالي، وكذا المادة 212-24 من النظام العام ل AMF أصبح لسلطة السوق الفرنسية، صلاحيات التأشير للبيان الإعلامي للعروض للجمهور أو القبول للتداول والتي تتعدى الإقليم الفرنسي، بشرط أن يكون في دولة أخرى تنتمي إلى الوسط الإقتصادي الأوروبي، بالتالي، منح التأشير من طرف سلطة مختصة لدولة أخرى عضو يكفي لتقديم عروض للجمهور أو قيد للتداول في الإقليم الفرنسي، بشرط تبليغ AMF الفرنسية<sup>1</sup> إلا أن هذا النظام أي " passeport européen " قد يتعرض إلى عدة مخاطر، منها عدم معرفة المستثمر الفرنسي لبعض الأدوات المالية، مع سكوت AMF بسبب وجود تأثير لدولة أوروبية مجاورة<sup>2</sup>.

### ثانيا : موقف المشرع المصري :

يجب على كل شركة في مصر ترغب في إصدار سندات أن تخطر الهيئة العامة لسوق المال بذلك، فإذا لم تعترض الهيئة خلال ثلاثة أسابيع من تاريخ الإخطار، كان للشركة السير في إجراءات الإصدار، على أساس أن عدم إعتراض الهيئة هو بمثابة موافقة ضمنية، ومع ذلك إذا أرادت الشركة أن تطرح سندات في إكتتاب عام فإن الموافقة الضمنية سالفة الذكر لا تكفي بل لابد من الحصول على ترخيص من الهيئة<sup>3</sup>. بمعنى أن السندات التي لا تطرح في إكتتاب عام يجوز إصدارها دون الحصول على ترخيص من الهيئة.

<sup>1</sup> OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, op. cit. pp. 52-53.

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> تنص المادة 2/12 من قانون سوق رأس المال المصري على أنه " يجب الحصول على ترخيص من الهيئة في حالة طرح السندات وصكوك التمويل الأخرى في إكتتاب عام "

### ثالثا: موقف المشرع الجزائري:

لقد اشترط المشرع الجزائري هو الآخر شرط الحصول على التأشير قصد إصدار القيم المنقولة، فتعتبر التأشيرة (visa) وسيلة تستخدمها اللجنة لفرض رقابتها على الالتحاق بسوق القيم المنقولة، ويظهر ذلك من خلال فحص اللجنة وتحققها من صحة وصدق ودقة كافة البيانات والمعلومات التي تتضمنها المذكرة الإعلامية.

يشترط القانون الجزائري إذن على المصدر بصفته شركة أو مؤسسة عمومية تقوم بإصدار قيم منقولة باللجوء العلني إلى الإدخار، وضع مذكرة ترمي إلى إعلام الجمهور، تتضمن العناصر الإعلامية التي من شأنها مساعدة المستثمر من اتخاذ قرارات عن دراية. من بين المعلومات التي تحتويها المذكرة الإعلامية تلك المتعلقة ب:

- تقديم مصدر القيم المنقولة، أي التعريف به، وتنظيمه.

- وضعيته المالية.

- تطور نشاطه.

- موضوع العملية المزمع إنجازها وخصائصها.

تؤرخ هذه المذكرة ويوقع عليها الممثل الشرعي للمصدر ومحافظ الحسابات<sup>1</sup>.

نلاحظ نوع من الصرامة والتشديد في الرقابة، ويتجلى ذلك في تلك الأهمية الممنوحة لمحافظ الحسابات من خلال النظام رقم 01-04 عن طريق توقيعه على المذكرة بجانب الممثل الشرعي للمصدر، مما قد يرتب مسؤولية هذا الأخير في حالة إخلاله بالتزامه ومثل هذه الأحكام مستوحاة من القوانين الفرنسية نظرا لتلك المكانة الهامة الممنوحة لمحافظ الحسابات في هذه الدولة.

تلتزم إذن كل شركة أو مؤسسة عمومية ترغب في إصدار قيم منقولة، قبل أية عملية إكتتاب، بإيداع مشروع مذكرة إعلامية لدى اللجنة، وذلك في أجل أقصاه شهرين على الأقل، قبل التاريخ المقرر للإصدار، قصد الحصول على تأشيرة اللجنة، هذه التأشيرة لا تتضمن الملاحظة على العملية المقترحة، بل ينصبّ تركيزها على نوعية الإعلام المقدم للجمهور، ومدى مطابقته للنصوص التشريعية والتنظيمية السارية المفعول.

<sup>1</sup> المادة 02 من نظام اللجنة رقم 01-04، المؤرخ في 08 جويلية 2004 يعدل ويتم نظام اللجنة رقم 96-02، المتعلق بالإعلام الواجب نشره.. جريدة رسمية عدد 22، صادر في 27 مارس 2005.

أجاز القانون للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إمكانية توجيه طلب المصدر لتوضيح المعلومات المقدّمة، تعديلها، إتمامها أو تحيينها، كلّما اقتضت حماية المستثمر ذلك<sup>1</sup>. يمكن للجنة إصدار قرار رفض التأشير على المذكرة الإعلامية وذلك لأسباب محددة تتمثل في الآتي:

- إذا كانت المذكرة الإعلامية غير مطابقة لأنظمة اللجنة وتعليماتها.
  - إذا كانت المذكرة غير مرفقة بالوثائق المنصوص عليها في أنظمة اللجنة.
  - إذا كانت المذكرة غير مكتملة أو غير صحيحة، فيما يخص بعض النقاط أو إذا أهملت ذكر وقائع من اللازم الإشارة إليها في المذكرة.
  - إذا كانت الطلبات الخاصة بالتعديلات المذكرة المبلّغة من طرف اللجنة غير مرضية.
  - إذا كانت حماية المدخر تقتضي ذلك<sup>2</sup>.
- تقوم اللجنة في جميع الحالات، بإعلام المصدر في الوقت المناسب، وقد تبدي رأيها من جديد على أساس المعلومات الجديدة المقدمة من طرف المصدر.
- إضافة إلى المذكرة الإعلامية الواجب إيداعها لدى اللجنة، يقوم المصدر بطبع بيان إعلامي (le prospectus) ونشره، يلخص هذا البيان ما جاء في المذكرة الإعلامية، مقدما المعلومات الأكثر أهمية ودلالة، فيما يخص المصدر والعملية المزمع إنجازها.
- يجب أن يشير البيان إلى رقم التأشير للمذكرة الإعلامية، مع ضرورة تأريخه وتوقيعه من طرف الممثل الشرعي للمصدر ومحافظ الحسابات<sup>3</sup>.
- أمّا بالنسبة للجماعات المحلية التي تصدر سندات عن طريق اللجوء العلني للإدخار فقد سلك المشرع الجزائري بشأنها مسلك المشرع الفرنسي، حيث أعفاها من إجراء التأشير، وعليه نجد أنّ هذه الهيئات تكتفي بإعداد بيان إعلامي يصف العملية المزمع إنجازها، هذا البيان يوضع تحت تصرف الجمهور بمقرّ الجماعات المحلية المصدرة للقيم، كما يودع لدى اللجنة على سبيل الإعلام لا غير<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> المادة 05 من نظام اللجنة رقم 96-02، مؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره...، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 06 من نظام اللجنة رقم 96-02، المرجع نفسه.

<sup>3</sup> المادة 07 من نظام اللجنة رقم 96-02، مؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره...، مرجع سابق.

<sup>4</sup> JAFFEUX Coryne, Bourse et financement des entreprises, Dalloz, Paris, 1994, p. 52.

هل يعتبر قرار رفض التأشير نهائي، أم يمكن الطعن فيه من طرف مصدر الأوراق

المالية؟

لا نلمس أي نص يخوّل للمصدر الحق في رفع طعن قضائي ضد قرار رفض التأشير عند إصدار القيم المنقولة وذلك على مستوى مختلف النصوص التشريعية والتنظيمية الصادرة في هذا الشأن وكذا على مستوى الأنظمة الصادرة من طرف اللجنة من جهة أخرى.

لكن برجعنا إلى أحكام الدستور الجزائري لسنة 1996، وطبقا لمبدأ قابلية الطعن أمام القضاء ضدّ كلّ القرارات الإدارية، حيث تنص المادة 143 منه على أنّه " ينظر القضاء في الطعن في قرارات السلطات الإدارية " ، فنجد أنه بإمكان المصدر الطعن في مثل هذا القرار، أي قرار رفض التأشير على المذكرة الإعلامية عند إصدار القيم المنقولة. بعد التعرض إلى أهم الشروط الواجب توفرها لدى المصدر، فقد خولت معظم قوانين الدول عدة إلتزامات على عاتق المصدر، أهمها - الإلتزام بالإعلام - مع ترتيب مسؤولية المصدر عند إخلاله بهذا الإلتزام.

## المطلب الثاني

### إلتزام المصدر بالإعلام والمسؤولية المترتبة عند الإخلال به

نظرا للأهمية البالغة التي تتسم بها المعلومة المالية في وسط الأسواق المالية، رأينا أنّه من الضروري دراسة إلتزام المصدر بالإعلام من جهة (الفرع الأول)، والمسؤولية الناتجة عن هذا الإخلال من جهة ثانية (الفرع الثاني)

### الفرع الأول

#### إلتزام المصدر بالإعلام (obligation d'information)

إنّ أهم إلتزام يقع على عاتق مصدر الأوراق المالية، يتمثل في الإلتزام بالإعلام، فالمصدر ملتزم تجاه الجمهور بمعنى - المدخرين - بالإلتزام خاص بالمعلومة، فتعتبر إذن عملية نشر معلومة كاملة حول القيم المنقولة و مصدرها، بمثابة وسيلة فعالة لتقوية وزيادة

ثقة الجمهور من جهة، وتحقيق السير الحسن وتطوير الأسواق المالية من جهة أخرى<sup>1</sup>، حيث تعبّر الوقائع والأحداث التي هزّت الوسط المالي الأمريكي من بين المسائل التي دفعت الدول الأوروبية خاصة بالإهتمام بآليات الإعلام ومضمون المعلومة، هذه الدوافع انتهت بتوحيد نظام وآليات الإعلام ونشر هذه المعلومات، وكذا ترتيب مسؤولية المصدر وأجهزته. لقد تمّ تكريس هذا الإلتزام في معظم تشريعات الدول مهما كانت وضعيتها، ووضعت عدة شروط ضمن المعلومة منها: ضرورة أن تكون المعلومة صحيحة، دقيقة، صادقة<sup>2</sup>.

### أولاً: التشريع الفرنسي

تخضع المعلومة المالية إلى عدة مبادئ منها:

- مبدأ المساواة أمام المعلومة: حيث نجد أنّ نفس المعلومة المالية يجب أن توجّه للجميع دون تمييز، بمعنى مهما كانت صفة أو طبيعة المستثمر، وكذلك يجب أن يوجّه الإعلام إلى الجمهور في نفس الوقت كذلك<sup>3</sup>.

تم تكريس هذا المبدأ في تعليمة "transparente"، كما تمّ ذكره في عدة مناسبات، ضمن النظام العام لسلطة سوق الأوراق المالية الفرنسية "AMF". بجانب مبدأ المساواة، وجدت مبادئ أخرى.

- مبدأ النزاهة والتكامل: تم النص على هذا المبدأ، ضمن أحكام المادة 222-2 من النظام العام لسلطة سوق الأوراق المالية الفرنسية، ويعود تطبيق هذه الأحكام ووضعها حيّز النفاذ إلى صلاحيات سلطات الضبط، حيث تتولى سلطة سوق الأوراق المالية الفرنسية السّهر على إعلام المستثمرين، وتراقب مدى تنفيذ مصدري الأوراق المالية لالتزامهم بالإعلام ومضمون المعلومة الموجهة للجمهور<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> POULLE Jean – Baptiste, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *Petites affiches*, 21 Janvier 2009, n°15, p. 09.

<sup>2</sup> نشير في هذا الصدد إلى أن بعض القوانين تشترط في المعلومة خاصية الموثوقية بما فيها الصدق والحياد وخاصية الملاءمة، أنظر قاسم محسن الحبيطي وشكر محمود مصطفى، "تأثير كفاءة سوق المستثمر في تحديد التوازن الظرفي لخصائص المعلومات المحاسبية"، *مجلة بحوث مستقبلية*، عدد 10، 2005، ص 102-103.

<sup>3</sup> PELTIER Frédéric, *Marchés financiers et droit commun*, Edition d'Organisation, Paris, 1997, p. 132.

<sup>4</sup> BOUTHINON – DUMAS Hugues, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, LGDJ, Paris, 2007, pp. 222-223.

إنّ عمليات الإعلان العلني للإدخار سواء كانت الإدخال في البورصة أو الرفع من رأسمال الشركة ترتب على عاتق الأشخاص الذين يقومون بها إلتزام خاص بالإعلام، هذا الإلتزام تعرّفه المادة 412-1 من التقنين النقدي والمالي الفرنسي.<sup>1</sup> يشترط في هذه الوثيقة بمناسبة كل عمليات الإعلان العلني للإدخار، يقدمها المصدر بالآليات المنصوص عليها حسب تعليمات سلطة سوق القيم المنقولة، تخضع لرقابتها وينشر بين الجمهور.

يتضمن البيان الإعلامي، كل المعلومات اللازمة للمستثمرين لمعرفة نشاط، الوضعية المالية، نتائج المصدر والحقوق المتعلقة بالأوراق المالية. يخضع البيان الإعلامي للرقابة السابقة لسلطة سوق الأوراق المالية عن طريق منح التأشيرة، ولهذه السلطة صلاحيات طلب تفسيرات، توضيحات، وأي تعديل من طرف الشخص المصدر.

---

<sup>1</sup> « *Sans préjudice des autres dispositions qui leur sont applicables, les personnes ou les entités qui procèdent à une offre au public de titres financiers ou à une admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé 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 en fait l'objet, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur et des garants éventuels des titres financiers qui font l'objet de l'opération, dans des conditions prévues par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Ce document est rédigé en français ou, dans les cas définis par le même règlement général, dans une autre langue usuelle en matière financière. Il comprend un résumé et doit être accompagné, le cas échéant, d'une traduction du résumé en français, sauf si l'opération est une admission aux négociations sur un marché réglementé sans offre au public au sens de l'article L.411-1* » Article L 412-1 du code monétaire et financier modifié par Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009. [www.legifrance.gouv.fr/](http://www.legifrance.gouv.fr/)

## ثانيا: موقف المشرع الجزائري

وضع المشرع الجزائري هو الآخر على عاتق الشخص المصدر إلتزام بالإعلام، نظرا لما تلعبه المعلومات من دور هام في سبيل حماية المستثمرين في الأوراق المالية، وضمان الشفافية والسير الحسن لسوق رؤوس الأموال، وتظهر أهمية هذه المعلومات خاصة في مساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارهم المتمثل في عرض رؤوس أموالهم وفوائض سيولتهم داخل البورصة لاستثمارها، كما تساعد اللجنة في اتخاذ قراراتها، خاصة في مواجهة المصدرين سواء بالقبول أو بالرفض.

إشترط المشرع الجزائري في المعلومات المقدمة للجمهور أن تكون صحيحة، دقيقة ، واضحة.

فيشترط القانون على كل شركة أو مؤسسة عمومية، تقوم بإصدار قيم منقولة باللجوء العلني إلى الإدخار، وضع مذكرة ترمي إلى إعلام الجمهور، من بين أهم المعلومات التي تحتويها المذكرة الإعلامية تلك المتعلقة بالوضعية المالية للمصدر، تطور نشاطه، موضوع العملية المزرمع إنجازها... الخ<sup>1</sup>.

أجاز القانون للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إمكانية توجيه طلب للمصدر بغية توضيح المعلومات المقدمة، وتعديلها، وإتمامها، أو تحيينها، كلما اقتضت حماية المستثمر ذلك<sup>2</sup>.

## الفرع الثاني

### المسؤولية المترتبة عند الإخلال بالإلتزام بالإعلام

<sup>1</sup> المادة 03 من نظام اللجنة رقم 96-02، مؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره....، مرجع سابق.  
<sup>2</sup> المادة 05 من نظام اللجنة رقم 96-02، مؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره....، نفس المرجع.

إنّ إخلال الشخص المصدر بالتزامه القانوني المتعلق بالإعلام، يسمح لسلطات ضبط السوق من توقيع عقوبات عليه، وغالبا ما تقتزن عقوبة المصدر بعقوبة أجهزته كذلك، إلا أنّ التعديلات القانونية الأخيرة عرفت تمييزا بين المصدر وأجهزته، فعقوبة أحدهما لا يعني ترتيب عقوبة على الطرف الآخر، وتختلف طبيعة مسؤولية المصدر، لتتراوح بين المسؤولية الإدارية، المدنية، الجنائية.

### أولا: المسؤولية الإدارية للمصدر

إنّ إخلال المصدر بالالتزام بالإعلام، مسألة تمسّ بحماية المستثمرين والسير الحسن للسوق، باعتبار أنّ هذا الالتزام المفروض على المصدر والمتعلق بالإعلام يهدف إلى ضمان حماية المستثمرين والسير المنتظم لمعاملات السوق.

بالرجوع إلى أحكام التقنين النقدي والمالي الفرنسي نجد أنّ المشرع الفرنسي خوّل لسلطة السوق المالية "AMF" سلطة توقيع عقوبات على كل شخص مقيم على الإقليم الفرنسي أو في الخارج، قام أو حاول القيام بكل فعل قد يمس بحماية المستثمرين والسير الحسن للسوق مثل نشر معلومات خاطئة وسط الجمهور، كل مناورة بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تظليل الغير.

تترتب مسؤولية المصدر كلّما كانت المعلومة الواجب نشرها وسط الجمهور غير صحيحة ولا دقيقة وغير صادقة، بمعنى أنّ المصدر خالف أحكام المادة 223-1 من النظام العام لسلطة السوق المالية، كما تنشأ مسؤولية المصدر عندما لا يقوم بإيصال وإرسال المعلومة ونشرها وسط الجمهور.

بجانب مسؤولية المصدر، فقد تترتب كذلك مسؤولية أجهزة الشخص المصدر كالمديرين ومحافظ الحسابات.

- المسؤولية الإدارية للمديرين: ( les dirigeants ) يعتبر مدير الشركة، مثله مثل المصدر، مسؤولا عن إخلاله بالتزاماته القانونية مسؤولية إدارية أمام سلطة السوق المالية، ما دام أنّ الإخلال بهذا الالتزام قد سبّب مساسا لحماية المستثمرين والسير الحسن لسوق

الأوراق المالية<sup>1</sup>. باعتبار أن خطأ المدير ارتكب أثناء أو بمناسبة ممارسته لمهامه ، وقد صدرت عدة قرارات في هذا الشأن منها ، قرار محكمة النقض الفرنسية المؤرخ في 31 مارس 2004<sup>2</sup>.

إذن لترتيب مسؤولية مدير الشركة، يكفي أن ينص نظام سلطة سوق الأوراق المالية على عقوبة المدير عقوبة شخصية، إلا أنه قد تفتقرن مسؤولية المصدر بمسؤولية المدير، حيث أنه عند إخلال المصدر بالتزاماته القانونية، فالمدير كذلك يعدّ مرتكباً لخطأ، باعتبار أنه ملزم بتسيير الشركة بطريقة لا تسمح بمخالفة القوانين والأنظمة، وبتباعنا لهذا التحليل، نستنتج أنّ خطأ المدير ناتج عن سوء تسيير ( *mauvaise gestion* ) للشخص المصدر. أكثر من ذلك، فحتى و إن قام المدير بتفويض سلطته في مجال المعلومة المالية، فإن مدير المؤسسة يعتبر دائماً مسؤولاً عن المخالفة، ولا يمكن له الاحتجاج بتفويض صلاحياته لأنه ملزم برقابة الشخص المفوض. فعدم احترام هذا الالتزام، مسألة تسمح لسلطة السوق المالية أن ترتب مسؤوليته، إذا تبين أنّ خطأ هذا المدير سبب مساساً بحماية المستثمرين والسير المنتظم للسوق<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Entrent dans cette catégorie le directeur général, les directeurs généraux délégués, les membres du conseil d'administration et ceux du directoire. Plusieurs dirigeants peuvent être condamnés ensemble lorsqu'il est établi qu'ils dirigent, voir participent activement à la communication financière fautive de la société. Voir, Revue AMF, Juin 2006, p 41.

<sup>2</sup> « attendu que le règlement n° 98-07 de la Commission des opérations de bourse relatif à l'obligation d'information du public, énonce dans son article premier qu'il s'applique à « l'émetteur », à la personne « physique » ou « morale » et aux « dirigeants de l'émetteur ou de la personne morale concernée » ; que l'arrêt relève exactement que le prononcé de sanctions pécuniaires à l'égard du dirigeant d'une personne morale n'est pas subordonné à la démonstration d'une faute séparable de ses fonctions dès lors que la commission n'est pas saisie d'une action en responsabilité civile mais décide du bien fondé d'accusation en matière pénale , au sens des dispositions de l'article 6 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales et que ce dirigeant peut directement être sanctionné en tant qu'auteur des agissements incriminés lorsque, comme en l'espèce, les règlements en cause le prévoient expressément » . Voir , COURET Alain, LE NABASQUE Hervé, COQUELET Marie-Laure, GRANIER Thierry, PORACCHIA Didier, RAYNOUARD Arnaud, REYGROBELLET Arnaud, ROBINE David, Droit financier, Dalloz, Paris, 2008, p. 896.

<sup>3</sup> COURET Alain, LE NABASQUE Hervé, COQUELET Marie – Laure, GRANIER Thierry, PORACCHIA Didier, RAYNOUARD Arnaud, REYGROBELLET Arnaud, ROBINE David, Droit financier, op. cit. p. 902.

## ثانيا : المسؤولية الإدارية لمحافظ الحسابات : commissaire aux comptes

يعتبر محافظ الحسابات عضوا خارجيا عن الشركة، يتمتع بمكانة هامة على مستوى الشركات المسعرة، حيث يعدّ دوره الرقابي لدى هذه الشركات أكثر أهمية مقارنة بالشركات التي لا تلجأ إلى إجراء الإعلان العلني للإدخار، فقد نظمت معظم القوانين لتلك العلاقات الخاصة القائمة بين محافظي الحسابات للشركات المسعرة من جهة وسلطة السوق المالية من جهة أخرى.

على هذا الأساس، نشير إلى أنه يمكن لسلطة السوق المالية أن تطلب من محافظ الحسابات كل معلومة تتعلق بالأشخاص الذين يراقبهم ، وبالمقابل يعلم محافظ الحسابات سلطة السوق المالية بكلّ فعل أو تصرف أو قرار يثبت نيتهم في رفض مصادقة حساباتهم، كما يمكن لمحافظي الحسابات طلب استفسارات و تقديم تساؤلات لسلطة السوق المالية حول كل موضوع أو مسألة يلتقون بها عند ممارستهم لمهامهم، يمكن أن تؤثر على المعلومة المالية للشخص.

يلتزم محافظ الحسابات بالمصادقة على المعلومة المحاسبية المرحلية (périodique) المصدرة من طرف الشركة ، كما يمتد مجال عمل محافظ الحسابات إلى ممارسة رقابة الحسابات السداسية ، السنوية للشركة، وكذا رقابة الوثائق التي تمنحها الشركة عند إجراء العمليات عن طريق الإعلان العلني للإدخار، فحسب المادة 212 - 15 من النظام الداخلي ل AMF نجد أن المراقبين القانونيين للحسابات يتأكدون من مدى صحة وصدق ودقة المعلومات المقدّمة إليهم.

يحرر محافظي الحسابات عند إنهاء مهامهم تقريرا، يقدمون فيه حالة الوثائق المقدمة لهم، كما يمكن لهم طلب إجراء تعديلات أو تقديم تبريرات وتوضيحات ، يقدم المصدر نسخة من هذا التقرير إلى AMF ، حتى تتمكن هذه الأخيرة من اتخاذ قرار التأشير.

إنّ إخلال محافظ الحسابات بالالتزامات الواقعة على عاتقه، أمر يسمح ل "AMF" بمتابعة كل شخص ارتكب مخالفة للقواعد التشريعية والتنظيمية سببت أضرارا للمستثمرين

وأثّرت على السير الحسن للسوق، كما يمكن أن تترتب على عاتق محافظي الحسابات مسؤولية جزائية متى كوّنت الأخطاء التي ارتكبتها مخالقات<sup>1</sup>.

### ثالثاً: المسؤولية المدنية للمصدر

بجانب المسؤولية الإدارية التي تقع على عاتق الشخص المصدر وكذا أجهزته والتي توقعها سلطات الضبط المختصة، تترتب كذلك مسؤولية أخرى على عاتق الشخص المصدر، كالمسؤولية المدنية.

المبدأ العام أنّ المصدر الذي يخلّ بالتزاماته القانونية والتنظيمية في مجال المعلومة، يمكن أن ترتب مسؤوليته المدنية، كلّما تبين أنّ هذا الإخلال يعتبره القضاة بمثابة خطأ الذي إذا توفرت بشأنه علاقة سببية كافية مع الضرر الناتج للضحية تسمح له طلب إزالة الضرر أو التعويض.

إنّ مسألة تحديد العلاقة السببية بين الخطأ الذي ارتكبه الشخص المصدر من جراء إخلاله بالإلتزام بالإعلام من جانب، والضرر الذي لحق بالمستثمر من جانب مسألة تختلف طريقة إثباتها، فيكون ذلك أمراً سهلاً عندما يكون قرار الاستثمار مباشر لنشر المعلومات وسط الجمهور، وعليه يبيّن تصرّف المستثمر أهمية المعلومات التي أبدتها الشركة بمناسبة قرار استثمارها، ويكون تحديد علاقة سببية بين الخطأ والضرر أمراً صعباً، إذا كان قرار الإستثمار بعيداً عن نشر المعلومات، بحجة أنّه من الصعب معرفة مدى تأثير هذه المعلومات على قرار المستثمر<sup>2</sup>.

بجانب المسؤولية المدنية للمصدر، تترتب كذلك مسؤولية مدنية لأعضائه كالمدير مثلاً، متى ارتكب خطأ سبّب ضرراً للغير، بشرط أن يكون تصرّف هذا المدير باسم ولحساب المصدر.

<sup>1</sup> BOUTHINON – DUMAS Hugues, Le droit des sociétés cotées et le marché boursier, op. cit. p. 316.

<sup>2</sup> COURET Alain, LE NABASQUE Hervé, COQUELET Marie – Laure, GRANIER Thierry, PORACCHIA Didier, RAYNOUARD Arnaud, REYGROBELLET Arnaud, ROBINE David, Droit financier, op. cit, p. 908.

نشير في هذا الصدد، إلى أنّ نطاق المسؤولية المدنية لمدير الشركة المصدرة أضيف نطاق مقارنة بالمسؤولية الإدارية، وذلك لاشتراط ضرورة توفر بعض الضوابط ، كوجوب أن يكون الخطأ جسيماً.

يمكن للغير المتضرر من جراء خطأ مدير الشركة المصدرة، رفع دعوى مدنية أمام القضاء الجزائي لرفع الضرر الذي لحق به، إذا كان خطأ المدير بمثابة خطأ جزائي مثل نشر معلومات خاطئة، أو نشر حسابات غير صحيحة... الخ، حيث تترتب مسؤولية مدنية لمدير الشخص المعنوي الذي تعمد من جراء مخالفته بإلحاق أضرار للغير وعليه يمكن للغير طلب التعويض من المدير، وكذا من الشركة المصدرة<sup>1</sup>.

#### رابعاً: المسؤولية الجزائية للمصدر

إنّ إخلال الشخص المصدر أو أعضائه بالتزامهم المتعلق بالإعلام أمر من شأنه ترتيب مسؤوليتهم الجزائية إذ كوّن هذا الإخلال جنحة معاقب عليها ، مثل عدم مطابقة الحسابات السنوية للشركة لنتائج أعمالها، ولوضعيتها المالية . نشير في هذه المسألة إلى أنّ الشركة الضحية من جراء هذا الفعل يمكن لها رفع المسؤولية المدنية بجانب مديرها، نظراً لاعتبار أنّ الفعل المتسبب في الضرر تمّ من طرف المديرين أثناء ممارسة مهامهم، باسم ولحساب الشركة<sup>2</sup>.

بجانب هذه الجنح المتعلقة بتقديم حسابات غير دقيقة وغير صحيحة، يمكن للشركات المصدرة وأعضائها أن يكونوا مرتكبين لجرائم أخرى مصنفة ضمن تلك المتعلقة بالتعسف في السوق abus de marché، والتي سوف نتعرض لها بصفة دقيقة في الباب الثاني من الأطروحة<sup>3</sup>.

بعد الإشارة إلى أهم الشروط الواجب توفرها لدى الشخص المصدر، وكذا لأهم التزام يقع على عاتقه والمتمثل في الالتزام بالإعلام، وكذا المسؤولية المترتبة عند الإخلال به، رأينا

<sup>1</sup> COURET Alain, LE NABASQUE Hervé, COQUELET Marie – Laure, GRANIER Thierry, PORACCHIA Didier, RAYNOUARD Arnaud, REYGROBELLET Arnaud, ROBINE David, Droit financier, op. cit , p. 908 .

<sup>2</sup> صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية وإقتصادية مقارنة ، الطبعة الأولى ، مركز المساندة القانونية ، القاهرة ، 2001 ، ص 254، 255.

<sup>3</sup> أنظر من الصفحة رقم 268 إلى الصفحة 276 من الباب الثاني من الأطروحة .

أنّه من الضروري التعرّض إلى أهمّ الأساليب التي يلجأ إليها المصدر قصد إصدار أوراقه المالية.

### المطلب الثالث

#### أساليب إصدار الأوراق المالية

يعتبر إجراء الإصدار تلك العملية التي تنطلق من العرض للاكتتاب في سندات متداولة إلى غاية خلق وإصدار هذه السندات<sup>1</sup>.

كما يقصد بإصدار الأوراق المالية كذلك عرضها على الجمهور للاكتتاب فيها لأول مرّة<sup>2</sup>. يلجأ الشخص المصدر إلى إصدار أوراقه المالية بإتباع أسلوبين سواء الإعلان العلني للإدخار (الفرع الأول) أو التوظيف الخاص (الفرع الثاني).

#### الفرع الأول

##### الإعلان العلني للإدخار

يعتبر هذا الإجراء أو الأسلوب أكثر صعوبة وتعقيدا، لأنّه موجّه إلى جمهور عريض، لذا فهو يسمى كذلك الاكتتاب العام. فإذا كان غرض الشركة من إصدارها للقيم المنقولة، تهيئة نفسها للدخول في البورصة، فما عليها إلاّ إختيار هذا الإجراء الذي يضمن لها توزيع قيم منقولة على الجمهور بالقدر الذي يحدده القانون. عرف هذا الإجراء تنظيما قانونيا عبر مختلف التشريعات ، إلاّ أنّه تلقى الإهتمام الكبير خاصة في التشريع الفرنسي، وسنحاول التعرّض إلى البعض من هذه الأحكام.

##### أولا: القانون الفرنسي

لقد عرفت عبارة " الإعلان العلني للإدخار " عدّة تطورات في القانون الفرنسي، فبالرجوع إلى أحكام المادة 72 من القانون المؤرخ في 24 جويلية 1966، المتعلّق بالشركات التجارية فإنّه " تعدّ من الشركات التي تلتجئ إلى الإعلان العلني للإدخار، الشركات المسجّلة سنداتهما في سوق منظمة، أو التي تلجأ لتوظيف سنداتهما، مهما يكون

<sup>1</sup> BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 390.

<sup>2</sup> « L'émission des valeurs mobilières, est l'offre contre souscription ou l'attribution des titres pour la première fois ». Voir , Valeurs mobilières, Répertoire commercial, Dalloz, Tome 05, p. 11.

نوعها، إمّا إلى الوسطاء في عمليات البورصة، وإمّا إلى أساليب الإشهار، وإمّا إلى السعي المصنفي"<sup>1</sup>.

لكن، هذا التعريف كان موضوع عدة تفسيرات وتأويلات، سواء على مستوى المحاكم أو على مستوى لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB).

الأمر الذي أدّى بهذه الأخيرة أي اللجنة بتكملة المعايير القانونية بمعيار آخر، يتمثل في النشر الفعلي للسندات بين الجمهور الذي يفوق عدده 300 شخص. أمام صعوبة تطبيق هذه المعايير من جهة وأمام التطورات التي عرفتها الأسواق المالية والتي بدأت تأخذ بعدا دوليا من جهة أخرى، فكرت السلطات بإعادة تعريف الإعلان العلني للإدخار، وانتهى الأمر بوضع القانون رقم 98-546، المؤرخ في 02 جويلية 1998 المتضمن لعدّة أحكام ذات طبيعة إقتصادية ومالية<sup>2</sup>.

قدّم هذا القانون تعديلا لتعريف الإعلان العلني للإدخار، وذلك بالتخلي و استبعاد أحكام القانون السابق - أي القانون المؤرخ في 24 جويلية 1966 - المتعلق بالشركات التجارية وإدخال الأمر رقم 28 سبتمبر 1967.

هذا التغيير سمح باتساع دائرة تطبيق الإعلان العلني للإدخار لتشمل مجموع المصدرين من جهة ومجموع الأوراق المالية من جهة أخرى<sup>3</sup>.

أكثر من ذلك، فقد تمّ تطوير مفهوم الإعلان العلني للإدخار وذلك بمناسبة إصدار التعلّيمّة الأوروبية "prospectus"، والتي تهدف إلى توحيد تعريف الإعلان العلني

---

<sup>1</sup> BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, 2<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris, 2002, p. 392.

<sup>2</sup> GRANIER Thierry, « La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance n° 2009-80 du 22 Janvier 2009 », Revue de droit bancaire et financier, Mars – Avril 2009, p. 07.

<sup>3</sup> Aux termes de la nouvelle définition, « l'appel public à l'épargne est constitué par l'une des opérations suivantes :

1-L'admission d'un instrument financier sur un marché réglementé.

2-L'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement », voir : NEUVILLE Sébastien, Droit de la banque et des marchés financiers, PUF, Paris, 2005, p. 304.

للإدخار، حتى لا تعتبر نفس العملية في دولة عضو بمثابة إعلان علني للإدخار، في حين توصف في دولة أخرى بالتوظيف الخاص<sup>1</sup>.

لكن تماشياً وموقف السلطات الأوروبية ، فقد نقل المشرع الفرنسي تلك القواعد بإصدار الأمر رقم 2009-80 ، المؤرخ في 22 جانفي 2009 ، المتعلق بالإعلان العلني للإدخار ، والمتضمن لعدة أحكام في المجال المالي ، وذلك نتيجة عدم وضوح أحكام القانون الفرنسي المتعلقة بالإعلان العلني للإدخار أمام المتدخلين الأجانب . وعلى هذا الأساس تم إقتباس المفهوم الأوروبي ، وذلك بتكريس ميكانيزم عرض سندات مالية على الجمهور وإلغاء مركز المصدر عن طريق الإعلان العلني للإدخار<sup>2</sup> .

### ثانياً: في التشريع الجزائري

لقد كرّس المشرع الجزائري هو الآخر إجراء الإعلان العلني للإدخار، ويظهر ذلك سواء من خلال نصوص القانون التجاري، أو أحكام القوانين المتعلقة ببورصة القيم المنقولة. فبرجوعنا إلى أحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، نجد أنّ المشرع الجزائري كرّس تعريف الإعلان العلني للإدخار عندما نصّ على " تعدّ من الشركات التي تلجأ إلى التوفير علناً، الشركات المسجلة سندات في التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة ابتداءً من تاريخ هذا التسجيل، أو التي تلجأ لتوظيف سندات مهمما يكن نوعها إمّا إلى البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء في عمليات البورصة، وإمّا إلى أساليب إشهار عادي و إمّا إلى السعي المصفاقي المباشر"<sup>3</sup>.

من خلال هذا للتعريف، نلمس أنّ المشرع الجزائري أخذ بالتعريف التقليدي الذي وضعه المشرع الفرنسي من خلال القانون المؤرخ في 24 جويلية 1966 المتعلق بالشركات التجارية .

<sup>1</sup> La directive 2003/71/CE 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 ce 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 ». Voir, OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, op. cit. p. 85.

<sup>2</sup> GRANIER Thierry, « La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance n° 2009-80 du 22 Janvier 2009 », op. cit. p. 07.

<sup>3</sup> المادة 43 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

فرغم تعديل القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة الجزائري في سنة 2003 ، إلا أنّ المشرّع الجزائري لم يرد تعديلات هامة على التعريف، وإنّما أبقى على نفس التعريف مع حذف فقرة فقط من نص المادة، ليصبح نصّ المادة كما يلي: "تعدّ من الشركات التي تلجأ إلى الإدخار العلني، الشركات ذات السندات المقبولة للتداول ابتداء من تاريخ تسجيلها، أو تلك التي تلجأ إلى توظيف سنداتهما مهما يكن نوعها إمّا إلى البنوك أو المؤسسات المالية، أو الوسطاء"<sup>1</sup>.

نلاحظ من خلال نصّ المادة أنّ المشرّع الجزائري حذف كل من أسلوب الإشهار العادي والسعي المصفقي في الإعلان العلني للإدخار، واكتفى فقط باللجوء إلى البنوك والمؤسسات المالية أو الوسطاء.

ربّما قد أحسن المشرّع الجزائري في ذلك باعتبار أنّ كلّ من الأسلوبين لا يؤديان إلى ضمان التوزيع والانتشار المرغوب فيهما لدى الجمهور، للسماح للشركة بقيد قيمها المنقولة داخل البورصة.

## الفرع الثاني

### التوظيف الخاص

نقصد به إصدار أو تنازل عن الأوراق المالية ضمن مستثمرين مؤهلين أو ضمن إطار ضيق من المستثمرين ، مع اشتراط تدخل هؤلاء المستثمرين لحسابهم الخاص، وقد تمّ تكريس هذا التعريف ضمن القانون الفرنسي المؤرخ في 2 جويلية 1998. فبالنسبة للدائرة الضيقة من المستثمرين فنقصد بها مجموعة من الأشخاص غير المستثمرين المؤهلين، يربطهم بمسيرى المصدر علاقات شخصية ذات طابع مهني أو عائلي . تعرّض هذا التعريف إلى عدة إنتقادات وذلك نتيجة النقائص والغموضات التي تشوبه ، إذ طرحت بخصوصه عدّة تساؤلات واشكالات، من بينها ، إلى أيّ درجة قرابة تتوقف العلاقة ذات الطابع العائلي؟ وكذلك هل يمكن اعتبار العلاقة المهنية أو العائلية بمثابة علاقة شخصية؟ أم يجب تبرير

<sup>1</sup> المادة 17 من القانون رقم 03-04، المؤرخ في 17 فيفري 2003، المعدلة والمتممة للمادة 43 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، مرجع سابق.

الطابع الشخصي بصورة انفرادية؟ كذلك هل وجود عقد عمل مثلا يكفي لتمييز علاقة شخصية ذات طبيعة مهنية؟

اشترط المشرع الفرنسي أن يكون عدد الأشخاص المكوّنين لدائرة المستثمرين أقل من 100<sup>1</sup>.

يتميّز إجراء التوظيف الخاص عن إجراء الإعلان العلني للإدخار من عدّة جوانب منها:

إنّ عملية إصدار أو للتنازل عن الأوراق المالية في إطار التوظيف الخاص، أمر يمنع ويعفي صاحبه من الإلتزام بالمذكرة لإعلام الجمهور تخضع للتأشيرة المسبقة لسلطة سوق القيم المنقولة AMF ، وإنّما عليه فقط إعلام المستثمرين المعنيين في إطار التوظيف الخاص.

لا يمكن المشاركة في هذه العملية إلاّ المتدخلين لحسابهم الخاص<sup>2</sup>.

بعد دراستنا للشخص المصدر للأوراق المالية ، باعتباره المتدخّل الأوّل على مستوى سوق الأوراق المالية، وذلك عن طريق عرض الأوراق المالية للاكتتاب فيها لأول مرّة على مستوى السوق الأولية، يتدخّل طرف ثان من أجل إجراء معاملات على هذه الأوراق المالية باستعمال مدخراته المالية، هذا الطرف يدعى بالمستثمر.

---

<sup>1</sup> BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 394.

<sup>2</sup> Ibid.

## المبحث الثاني

### " L'investisseur " المستثمر

يعتبر المستثمر الطرف الثاني من أطراف العقد، يتولى شراء الأوراق المالية، كما يمكن له القيام بعملية البيع والشراء، خاصة في إطار تسيير محفظة الأوراق المالية، ويخضع المستثمر إلى عدّة أحكام قانونية تدفعنا إلى التساؤل عن طبيعة الشخص المستثمر، بتعبير آخر مدى وجود إختلافات بين المستثمر والأشخاص المشابهة له (المطلب الأول)، وكذا أهم أنواع المستثمر والشروط الواجب توافرها لديه (المطلب الثاني)، أخيرا نتعرّض إلى أهم الالتزامات الواقعة على عائق المستثمر (المطلب الثالث).

### المطلب الأول

#### تمييز المستثمر عن بعض الفئات المشابهة له

تختلف تشريعات دول العالم في تكريس بعض الأحكام القانونية المتعلقة بالمستثمر، وباعتبار موضوع دراستنا يتوقف على الاستعانة بالأنظمة المقارنة، فلا بأس أن نذكر بعض الأحكام الفقهية والقانونية الصادرة في هذا الموضوع. أمام غياب تعريف قانوني لمصطلح "المستثمر"، في معظم التشريعات، والإكتفاء بذكر هذا المصطلح ضمن نصوص قانونية متفرقة مختلفة سواء في المجال القانوني أو المالي، فقد تمّ وصف أو تشبيه المستثمر بعدّة تشبيهات منها: عميل مؤدي خدمات الاستثمار، « clients des prestataires de services d'investissement » ، وذلك حسب ما جاء في مضمون أو مقتضى التعلّيمية 2004/39/CE المتعلقة بأسواق الأوراق المالية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> La directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers assimile-t-elle le client et l'investisseur lorsqu'elle affirme que « les mesures destinées à protéger les investisseurs doivent être adaptées aux particularités de chaque catégorie d'investisseurs (clients de détail, professionnels, et contreparties », voir BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 420.

ويعتبر العميل "كل شخص طبيعي أو معنوي، تقدم له مؤسسات الاستثمار خدمات الاستثمار و/أو خدمات إضافية"<sup>1</sup>.

يعتبر المستثمر تارة أخرى بمثابة حائز القيم المنقولة « détenteur de valeurs mobilières » وهذا تطبيقاً للتعلية "الشفافية"، « transparence » التي تعتبر حائز القيم المنقولة "كل شخص طبيعي أو معنوي يخضع للقانون الخاص والعام، يقوم بإقتناء أو التنازل عن القيم المنقولة بطريقة مباشرة أو عن طريق الوطاء..."<sup>2</sup>.

## الفرع الأول

### تمييز المستثمر عن المستهلك

تجر بنا الإشارة في هذا الصدد إلى أنّ مسألة صعوبة إيجاد تعريف للمستثمر، تذكرنا بتلك المتعلقة بالمستهلك، الأمر الذي يدفعنا إلى التساؤل والبحث عن مدى ارتباط المستثمر بفئة المستهلكين، المستثمر – المستهلك؟ بتعبير آخر ألا يمكن اعتبار المستثمر بمثابة مستهلك للأوراق المالية، وبهذه الصفة، ألا يمكن الاستفادة من الأحكام الوقائية الواردة في قانون الاستهلاك بجانب تلك التي تفرضها سلطة السوق؟.

أكثر من ذلك، نتساءل عن مدى إمكانية تطبيق المحاكم لأحكام قانون الاستهلاك عند غياب نصوص في القانون المالي؟

تختلف الإجابة عن هذه التساؤلات و الاستفهامات باختلاف موقف كل من القضاء والفقهاء.

### أولاً- موقف القضاء:

تعترف محكمة إستئناف باريس في قرارها المؤرخ في 26 مارس 1999، بصورة ضمنية، بقابلية تطبيق أحكام قانون الاستهلاك على مؤدي خدمات الاستثمار، وذلك بمناسبة

<sup>1</sup> Le « client » étant défini comme « toute personne physique ou morale à qui une entreprise d'investissement fournit des services d'investissements et/ou des services auxiliaires », voir, BONNEAU Thierry, DRUMMOND, France, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 420.

<sup>2</sup> La directive « transparence » vise le détenteur de valeurs mobilières comme « toute personne physique ou morale régie par le droit privé ou public, qui directement ou via un intermédiaire, acquiert ou cède des valeurs mobilières... », Ibid.

قضية طرحت عليها، أين رفع المستثمر مسؤولية أحد مؤدي خدمات الاستثمار مؤسسا طلبه على المادة 1-111 من تقنين الاستهلاك<sup>1</sup>.

### ثانيا- موقف الفقه:

يبقى القرار القضائي السابق الذكر، مستبعد التطبيق، بحجة أن غالبية الفقه ترفض فكرة تكييف المستثمر بصفته مستهلك، مستنديين في تحليلهم على إعتبارين أساسيين، أولهما يتعلّق بمحل العقد، وثانها يرتبط بسبب العقد.

### 1- محل العقد:

لا ينصبّ محلّ العقد المبرم في مجال استثمار الأوراق المالية على الأمور الاستهلاكية (des biens de consommation)، وإنما على الأدوات المالية (instruments financiers)، هذه الأخيرة التي رغم تسميتها بالمنتجات المالية (produits financiers)، إلا أنّها تبقى أموالا غير قابلة للاستهلاك، إنّما تستعمل سواء قصد ممارسة عملية المضاربة، أو في سبيل الاستثمار فيها فقط، على خلاف عقد الاستهلاك الذي يكون محلّه مواد تستعمل من أجل الاستهلاك.

### 2- سبب العقد:

إذا جئنا إلى تطبيق هذا الاعتبار والمتمثل في سبب العقد، نجد أنّ سبب عقد الإستهلاك هو تلبية وإشباع رغبة وحاجة المستهلك، ولا يمكن أن تتمثل هذه الرغبة في المضاربة، الإدّخار أو التوظيف.

أكثر من ذلك، فرفض فكرة إدخال "السعي المصفي" « Le démarchage financier » ضمن تقنين الاستهلاك مسألة تترجم، نية وإرادة المشرّع في استبعاد واجتتاب كل خلط أو تشابه بين المصطلحين، أي بين الاستثمار من جهة والاستهلاك من جهة أخرى. يشترك إذن كل من المفهومين، بمعنى المستهلك والمستثمر في الوظيفة المخوّلة لهما، حيث يهدفان إلى وضع استراتيجية حمائية ووقائية قصد فعالية و نجاعة السوق، لكن مع إتباع إجراءات وخطوات مختلفة.

<sup>1</sup> L'article 111-1 du code de la consommation prévoit que tout professionnel prestataire de service doit, avant la conclusion du contrat, mettre le consommateur en mesure de connaître les caractéristiques essentielles du bien ou du service. Voir DE VAUPLANE H, Bull. Joly, Bourse, septembre - octobre, 1999, p. 461.

فتأخذ حماية المستهلك أساسا شكل صراع ضد اللاتوازن القائم بين الخواص من جهة والمحترفين من جهة أخرى، هذه الوضعية التي إزداد تشددها وتفاقمها في النصف الثاني من القرن العشرين، نتيجة ارتفاع حجم المؤسسات، تعدد وكثرة المنتجات والخدمات، وتطور القروض وعلم التسويق... الخ.

نجد إذن أنّ الحماية منظمة ضد المتعاقدين، بمعنى ضد المحترف، في حين نجد أنّ الحماية في مجال الاستثمار منظمة ضد مخاطر السوق.

فعلى عكس مجال الاستثمار، فيعدّ اللجوء إلى المحترفين والمهنيين عن طريق الإلتزام القانوني بالوساطة بمثابة أحسن ضمان لحماية حقوق المستثمرين، وعليه فلا يمكن بناء تعريف للمستثمر في معارضة وتناقض للمحترف.

نتوصل في الأخير إلى الإقرار بوجود إختلاف وتمييز بين المستثمر والمستهلك، رغم بعض أوجه التشابه التي تجمعهما، كما أنّ المشرع عمد إلى نقل تقنيات حماية المستهلك وتكريسها ضمن القانون المالي.

## الفرع الثاني

### تمييز المستثمر عن المضارب

المضارب هو الشخص الذي يتنبأ بارتفاع أو انخفاض الأسعار، وبناء على ذلك يتعامل في السوق بغرض الإستفادة من التذبذب الطبيعي للأسعار ، ويجب أن يستند في تنبؤاته إلى معلومات صحيحة وحسابات وتحاليل دقيقة، لكي يستفيد شخصيا، وفي نفس الوقت يؤدي خدمة نافعة للسوق<sup>1</sup>.

فالمضاربة هي محاولة التنبؤ بسعر المستقبل القريب للإستفادة من السعر الحالي ، حيث عرفها KALDOR Nicholas في سنة 1939 كما يلي :

**« Achat ou vente de biens avec intention de revente ou de rachat à une date ultérieure , lorsque l'action est motivée par**

<sup>1</sup> مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية ، 2000، ص 166 ومايلها.

## *L'espoir d'une modification du prix en vigueur et non par l'avantage lié à l'usage du bien »<sup>1</sup>*

والمضاربة المشروعة لا تنحصر في العمل الذهني فقط، بمعنى الاقتصار على ملاحظة ظروف السوق و التنبأ بالأسعار، بل لابد أن تتحول إلى فعل وهو التدخل بالشراء عند انخفاض الأسعار ثم البيع عند الإرتفاع.<sup>2</sup>

والمضاربة بمعنى الشراء بقصد إعادة البيع وتحقيق الربح وإن كانت قد ارتبطت بالكسب غير المبرر، إلا أنها تبقى أمراً طبيعياً في جميع الأسواق ، وخاصة أسواق الأوراق المالية، إذا بقيت في حدودها المعقولة، وتخضع لضوابطها الشرعية<sup>3</sup>، لتأخذ حينئذ تسمية المضاربة المشروعة، والتي تعتبر القوة المنشطة لسوق رأس المال، وبدونها تظل السوق راكدة، كما أنها تحد من التقلبات والتموجات الشديدة في الأسعار، وتعد المضاربة ضرورة اقتصادية خصوصاً للبورصة، كما تساهم في زيادة ثراء المجتمعات.

لكن عندما يتدخل المضارب بأفعال من شأنها إحداث إرتفاع أو انخفاض مصطنع في الأسعار، تصبح المضاربة غير مشروعة، نتيجة اعتمادها على طرق احتيالية للتلاعب في الأسعار واحداث تموجات شديدة في حدودها القصوى بطريقة مفتعلة، بغرض الإستفادة من فروق الأسعار، وإيقاع الآخرين في الخطأ، الأمر الذي يضر بالسوق بصفة عامة، وبالتالي التأثير على التوازن الاقتصادي.<sup>4</sup>

بعدما أشرنا إلى أن عملية المضاربة بنوعها مشروعة وغير مشروعة بصفة وجيزة، فيظهر التمييز بين الشخص المستثمر والمضارب فيما يلي:

<sup>1</sup> PLIHON Dominique, « La spéculation », in PLIHON Dominique, (sous la direction de) Les désordres de la finance, op. cit. p. 109.

<sup>2</sup> إذا تمت عملية المضاربة دون أن تستند إلى الحسابات ودراسات صحيحة، إنما اعتماداً على الصدفة والحظ، تنقلب إلى مقامرة ، ويطلق عليها الفرنسيون مصطلح « joueur » أي المغامر وهو الذي يرغب في الثراء السريع عن طريق التعامل في البورصة دون علم أو خبرة خاصة، معتمداً على الحظ والصدفة وحدهما، ويغلب على المقامرة الطابع الاحتمالي المطلق وليس لها أي هدف أو دور اقتصادي، بل تعد ضارة بالسوق لما تحدثه من مساس للسير العادي لتكوين الأسعار. أنظر، صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية – دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص 279.

<sup>3</sup> محمد صالح جابر، الإستثمار في الأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، دار الرشيد للنشر، بغداد، 1986، ص 32.

<sup>4</sup> صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص 280.

الشخص المستثمر يتدخل في البورصة بهدف استثمار طويل الأجل نسبياً، فهو يشتري الأوراق المالية لما تحققه من عائد، فينصب تركيزه على توزيعات العوائد السنوية، في حين نجد أن الشخص المضارب يتدخل بهدف الشراء لأجل البيع السريع أو العكس، فيقع تركيز المضارب على المكاسب الرأسمالية أي ارتفاع القيمة السوقية للسهم أو انخفاضها، وليس على ما يدره السهم من عائد، فهو لا ينيو أن يظل السهم معه حتى حين موعد توزيع العائد والأرباح المحققة من المضاربة أكبر من عوائد الاستثمار، كما أن تحقيق الأرباح المجزية يقابله – دائماً – احتمال الخسائر الجسيمة، ويجب على المضارب أن يكون مستعداً لهذه وتلك<sup>1</sup>.

والأصل أن التدخل يكون للاستثمار لا للمضاربة، لأن تحول السوق إلى سوق مضاربة يصبح الاستثمار فيها هو الاستثناء ، الأمر الذي يجر معه حمى تضخمية تسري في كافة قطاعات الاقتصاد<sup>2</sup>.

بعد التعرض بإيجاز إلى بعض الإختلافات التي تجمع بين المستثمر وبعض المفاهيم القريبة منه ، نتوقف لنشير إلى أن المستثمرين لا يتمتعون كلهم بنفس الحماية، إذ تختلف القواعد التي يخضعون لها باختلاف أنواعهم، كما أن جل التشريعات قد وضعت شروطاً وقيوداً لا بد من توفرها لدى المستثمر.

## المطلب الثاني

### أنواع المستثمر والشروط الواجب توفرها لديه

يعود ظهور مبدأ التفرقة والتمييز بين المستثمرين إلى المحاكم، ثم انتقل بعد ذلك إلى التشريع، لذا نذكر أهم أنواع المستثمرين (الفرع الأول) والشروط المتعلقة بهم (الفرع الثاني)

### الفرع الأول

#### أنواع المستثمر

رغم كون المستثمر هو الطرف الثاني في العقد، ورغم اعتبار هدفه هو استعمال مدخراته المالية لتحقيق أرباح مستقبلية، إلا أن الأحكام القانونية المطبقة على المستثمر

<sup>1</sup> عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانون لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 1995 ، ص 84.

<sup>2</sup> محمد صالح جابر ، الإستثمار في الأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 32.

تختلف حسب صفة وطبيعة المستثمر. يعتبر التشريع الفرنسي من أهم التشريعات التي اهتمت بمسألة أنواع المستثمر.

### أولا - المستثمر المؤهل: L'investisseur qualifié

يعود أصل هذا المفهوم إلى الولايات المتحدة الأمريكية، ثم انتقل بعد ذلك إلى فرنسا بموجب القانون المؤرخ في 02 جويلية 1998، وذلك بمناسبة إعادة تعريف مفهوم "الإعلان العلني للإدخار" وحسب أحكام الفقرة الثانية من المادة 411-2 من التقنين النقدي والمالي، يعتبر مستثمرا مؤهلا " كل شخص معنوي يتمتع بصلاحيات وإمكانات لازمة لتفادي المخاطر المتعلقة بالعمليات الواردة على الأدوات المالية".

ينقسم المستثمر المؤهل بحد ذاته إلى نوعين: مستثمر مؤهل بطبيعته، مستثمر مؤهل بناء على تصريح أو اعلان .

#### 1- المستثمر المؤهل بطبيعته ( L'investisseur qualifié par nature ) :

تشمل هذه الفئة المؤهلين المحترفين في مجال الاستثمار مثل مؤسسات القرض، بنك فرنسا، الخزينة العامة، شركات التأمين، شركات الاستثمار....الخ. هذه الأشخاص المعنوية لا تكتسب صفة المستثمر المؤهل إلا عند عملها لحسابها الخاص، أو لحساب الغير، بشرط أن يكون هذا الغير مستثمرا مؤهلا كذلك.

#### 2- المستثمر المؤهل بناء على تصريح : ( L'investisseur qualifié par ) : ( déclaration ) :

تشمل هذه المجموعة أشخاصا معنوية معينة تعمل لحسابها الخاص<sup>1</sup>، تأخذ هذا التكليف بموجب قرار من مجلس إدارتها أو مسيرتها.

#### ثانيا-المستثمر المؤسسي :

هي هيئات مالية ، تقوم بتوظيف معظم أصولها المالية في الأوراق المالية، وذلك بالنظر إلى طبيعتها ومركزها.

<sup>1</sup> Les sociétés de capital-risque, les sociétés financières d'innovation, les sociétés commerciales dans le total du bilan est supérieur à un milliard de Francs, les établissements publics nationaux à caractère industriel et commercial dont des titres sont négociés sur un marché réglementé....

لم يقدم المشرع الفرنسي أي تعريف لهذا النوع من المستثمرين وإنما اكتفى بتعدادهم وترقيمهم ، ومعظمهم يكونون المستثمرون المؤهلون حسب طبيعتهم . لكن غياب تعريف قانوني لا يعني نفي وجود تعريف فقهي، بل العكس ، إذ لقيت هذه الفئة من المستثمرين عدة تعاريف فقهية نذكر منها.

**- P. Didier, « Les investisseurs institutionnels sont des organismes financiers, qui collectent des ressources de l'épargne, et sont tenus, par leur nature ou leurs statuts, d'en employer une partie ou la totalité sous forme de valeurs mobilières ».**

**-V.F Manin, « Les investisseurs institutionnels sont des structures déterminées à placer l'argent d'autrui (aux fins de valorisation de ce dernier) ».**

بجانب هذه الأنواع المذكورة أعلاه، توجد أصناف أخرى من المستثمرين<sup>1</sup>. أما فيما يخص المشرع الجزائري فلم يضع أي تعريف لمستثمر الأوراق المالية، ضمن النصوص القانونية المتعلقة ببورصة الأوراق المالية. ولا نلمس كذلك أي تعريف فقهي في هذا الشأن، وإنما اكتفى المشرع بذكر الأشخاص الذين يمثلون و يكونون طائفة المستثمرين فقط.

---

<sup>1</sup> L'investisseur averti : Cette notion été créée par la jurisprudence dans le cadre des affaires relatives à la responsabilité d'intermédiaires financiers n'ayant pas respecté l'obligation de couverture des opérations à terme.

Cette notion a survécu comme catégorie générique, englobant les investisseurs qualifiés, et les personnes physiques et morales, dont la compétence en matière financière dispense le prestataire de son obligation, aujourd'hui légale, de mise en garde du client. Voir, BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, op. cit. p. 424.

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 mises à la charge des prestataires ou des émetteurs et l'avènement d'un certain formalisme. Voir BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 431.

## الفرع الثاني

### الشروط الواجب توفرها في صفة المستثمر

نتساءل عن الإطار العضوي لممارسة مهمة الاستثمار في مجال الأوراق المالية على مستوى سوق القيم المنقولة، بتعبير آخر، هل يقتصر مجال عملية الاستثمار على الأشخاص المعنوية فقط، أم يتعدى ذلك ليشتمل الأشخاص الطبيعية كذلك، أكثر من ذلك نتساءل أيضا عن مدى وجوب توفر شروط لدى المستثمر، أم أن المجال مفتوح أمام كل شخص يرغب في الإستثمار .

#### أولا: التشريع الفرنسي

لم يحصر المشرع الفرنسي صفة المستثمر في الأشخاص المعنوية فقط، وإنما سمح حتى للأشخاص الطبيعية التدخل في سوق الأوراق المالية بصفتهم مستثمرين. في يومنا ، قليلا هم الخواص الذين يسيرون بصورة مباشرة استثماراتهم، إنما يفضلون عموما تفويض مهمة تسييرها إلى محترفين هؤلاء يتمثلون في مسيري محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، والذين أصبحوا من بين أوائل المستثمرين على مستوى سوق القيم المنقولة<sup>1</sup>.

نتساءل عن مدى وجود شروط أو إجراءات أخرى للدخول إلى سوق القيم المنقولة ؟ . القاعدة أن البورصة سوق عام مفتوح أمام الجميع، فالأشخاص المتدخلين بالبيع والشراء، أي عملاء السوق، متى كانوا أهلين للتصرف ، يمكنهم الدخول إلى السوق على خلاف الوضع الذي كان عليه قديما<sup>2</sup>.

أضف إلى ذلك فإن المادة 25 من القانون الفرنسي الصادر في 14 فبراير 1942 بشأن تنظيم وتشغيل البورصات ، كانت قد قصرت دخول البورصة على الأشخاص الذين يسمح لهم بذلك، طبقا لشروط يحددها مرسوم، و صدر المرسوم في 3 أوت 1942، حيث عهد في مادته 32 إلى وكيل سماسة الأوراق المالية بتسليم بطاقة دخول، carte

<sup>1</sup> VALETTE Jean-Paul, Droit de la régulation des marchés financiers, Gualino éditeur, Paris, 2005, p. 77.

<sup>2</sup> يلاحظ أن المرأة حتى ولو كانت تاجرة فهي مستبعدة من دخول البورصة، ولم يسمح لها بذلك إلا في مارس 1967، أنظر RIPERT Georges et ROBLOT René, Traité de droit commercial, Dalloz, Paris, 1986,p 65

d'admission إلى من تتوافر فيهم شروط الدخول، غير أن المادة 25 المذكورة ألغيت بالقانون رقم 50-926 المؤرخ في 10 أوت 1950 والذي أعاد حرية الدخول أمام كل من هم أهل للتصرف باستثناء المحكوم عليهم بعقوبات بدنية في جريمة مخلة بالشرف، وناقصي الأهلية<sup>1</sup>.

### ثانياً: التشريع المصري

ميز المشرع المصري هو الآخر بين المدخرون والمستثمرون الأفراد من جهة، الذين يتدخلون عندما يكون تطور البورصة مواتياً، فيجذبهم الربح السهل، فيستثمرون في الأوراق المالية ذات الدخل المتغير، هذه الفئة من المستثمرين تختلف نسبتها من بلد لآخر وهي في تراجع لحساب المستثمرين المؤسسات، ومن جهة أخرى نجد المستثمرون المؤسسات الذين يعتبرون اليوم أهم المتدخلين في السوق، تلك المؤسسات ذات صفة مالية وتقوم بتجميع التوفير الخاص وتوظيفه - أو معظمه - في الأوراق المالية، مثل شركات التأمين التي تتمتع بتثميرات مكثفة في هذا المجال، وشركات الاستثمار في الأوراق المالية، والتي غرضها جمع رأس المال المخصص للتوظيف في هذا المجال، وتوفر تلك الشركات أمام المدخرين الأفراد تسهيلات، لا يمكن الانتقاص منها، ذلك أنهم يصبحون بشكل ما شركاء في ملكية حقيبة الأوراق المالية التي تدار من قبل متخصصين طبقاً للأسلوب الذي يناسب حاجاتهم، ويرجع تعاضم الدور الذي تقوم به تلك المؤسسات لعدة أسباب نذكر منها<sup>2</sup>

1- أن الإستثمار في البورصة يفترض إعلاماً مناسباً حول الأوراق المالية وتداولها، والأفراد - بوجه عام - لا يملكون القدرة الكافية على ذلك، فضلاً عن أن تصنيف المحفظة يتطلب جدارة ومهارة وكفاءة.

2- أن تكوين محفظة الأوراق المالية، يتطلب استخدام رأس مال يعجز عن تدبيره كثير من الأفراد<sup>3</sup>.

سبق لنا ذكر أهمية وضرورة المستثمر في تنشيط وتفعيل دور سوق الأوراق المالية في القطاع الإقتصادي، هذا الطرف بمعنى "المستثمر" الذي أحاطه المشرع كذلك بمجموعة

<sup>1</sup> RIPERT Georges et ROBLOT René, Traité de droit commercial, op. cit. p 65

<sup>2</sup> عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 82 و 83.

<sup>3</sup> عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، نفس المرجع، ص 83.

أحكام قانونية تبين مركزه، نتساءل عن الشروط الواجب توفرها في هوية المستثمر طبقا للقانون الجزائري ؟

### ثالثا: موقف المشرع الجزائري

بالرجوع إلى أحكام القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة، نجد أنه يعد مستثمرا في القيم المنقولة كل شخص أو هيئة خاصة أو عامة، قامت بإكتتاب في هذه القيم بعد إصدارها أو شرائها في البورصة وقت تداولها. بهذا تكون دائرة المستثمرين واسعة جدا، تتراوح بين الأشخاص الطبيعية وأخرى معنوية مختلفة.

فنقصد بالأشخاص الطبيعية الخواص أو الأفراد.

أما الأشخاص المعنوية فهم:

المستثمرون التأسيسيون: يتمثلون في الهيئات المالية التي يتجلى دورها في الحياة الاقتصادية في عملية تجميع المدخرات الآتية من مختلف القطاعات في الدولة وتقوم بتوظيف هذه المدخرات في شكل أوراق مالية، ويعتبرون كذلك من أكبر المالكين للسيولة ومن أهم المتدخلين في البورصة<sup>1</sup>.

بجانب هؤلاء المستثمرين السالف ذكرهم، يمكن اعتبار الوسيط في عمليات البورصة مستثمرا، وذلك حينما يقوم بعمليات ذات مقابل، أي يتقدم إلى البورصة للبيع والشراء لحسابه الخاص<sup>2</sup>.

زيادة على هذه الفئة، يعتبر كذلك مستثمرا ، البنوك والمؤسسات المالية عند تدخلها في البورصة لشراء أوراق مالية متداولة فيها بصفتها عمليات تابعة للنشاط المصرفي<sup>3</sup>. هكذا إذن يتحدد مجال المستثمر بين الأشخاص الطبيعية دون تمييز، وكذا الأشخاص المعنوية.

<sup>1</sup> براق محمد، "أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر"، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية و الاقتصادية والسياسية، عدد 01، 1999، ص 89.

<sup>2</sup> المادة 8/7 من القانون رقم 03-04، المؤرخ في 07 فيفري 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10، مرجع سابق.

<sup>3</sup> المادة 72 من الأمر رقم 03-11، المؤرخ في 26 أوت 2003، المتعلق بالنقد والقرض، جريدة رسمية عدد 52، صادر في 27 أوت 2003.

مقابل هذه الأحكام القانونية المتعلقة بطبيعة أو صفة المستثمر وضعت التشريعات عدة التزامات على عاتق المستثمر، وذلك ضمانا لشفافية السوق وتحقيقا للصالح العام.

### **المطلب الثالث**

#### **إلتزامات المستثمر**

مقابل الإلتزامات المفروضة على عاتق الشخص المصدر للأوراق المالية نظمت جل تشريعات العالم التزامات كذلك على الشخص المستثمر في الأوراق المالية، من بين هذه الإلتزامات نذكر ما يلي:

#### **الفرع الأول**

#### **التصريح بتجاوز حدود المساهمة**

#### **déclaration de franchissement de seuils**

يعتبر هذا الإلتزام عنصرا تشترک في وضعه عدة تشريعات، لكن باتباع أحكام قانونية مختلفة.

#### **أولا: في التشريع الفرنسي**

لقد وجد هذا الإلتزام في الأصل، كواجب يقع على الشركات التي تهدف إلى حماية مساهماتها، ثم أصبح يفرض بعد ذلك على الأشخاص المستثمرين<sup>1</sup>. وفي هذا الموضوع، أحالت المادة 451-2 من التقنين النقدي والمالي الفرنسي أحكامها إلى المادة 233-7 من التقنين التجاري والتي مفادها أن كل شخص طبيعي كان أم معنوي، يتصرف بمفرده أو مع غيره، وامتلك عددا من الأسهم، أو حقوق التصويت يمثل أكثر من الجزء العشرين أو العشر أو الخمس أو الربع أو الثلث أو النصف أو الثلثين من رأسمال الشركة أو حقوق التصويت، تكون أسهمها متداولة في البورصة، أن يلتزم بالإعلام، هذا الأخير يجب أن يوجه في أجل خمسة أيام ابتداء من تاريخ تجاوز الحد الأدنى للمساهمة، ويجب أن يوجه الإعلام إلى الشركة المصدرة وسلطة سوق الأوراق المالية التي تتولى إعلام الجمهور<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 437.

<sup>2</sup> OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, op. cit, p. 69.

علاوة على ذلك فقد فرض المشرع الفرنسي على المستثمر شخصا طبيعيا كان أو معنويا تجاوز الحد الأدنى للمساهمة العشر أو الخمس ضرورة تقديم تصريح تكميلي عن نيته، وذلك متى سبق للمستثمر أن عبر علنا عن نواياه، ثم قام بتغييرها، نتيجة وجود مبررات معينة كوجود تعديلات هامة في وضعيته ومساهمة الأشخاص المعنيين، وذلك بإتباع نفس الإجراءات السابقة، بمعنى توجيه إعلام المستثمر عن تغيير نواياه إلى الشركة المصدرة، وسلطة ضبط السوق المالية، والقيام بتصريح جديد قصد إعلام الجمهور بنواياه الجديدة.

نشير في هذه المسألة إلى أنه حتى يتمكن المستثمر من القيام بهذا الالتزام، يجب أن يكون على دراية أو معرفة بتحديد مدى تجاوزه الحد الأدنى القانوني للمساهمة أم لا، ومن أجل ذلك، يجب على المستثمر معرفة رأسمال الشركة أو العدد الاجمالي لحقوق التصويت، ومسألة تحديد هذه الأخيرة تعد صعبة التحقيق وذلك لكثرة وتعدد المخالفات المتعلقة بالقاعدة سهم واحد/ صوت واحد<sup>1</sup> « une action/une voix » .

في سبيل تمكين المستثمر من القيام بالترامه هذا، وضع القانون الفرنسي على عاتق الشركات المصدرة الالتزام خلال خمسة أيام التي تلي الجمعية العامة السنوية بإعلام مساهميها، وكذا سلطة سوق الأوراق المالية « AMF » ، - إذا كانت هذه الشركات مسعرة- بالعدد الكلي أو الإجمالي لحقوق التصويت الموجودة إلى غاية ذلك التاريخ.<sup>2</sup> أكثر من ذلك، فالقانون الفرنسي يلزم الشركات المقبول تداول أسهمها على مستوى البورصة بنشر كل شهر العدد الكلي لحقوق التصويت وعدد الأسهم المكونة لرأسمالها.

تحقيقا لتنفيذ واحترام هذا الالتزام بمعنى - التصريح بتجاوز الحد الأدنى للمساهمة - رتب المشرع الفرنسي عقوبة على عدم الالتزام، وتتمثل هذه العقوبة في عدم تمتع أو عدم حضي الأسهم المملوكة بتجاوز الحدود الدنيا بسبب عدم التصريح بها بحق التصويت لمدة

<sup>1</sup> BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op. cit. pp. 438-439.

<sup>2</sup> COURET Alain, LE NABASQUE Hervé, COQUELET Marie - Laure, GRANIER Thierry, PORACCHIA Didier, RAYNOUARD Arnaud, REYGROBELLET Arnaud, ROBINE David, Droit financier, op. cit, p. 919.

سنتين من تاريخ التسوية، كما يمكن للمحكمة تشديد العقوبة، وذلك بتمديد المدة لتصل إلى خمس سنوات لكل الأسهم المملوكة من طرف المخالف.

يرجع الهدف من فرض هذا الالتزام إلى منح المستثمر الحق في الحفاظ أو شراء أو بيع سندات معينة، عن طريق السماح له بمعرفة حركة رأسمال الشركة، والوزن الحقيقي للمساهمين<sup>1</sup>.

### ثانيا: موقف المشرع الجزائري

حذا المشرع الجزائري حذو المشرع الفرنسي في وضع بعض الالتزامات على عاتق المستثمر، عندما تدارك الأمر في تعديله لقانون بورصة القيم المنقولة . من بين هذه الالتزامات التصريح بالحد الأدنى للمساهمة، حيث ألزم المشرع الجزائري كل شخص طبيعي أو معنوي، يتصرف بمفرده أو مع غيره، وامتلك عددا 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، أين يصرح بالعدد الإجمالي للأسهم وحقوق التصويت التي يمتلكها للشركة وللجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ولشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، في أجل أقصاه خمسة عشر يوما ابتداء من تاريخ تجاوز الحد الأدنى للمساهمة<sup>2</sup>.

كما يتم القيام بنفس التصريح في نفس الأجل و إلى نفس الهيئات، عندما تصبح المساهمة في رأسمال الشركة أو عدد حقوق التصويت دون مستوى الحدود المنصوص عليها سابقا<sup>3</sup>.

المشرع الجزائري استثنى المساهمون في شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير من الخضوع إلى الأحكام القانونية المذكورة أعلاه<sup>4</sup>.

تجدد بنا الإشارة في هذا الموضوع، إلى أن المشرع الجزائري إكتفى بذكر مضمون الالتزام لكن تفاصيل هذا الإجراء وكيفية تطبيق أحكامه، فقد أحالنا إلى لائحة تصدر من لجنة

<sup>1</sup> OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, op. cit, p. 70.

<sup>2</sup> المادة 65 مكرر 1/ من المرسوم التشريعي رقم 93-10 ، المؤرخ في 23 ماي 1993 ، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة معدل ومتمم ، مرجع سابق .

<sup>3</sup> الفقرة الثانية من المادة 65 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 93-10 ، المؤرخ في 23 ماي 1993 ، نفس المرجع.

<sup>4</sup> الفقرة الثالثة من المادة 65 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 93-10 ، المؤرخ في 23 ماي 1993 ، نفس المرجع.

تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، هذه اللائحة تم إصدارها فعلا، تتمثل في نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-03 الذي جاء ليحدد مضمون وإجراءات التصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأسمال الشركات المتداول أسهمها في البورصة<sup>1</sup>. تعتبر أسهما أو حقوقا للتصويت، الأسهم وحقوق التصويت التي يمتلكها الشخص الملزم بالتصريح المنصوص عليه في المادة 65 مكرر:

- الأسهم أو حقوق التصويت التي يمتلكها أشخاص آخرون لحساب هذا الشخص.
  - الأسهم أو حقوق التصويت التي تمتلكها الشركات التي يراقبها هذا الشخص .
  - 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 مسبق<sup>2</sup>.
- تطبيقا للمادة 65 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 10-93 ، فإن نظام اللجنة رقم 03-03 السالف الذكر قد إشتراط ضرورة الإدلاء بتصريح كتابي أثناء تجاوز حدود المساهمة المذكورة في المادة 65 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 10-93 .
- يجب أن يكون الإعلان المتضمن في هذا التصريح صحيحا، دقيقا ، وصادقا يتضمن خاصة :

- هوية أو تسمية الشخص الطبيعي أو المعنوي المذكور في المادة 65 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 10-93 وعلاقته مع الشركة المتداول أسهمها في البورصة .
- الحد أو الحدود المتجاوزة وكذا إتجاه هذا التجاوز .
- طبيعة العملية وعدد الأسهم أو حقوق التصويت المكتسبة ، المتنازل عنها أو المستلمة بغير مقابل والتي أدت إلى تجاوز الحد.
- عدد الأسهم أو حقوق التصويت المحازة سابقا وطبيعة الحيازة .

<sup>1</sup> نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-03 ، مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأسمال الشركات المتداول أسهمها في البورصة، جريدة رسمية عدد 73 ، صادر في 30 نوفمبر 2003.

<sup>2</sup> المادة 65 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 10-93 ، المؤرخ في 23 ماي 1993 ، المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، معدل ومتمم ، مرجع سابق .

يتم الإدلاء بنفس التصريح عند تجاوز الحدود في اتجاه الانخفاض<sup>1</sup>.  
عندما 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 شهرا القادمة<sup>2</sup> ، بالإضافة إلى التصريح بتجاوز الحدود .  
يرسل التصريح عن النوايا في نفس الآجال إلى نفس الهيئات المذكورة في المادة 65  
مكرر من المرسوم التشريعي رقم 93-10 ، كما يجب أن يكون التصريح بتجاوز حدود  
المساهمة وكذا التصريح بالنوايا المتناسب مع هذه الحدود موضوع إعلان في النشرة  
الرسمية لجدول التسعيرة وفي جريدتين على الأقل ذات توزيع وطني<sup>3</sup> .  
رتب المشرع الجزائري هو الآخر ، عقوبة على إخلال المستثمر بمثل هذا الالتزام،  
حيث نص على أنه: " لا تحظى الأسهم المملوكة بتجاوز الحدود الدنيا، بسبب عدم  
التصريح بها قانونا بحق التصويت في كل جمعية للمساهمين، يمكن أن تعقد في الأعوام  
الثلاثة الموالية لتاريخ التسوية التي يقوم بها الشخص المعني"<sup>4</sup>.

نتوصل إذن إلى القول بأن المشرع الجزائري ، قصر إلتزامات المستثمر في  
التصريح بتجاوز حدود المساهمة، على خلاف المشرع الفرنسي، الذي أضاف إلتزامات  
أخرى، كما أن المشرع الجزائري حدد مدة تبليغ المستثمر بتصريحه تجاوزه حدود مساهمته  
إلى كل من الشركات المصدرة ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ب 15 يوما، على  
عكس المشرع الفرنسي الذي يحدده ب 5 أيام، وحسب رأينا فنرجح موقف المشرع الفرنسي،

<sup>1</sup> المادة 02 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-03 ، مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بالتصريح  
بتجاوز حدود المساهمة في رأسمال الشركات المتداول أسهمها في البورصة ، مرجع سابق.

<sup>2</sup> يجب أن يحدد هذا التصريح عن النوايا ما إذا كان الشخص :  
- ينوي متابعة عملية إكتساب أسهم أو حقوق تصويت الشركة .  
- ينوي الإستحواذ على رقابة الشركة .  
- يرغب في طلب التمثيل في مجلس إدارة الشركة .  
- يتصرف بمفرده أو بجمعية شخص أو عدة أشخاص . أنظر المادة 03 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة  
ومراقبتها رقم 03-03 ، مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأسمال  
الشركات المتداول أسهمها في البورصة، نفس المرجع .

<sup>3</sup> المادة 04 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-03 ، مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بالتصريح  
بتجاوز حدود المساهمة في رأسمال الشركات المتداول أسهمها في البورصة ، نفس المرجع .

<sup>4</sup> المادة 65 مكرر 3 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 ، المؤرخ في 23 ماي 1993 ، المتعلق ببورصة القيم المنقولة ،  
معدل ومتمم ، مرجع سابق.

باعتبار أن عمليات البورصة ذات طابع مالي تجاري تتسم بالمرونة والسرعة، لا تتحمل التماطل والتأخير.

## الفرع الثاني

### التصريح ببعض الشروط

لا تتوقف إلتزامات المستثمر عند مجرد التصريح بتجاوز حدود المساهمة فقط، وإنما يقع على عاتقه كذلك التزام آخر يتمثل في التصريح ببعض الشروط، ويسمى البعض الآخر بإشهار الموائيق<sup>1</sup> « publicité des pactes ».

#### أولاً: في التشريع الفرنسي

تلزم أحكام المادة 11-233 من التقنين التجاري الفرنسي الشخص المستثمر، بضرورة إرساله كل شروط الاتفاقيات، إلى كل من الشركة المصدرة وسلطة سوق الأوراق المالية.

تتضمن هذه الإتفاقيات كل من شروط أفضلية التنازل أو الإقتناء (الشراء)، لأسهم مقبولة للتداول على مستوى سوق منظمة، إذا كانت تمثل أو تحمل 0,5 % من رأسمال أو حقوق تصويت الشركة المصدرة لأسهمها.

يجب أن تتم هذه المعلومة خلال خمس أيام من تاريخ التوقيع على الإتفاقية أو ملحق الإتفاقية المتضمن الشرط المعني، مع وجوب إتباعها بضرورة إبلاغ السوق من طرف سلطة سوق الأوراق المالية<sup>2</sup>.

تتمثل الإتفاقيات المقصودة على وجه الخصوص في موائيق الشفعة، موائيق الأفضلية، اتفاقيات المساهمة في عرض عمومي لاحق، الوعد بالبيع والشراء... الخ.

---

<sup>1</sup> Poulle Jean-Baptiste, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », op. cit. p. 10.

<sup>2</sup> COURET Alain, LE NABASQUE Hervé, COQUELET Marie - Laure, GRANIER Thierry, PORACCHIA Didier, RAYNOUARD Arnaud, REYGROBELLET Arnaud, ROBINE David, Droit financier, op. cit. p. 918.

ضمانا لتنفيذ واحترام هذا الالتزام، أوجب المشرع الفرنسي كذلك عقوبة حين مخالفة هذا الإلتزام والمتمثلة في وقف آثار الشرط خلال مدة العرض العمومي .

### ثانيا: موقف المشرع الجزائري

إتفق المشرع الجزائري مع نظيره الفرنسي في وضع وتنظيم التزام المستثمر بتصريح تجاوز حدود المساهمة، لكنه لم يتفق معه في ترتيب الإلتزام الثاني والمتمثل في التصريح ببعض الشروط، إذ لا نلمس أي نص تشريعي ولا تنظيمي ينظم هذا الإلتزام رغم أهميته، ربما قد يكون ذلك من بين انشغالات المشرع الجزائري ضمن التعديلات المتعلقة ببورصة القيم المنقولة اللاحقة.

إن فئة المتدخلين على مستوى سوق الأوراق المالية، لا تتوقف فقط عند الشخص المصدر للأوراق المالية والمستثمر فيها، إنما لابد من شخص ثالث يتوسط بينهما يدعى الوسيط.

## المبحث الثالث

### الوسيط « L'intermédiaire »

إن تواجد كل من المصدر والمستثمر على مستوى سوق الأوراق المالية ، أمر غير كاف لإجراء المعاملات على الأوراق المالية، وإنما لابد من ضرورة وجود شخص ثالث يتوسط بين الطرفين السابقين، هذا الشخص يتمثل في الوسيط، كما يسمى كذلك بالسمسار. يسمح الوسيط بتلقي المتدخلين، وكذا بحركة القيم المنقولة مقابل عمولة. فالإلتزام بالوساطة مسألة مفروضة على كل شخص يرغب في إجراء عمليات تداول أوراق مالية على مستوى البورصة<sup>1</sup>.

لا تنحصر أهمية الوساطة في توفير السيولة المالية للمستثمرين فقط، وإنما تتعدى ذلك، حيث تساهم في تسهيل ومرونة المعاملات، وتخفيض الأسعار<sup>2</sup>.

إن اللجوء إلى الشخص الوسيط قصد تنفيذ عملية بيع وشراء قيم منقولة على مستوى البورصة يشكل ضمانا للمستثمرين، هؤلاء اللذين يفتقدون إلى الخبرة الكافية في مجال الاستثمار في القيم المنقولة، فحتى لا يقعوا ضحية المضاربين المحترفين، أوجبت معظم تشريعات العالم ضرورة تدخل أشخاص يتمتعون بهذه الخبرة – الوسطاء – تحكمهم قوانين خاصة تضبط قواعد ممارستهم لمهامهم<sup>3</sup>.

تخضع فئة الوسطاء إلى عدة أحكام تبين من خلالها ماهية الوسيط، (المطلب الأول)، شروط اكتساب صفة الوسيط (المطلب الثاني)، وكذا انقضاء الوسيط (المطلب الثالث).

<sup>1</sup> هذا المشرع الجزائري حذو معظم تشريعات العالم، حيث اشترط أن يتم تنفيذ العمليات داخل البورصة عن طريق الوسطاء، وذلك في المادة 05 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 التي تنص على ما يلي " لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيما منقولة في البورصة، إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة". لكن هذه المادة عدلت بموجب الأمر رقم 10-96، المؤرخ في 10 يناير 1996، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10-93، المؤرخ في 23 ماي 1993، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 03، الصادرة في 14 يناير 1996.

وجاء نص التعديل كما يلي: " غير أنه يمكن أن تتم عمليات التداول على السندات المسعرة في البورصة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون التابعة للقانون العام، وكذلك شركات الأسهم، خارج البورصة وفقا لإجراء التراضي بين المتدخلين في السوق، تحدد لائحة اللجنة شروط تحقيق عمليات التداول هذه، وكذلك صفة المتدخلين"

<sup>2</sup> VALLET Jean-Paul, Droit de la régulation des marchés financiers, op. cit. p. 77.

نشئنا سليمة " شروط ومهام الوسطاء الماليين في البورصة، وإطارها القانوني في الجزائر " ، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والإندماج في الإقتصاد العالمي ، عدد 07 ، 2009 ، ص 42.

## المطلب الأول

### ماهية الوسيط

لقد منحت معظم القوانين أهمية كبيرة لفئة الوسطاء، حيث وضعت أحكاماً خاصة لها، لتحقيق غايات وأهداف معينة، أهمها حماية الإقتصاد، وذلك عن طريق حماية المستثمرين الممولين للمشروعات الإنتاجية في المجالات المختلفة، بالإضافة إلى تقوية الثقة في البورصة، بتشديد عمل الوسطاء – بعد أن منحت لهم بعض الحقوق – للوفاء بالإلتزامات المفروضة عليهم في المواعيد المحددة.

وقبل التعرض إلى أهم الأحكام التي يخضع لها الوسيط، بما فيها الشروط الواجب توفرها قصد إكتساب صفة الوسيط، والإجراءات الواجب إتباعها، حقوقه و التزماته... الخ، رأينا أنه من الضروري تقديم أولاً، مفهوم الوسيط في الأوراق المالية، عن طريق إبراز المقصود بالوسيط (الفرع الأول) ثم توضيح خصائص عقد السمسرة في الأوراق المالية (الفرع الثاني) وأخيراً تبيان أهمية الوسطاء في الأوراق المالية (الفرع الثالث).

### الفرع الأول

#### المقصود بالوسيط

يعتبر الوسيط أو السمسار " كل شخص ذو دراية وعلم وكفاءة في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من خلال بورصة الأوراق المالية، وفي المواعيد الرسمية المحددة لها لحساب العملاء، مقابل عمولة محدّدة من كل من البائع والمشتري، ويعتبر السمسار ضامناً لصحة كل عملية تم تنفيذها بيعاً وشراءاً"<sup>1</sup>.

كما يعتبر الوسيط بمثابة "شخص يتوسط في بيع وشراء الأوراق المالية لحساب الغير"<sup>2</sup>.

أما على المستوى التشريعي، فنشير في هذا الصدد إلى أنّ عدة تشريعات لم ترد تعريف للشخص الوسيط، نذكر على سبيل المثال ، التشريع المصري حيث لم يضع قانون

<sup>1</sup> محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 273.

<sup>2</sup> الحمراي صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية، مؤسسة البيان للطباعة والنشر والتوزيع ، دون ذكر مكان النشر ، 2004 ، ص121.

سوق رأس المال رقم 95-1995 ولا لائحته التنفيذية أي تعريف للوسيط، نفس الوضع يذكر على مستوى التشريع الجزائري ، حيث لم ينص المشرع الجزائري ، لا ضمن أحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10 ولا ضمن القانون رقم 03-04 على أي تعريف للوسيط، وإنما اكتفت هذه التشريعات بالإشارة إلى جملة الالتزامات المفروضة على الوسيط وإجراءات التأسيس والترخيص وغيرها من الأمور التنظيمية.

على عكس الكونجرس الأمريكي الذي عرّف السماسرة في قانون بورصة الأوراق المالية لسنة 1934 في إحدى مواده، على أنه "أي شخص يشارك في عمل إتمام الصفقات على الأوراق المالية لحساب الغير، ولكن لا يشمل ذلك البنك"<sup>1</sup>.

## الفرع الثاني

### خصائص عقد السمسرة في الأوراق المالية

يتعامل الوسيط مع عميله في عملية بيع وشراء الأوراق المالية، ويأخذ هذا التعامل شكل عقدي، يسمى عقد السمسرة، لكن ذو طبيعة خاصة، تختلف عن السمسرة العادية في عدة أحكام، - نتعرض إليها بالتفصيل لاحقا - كما تظهر هذه الاختلافات كذلك ضمن هذه الخصائص التي يميّز بها عقد السمسرة في الأوراق المالية.

#### أولاً: عقد السمسرة عقد رضائي

يتميّز عقد السمسرة في الأوراق المالية باعتباره عقد تكفي فيه إرادة الأطراف لإبرامه، وبالتالي ترتيب آثاره دون الحاجة لإفراغ الرضا في قالب شكلي معيّن، هذا هو الأصل، ما لم يتطلب القانون استثناء إفراغه في قالب شكلي<sup>2</sup>، إذ يكفي لانعقاد العقد مجرد الاتصال الهاتفي من العميل<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عبد الباسط كريم مولود ، تداول الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة - منشورات الحلبي الحقوقية ، 2009 ، بيروت ص 162.

<sup>2</sup> يجب عدم الخلط بين انعقاد عقد السمسرة وبين انتقال ملكية الأوراق المالية الاسمية، حيث يشترط لإنتقال الملكية إجراء شكلي وهو تمام قيد تداولها بالبورصة، سواء كانت هذه الأوراق المالية مقيدة في البورصة أم غير مقيدة، أما الأوراق المالية لحاملها، فيكون انتقال ملكيتها بإنتقال حيازتها، أنظر الحمراي صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، 123.

<sup>3</sup> بعض التشريعات تفرض اتباع التعاقد الرضائي بقدر كتابي لاحق، ففي حالة الأمر بواسطة الهاتف، يجب على الأمر تأكيد إرسال الأمر كتابيا، هذا ما نصت عليه المادة 97 من النظام رقم 97-03، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.

## ثانياً: عقد السمسرة عقد معاوضة

إنّ عقد السمسرة في الأوراق المالية، شأنه في ذلك شأن باقي العقود، فهو عقد معاوضة، يحصل فيه كل من الوسيط والعميل على مقابل لما أعطى أو لما التزم به، لذلك نجد أنّ العميل ملتزم بدفع العمولة مقابل حصوله على السعر المناسب لبيع الورقة المالية إذا كان بائعاً والورقة المالية إذا كان مشترياً، ليس ذلك فحسب، بل مقابل الخدمات الأخرى التي تقدمها الشركة.

### الفرع الثالث

#### أهمية الوساطة في الأوراق المالية

الوساطة مهنة ذات قيمة في المجتمعات المختلفة النامية وغير النامية، وهي مهنة تمارس منذ زمن بعيد<sup>1</sup>، حيث كان الوسيط يكفي المتعاملين في البحث عن الأسعار المناسبة للسلع، ولذلك يعدّ الوسيط من أبرز الأشخاص على مستوى البورصة. تظهر أهمية هذه المهنة في في الدراية التي يتمتع بها الوسطاء، واليقظة في التعرف على الأسعار والورقة المالية التي تحوز إهتمام المتعاملين، فيسعى الوسيط جاهداً لاقتناء المعلومات والبيانات الكافية للوقوف أمام السعر الحقيقي. وقد ازدادت أهمية الوساطة في الوقت الحاضر، وأصبح الوسيط أكثر فعالية وباتت نصائحه أقرب للحقيقة، وبالتالي أصبح التعامل معه أمراً ضرورياً من ضروريات التعامل في نظر الكثيرين، وذلك قصد تجنّب الغبن الذي يتعرّضون له. ولما كان المبدأ في معظم قوانين الدول أنّ العميل أو المستثمر هو الأولى بالرعاية، فقد نظمت أغلب التشريعات ضمن قوانينها نصوصاً تسعى إلى تحقيق هذا المبدأ، من بين هذه النصوص تلك الخاصة بالوساطة في مجال تداول الأوراق المالية، ليس ذلك فحسب، بل إنّ فكرة الوساطة في الأوراق المالية لم تعدّ مجرد التقريب بين الأطراف، بل أصبح للوسيط دور أكثر إيجابية، أكثر من ذلك، لم يعد اللجوء لهؤلاء الوسطاء أمراً اختيارياً يخضع لرغبة

<sup>1</sup> كان أول ظهور لسمسرة الأوراق المالية في إنجلترا عام 1688، أنظر الحمراي صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 132.

العميل في اللجوء من عدمه، بل أصبح هذا اللجوء لزاما قانونا - كما أشرنا سابقا - بحيث يجب أن يكون التعامل على الأوراق المالية المقيدة من خلال هؤلاء الوسطاء.

فأمام وجود طائفة كبيرة من المستثمرين لا يجيدون فن المساومة في بيع وشراء الأوراق المالية، وإن أجادوها، فكثيرا ما يجدون العناء من أجل التوصل إلى الأسعار المناسبة، بل أغلبهم ينقادون وراء المضاربين صعودا وهبوطا غير مدركين لحيلهم، أضف إلى ذلك فإنّه من الصعب على العملاء أو المستثمرين في ظل التطورات الإقتصادية والتقدم التكنولوجي التنقيب في كل شركة والبحث فيما يدور بجعبتها من أنشطة وخطط مالية ومستقبلية لأنّ ذلك في النهاية عبء على شريحة كبيرة من المستثمرين حملة ، نظرا لتكلفته المالية والمعنوية، من جانب، ومن جانب آخر نجد أنّ المتعامل أو المستثمر إذا ما سعى للبحث عن تلك البيانات والمعلومات بنفسه فإنّه يصطدم بعائق سر المهنة ،الذي يعوق حصوله على ما يبحث عنه من معلومات تحدّد موقف شركة ما ومدى نجاحها أو تعثرها أو فشلها<sup>1</sup>.

كل هذه الأسباب والمبررات ساهمت في إبراز وتبيان أهمية الوساطة في الأوراق المالية، وإن كانت وظيفة الوسيط الأساسية تتمثل في تنفيذ أعمال البيع والشراء للعملاء مقابل عمولة، فقد امتد دوره إلى أبعد من ذلك، فأصبح بمثابة مستشار للعملاء نظرا للمراقبة الدائمة التي يقوم بها للبورصة، وللخبرة العملية والعلمية التي يحظى بها نتيجة لاحترافه هذه المهنة، وعلى هذا الأساس تظهر أهمية الوسيط في الأوراق المالية بالنظر للخدمات التي يقدمها ، من أبرزها ما يلي:

**أولا: نقل ملكية الأوراق المالية:** ويكون ذلك عن طريق إرسالها لشركة المقاصة والتسوية من قبل السمسار البائع واستلامها من قبل السمسار المشتري بعد إضافة اسم المالك الجديد.

<sup>1</sup> وأمام ذلك نجد بعض التشريعات، كالتشريع المصري مثلا في المادة 87 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، قد أزال هذا العائق من أمام المستثمرين ولكن بصورة غير مباشرة عن طريق منحه لشركة السمسرة في الأوراق المالية حق الإطلاع فقط على بيانات الشركات المقيدة في البورصة سواء ما تعلق منها بالوثائق الخاصة بالنظام الأساسي للشركة والتعديلات اللاحقة عليه وميزانية الشركة وتقارير الجمعيات العمومية العادية وغير العادية و تقارير مراقب الحسابات وغيرها من الوثائق، وذلك حرصا من المشرع في التسهيل على شركة السمسرة أداء وظائفها الاستشارية للعملاء في حدود حماية أسرار الشركة .

**ثانياً: القيام نيابة عن العميل بالاكتتاب في الأوراق المالية:** سواء تلك التي تم إصدارها ابتداءً أو بزيادة رأس المال الذي يكون فيه للمساهمين القدامى أولوية الإكتتاب، حيث تقوم الشركة بإرسال ما يثبت وجود الأسهم القديمة واستلام هذه الأسهم أو المبالغ – إذا وجدت – نتيجة لعملية التخصيص إذا ما جاوز الإكتتاب الفعلي قيمة مبلغ الإكتتاب المطلوب.

**ثالثاً: إدارة محفظة الأوراق الخاصة بالعميل:** قد تقوم شركة السمسرة بإدارة محفظة الأوراق المالية الخاصة بالعميل إذ ما تحصلت على ترخيص بذلك، ويكون ذلك بموجب تفويض صادر من قبل العميل، ولاشك أن لشركة السمسرة القدرة على ممارسة هذا النشاط في ظل رقابة محكمة، السبب الذي سمح لمعظم التشريعات بالسماح لشركات السمسرة بإدارة محفظة العميل.

يكون الوسيط في هذه الحالة في الوضع القانوني للوكيل العادي لأنه يعمل باسم العميل ولحسابه بيعة وشراء.<sup>1</sup>

**رابعاً : توفير المعلومات والبيانات عن أداء الشركات :** وتظهر في نتائجها مدى إيجابية أو سلبية الإستثمار فيها ومدى صحة وحقيقة السعر الذي يتم التداول عليه، ويقوم عادة الوسيط بإرسال تقارير للعملاء عن أداء التعامل في الأسواق وتوجه لهم النصائح وتشير بناء على بعض البيانات إلى التنبؤات المستقبلية، لذلك أصبح للوسيط دور المترجم و المفسر الحكيم للمعلومات المالية<sup>2</sup>.

ونشير في هذا الصدد إلى أن المنافسة المحتدمة بين شركات السمسرة في نيويورك هي التي دفعت هذه الشركات إلى نشر التقارير الشهرية – غالباً – للعملاء وبصورة مجانية وغالباً ما تتمتع هذه التقارير المرسلة للعملاء بميزتي الانتشار الواسع والدقة، ومن أمثلة هذه

<sup>1</sup> عبد الفضيل محمد أحمد، "بورصات الأوراق المالية"، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، العدد 4، أكتوبر 1988، ص 112.

<sup>2</sup> أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية دراسة ميدانية قام بها كل من باكير Baker وهاسليم Haslem بعنوان المعلومات التي يحتاج لها الأفراد لاستثماراتهم ، وتناولت هذه الدراسة أنواع المعلومات والبيانات التي تهتم المستثمرين وأهم مصادر المعلومات، وتوصلت الدراسة إلى أن حاجة المستثمر تكون للمعلومات التاريخية ، بالإضافة إلى ذلك فقد خلصت الدراسة، إلى أن سمسرة الأوراق المالية هم من أهم المصادر بالنسبة للمستثمرين وذلك نتيجة الاتصال المباشر بينهم. وفي دراسة ميدانية أخرى شبيهة بتلك الدراسة، ولكنها كانت بالتطبيق على المجتمع المصري، أظهرت فيها الدراسة بأن المساهمين بصفة عامة يعتمدون وبصورة رئيسية على المعلومات والنصائح التي يتلقونها من الوسطاء في اتخاذ قراراتهم، ومن النادر أن يقوم المساهم بجمع المعلومات المختلفة وتحليلها بنفسه، وهي نفس نتيجة الدراسة السابقة، وأظهرت هذه الدراسة أن حركة الأسعار في البورصة ما هي إلا انعكاس للنصائح والتحليلات المختلفة التي يقدمها السمسرة للعملاء والمستثمرين. أنظر ابراهيم فريد محمد أمين، "المعلومات المحاسبية ومداخل تحليل الإستثمار في الأوراق المالية"، مجلة المال والتجارة، القاهرة، العدد 182، السنة السادسة عشر، الجزء الثاني، يونيو 1984، ص 3-19.

الشركات في نيويورك شركة جودلمان، وميري لنش، أما على مستوى التشريع المصري، فنجد كذلك البعض من شركات السمسرة المصرية تقوم بتقديم هذه الخدمات لعملائها ومن هذه الشركات، شركة أنتركابيتال لتداول الأوراق المالية Intercapital securities حيث تقوم هذه الشركة بإصدار نشرات أسبوعية تعكس فيها نشاط وحركة التداول في البورصة المصرية، وأهم الأحداث الأسبوعية، وتقوم بتحليل الأخبار المعلنة عن الشركات بأسلوب يعكس نوعاً من الشفافية والدقة. ويشترط أن تكون النصائح التي يقدمها الوسطاء للعملاء منبثقة من مصادر موثوق بها.

من كل ما سبق، يتجلى لنا مدى أهمية فئة الوسطاء، فهي قناة هامة لا يمكن الاستغناء عنها من بين قنوات المعلومات المختلفة، تؤدي دوراً حيوياً ذا أهمية في مجال تداول الأوراق المالية، فأهمية الوسيط ثلاثية، الأولى تكون في السوق الأولية عن طريق عرض خدمات الإكتتاب نيابة عن العملاء وتقديم النصح والمشورة في الإكتتاب، والثانية تكون خلال مرحلة التداول والتنفيذ في البورصة (السوق الثانوية)، والثالثة تأتي بعد تمام الصفقة بمباشرة إجراءات التسجيل والتسليم سواء الثمن أو الأوراق المالية<sup>1</sup>.

## المطلب الثاني

### الوضع القانوني للوسيط

تعدّ الوساطة في الأوراق المالية مهنة قائمة بذاتها، فهي مهنة منظمة بموجب قوانين في مختلف التشريعات، ويعتبر المركز القانوني للوسيط مركز مستقل بذاته يختلف عن مركز الوكيل بالعمولة والوكيل العادي وحتى السمسار العادي في بعض الأحكام، ورغم ذلك فقد اعتبر البعض من الفقه مركز سمسار البورصة في مركز الوكيل بالعمولة وآخر في مركز الوكيل العادي وجانب آخر اعتبره سمسار عادي، لذلك سنحاول توضيح من خلال هذا المطلب أهم الاختلافات القائمة بين عمل الوسيط وعمل كل من الوكيل بالعمولة والسمسار العادي والوكيل العادي.

<sup>1</sup> إن سوق الأوراق المالية بحاجة إلى هذا النوع من السماسرة، ويطلق عليهم في الولايات المتحدة الأمريكية سماسرة الخدمة الكاملة Full – service Broker وذلك غالباً ما تكون العمولة أكثر قليلاً، على خلاف سمسار الخصم Discount Broker الذي يكتفي بتقديم خدمات البيع والشراء للمستثمرين. أنظر، الحمراي راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية دراسة قانونية، مرجع سابق، ص 142.

## الفرع الأول

### تمييز الوسيط في الأوراق المالية عن الوكيل بالعمولة

يشترك عقد الوساطة في الأوراق المالية مع عقد الوكالة بالعمولة في بعض الأحكام العامة باعتبارها من العقود التجارية الرضائية المسماة والملزمة للجانبين والقائمة على الإعتبار الشخصي، ومن عقود المعاوضة، إلا أن ذلك لا يمنع من وجود إختلاف في بعض الأحكام بينها، نذكر منها ما يلي:

**أولاً:** يتعاقد الوسيط في الأوراق المالية مع الغير باسم ولحساب العميل، خلافاً للوكيل بالعمولة الذي يتعاقد باسمه الشخصي لحساب العميل، ويترتب على هذا الإختلاف آثار، منها إعتبار الوكيل بالعمولة أصيلاً في مواجهة الغير وبالتالي تنشأ هناك علاقة مباشرة بين الوكيل والغير مصدرها عقد الوكالة بالعمولة.

أمّا الوسيط في الأوراق المالية، فرغم إنشاء علاقة مباشرة بينه وبين الغير ولكن يبقى مصدر هذه العلاقة القانون، و إن وقع الوسيط على العقد باسمه الشخصي فلا يقرب هذا التوقيع الوسيط إلى وكيل بالعمولة، ذلك أن إدراج اسمه في العقد ليس إلا تأكيداً على الصفة أبرمت بواسطته حتى لا يتم إبطالها أو لإثبات العقد أو لتأكيد حقه في العمولة<sup>1</sup>.

**ثانياً:** طبيعة الإلتزام المفروض على الوسيط في الأوراق المالية هو الإلتزام ببذل عناية الرجل المهني الحريص، وهي درجة أشد من درجة العناية المطلوبة بالنسبة للمسار العادي – ما لم يوجد اتفاق على خلاف ذلك – ويخضع تقدير الإلتزام الوسيط ببذل هذه العناية من عدمها لقاضي الموضوع<sup>2</sup>، وهذه العناية مطلوبة في كل ما يتعلق بعقد الوساطة ولا ينحصر تطبيقها فقط على عملية البيع والشراء.

هذا على عكس الوكيل بالعمولة الضامن، فقد استقرّ الفقه، خاصة الفقه المصري على أن الإلتزام هو الإلتزام بتحقيق نتيجة وبالتالي يعتبر الوكيل بالعمولة ضماناً لصحة العملية

<sup>1</sup> عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2009، ص 199 و عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص 38.

<sup>2</sup> يرى جانب من الفقه أن الإلتزام شركة السمسرة أو الوسيط هو الإلتزام بتحقيق نتيجة، ولا شك أن هذا الرأي يتعارض مع نصوص القانون التي تقرّر أن الإلتزام هو بذل عناية، أنظر، عاشور عبد الجواد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، نفس المرجع، ص 98.

وسلامتها، بالإضافة لتنفيذ الصفقة على خلاف الوسيط في الأوراق المالية الذي يعدّ ضماناً فقط لسلامة العملية<sup>1</sup>.

**ثالثاً :** لا يلتزم الوكيل بالعمولة ، أو الوكيل العادي بصفة عامة بالتأمين على الأشياء التي يحوزها لحساب الموكل إلاّ بناء على اتفاق مبرم بين الطرفين أو كان إجراء التأمين يقضي به العرف أو تستلزمه طبيعة الشيء، وذلك على خلاف الوسيط في الأوراق المالية الذي ألزمته مختلف التشريعات بالتأمين ضدّ المسؤولية عن الخسائر أو الأضرار التي تصيب عملاءها بسبب خطأ الوسيط أو مديره أو العاملين به، أو نتيجة لنف أو لسرقة وثائق العملاء وأموالهم<sup>2</sup>.

بجانب هذه الاختلافات المذكورة، توجد اختلافات أخرى تتباين بتباين التشريعات.

### في التشريع المصري:

نجد ضمن أحكام هذا التشريع أنّ المساومة هي التي تحكم مبلغ العمولة بين الأطراف في عقد الوكالة بالعمولة وهي غالباً ما تكون نسبة مئوية من الصفقة، وبالتالي يتمتع الوكيل بالعمولة بحرية في تحديد مبلغ العمولة زيادة أو نقصاناً في حدود الجهد المبذول، على خلاف الوساطة في الأوراق المالية التي ألزم المشرع المصري الوسيط - بحدّ أدنى بصفة عامة - لا يجوز النزول عنه وحدّ أقصى بالنسبة لبعض الصفقات التي تبرم بأسعار معينة<sup>3</sup>. أكثر من ذلك ففي عقد الوساطة نجد أنّ للقاضي الحق في التدخل لتخفيض مبلغ العمولة إذا كان مبالغاً فيه بدرجة كبيرة بشرط أن يثبت العميل ذلك، والحكمة من ذلك تتمثل في حماية المتعاملين، وخاصة الصغار منهم ، الذين يصعب عليهم تقدير الثمن العادل بين الخدمة المقدّمة من طرف الوسيط ومبلغ العمولة، أمّا إذا كان المبلغ غير مبالغ فيه، فلا يحق للقاضي التدخل قصد تخفيضه، فهي مسألة تقديرية تخضع لسلطة قاضي الموضوع.

<sup>1</sup> سميحة القليوبي، شرح العقود التجارية، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1992، ص 69.

<sup>2</sup> الحمراي صالح راشد ، دور شركات السمسرة في الأوراق المالية دراسة قانونية ، مرجع سابق ، ص 205 .

<sup>3</sup> تقضي المادة الأولى من القرار الوزاري رقم 478 لسنة 1994 على أنّه " في العملية الواحدة التي لا تتجاوز قيمتها عشرة آلاف جنيه مصري، أو ما يعادلها من العملات الأجنبية، يكون الحدّ الأقصى للعمولة خمسة في الألف من قيمة العملية، بالنسبة للأسهم، واثنين في الألف بالنسبة للأوراق المالية الأخرى، وفي جميع الأحوال يكون الحد الأدنى للعمولة جنيهين للعملية الواحدة، وتعتبر العملية واحدة في تطبيق الأحكام المتقدّمة متى تمتّ على أسهم شركة واحدة، أو ورقة مالية تصدرها جهة معينة".

أما في عقد الوكالة بالعمولة، فقد منع المشرع المصري القاضي من التدخل حتى ولو كان المبلغ مبالغاً فيه، تطبيقاً لحرية الإرادة في تحديد الإلتزامات، وذلك إستناداً إلى المادة 4/150 من قانون التجارة المصري الجديد رقم 18 لسنة 1999، نفس الوضع نجده على مستوى التشريع الأردني والكويتي<sup>1</sup>.

### في التشريع الفرنسي:

يختلف موقف المشرع الفرنسي عن نظيره المصري بشأن موضوع العمولات التي يتقاضاها الوسيط المالي، إذ نجد أنّ القانون الفرنسي تعرّض إلى تعديلات هامة بخصوص هذه المسألة، من بين هذه التعديلات نذكر الإصلاحات التي مسّت قانون الأوراق المالية الفرنسي وذلك في سنة 1988، والتي كان مصدرها الإصلاحات الشهيرة التي عرفتها السوق المالية الأمريكية في ماي 1979 والمعروفة بـ "May Day"، والتي وجدت صدى كبير لدى بورصة لندن سنة 1986، تتضمن هذه التعديلات، خضوع العمولات التي يتقاضاها الوسيط إلى مبدأ المنافسة الحرة، بعدما كانت محددة من طرف إدارة سوق الأوراق المالية<sup>2</sup>.

### في التشريع الجزائري:

حذا المشرع الجزائري حذو المشرع الفرنسي بعد تعديل 1988، حيث أصبحت العمولات التي يتقاضاها الوسيط بتحديد منه، على أن تعلق هذه التعريفات في محلات الوسيط، وتدرج في بنود إتفاقية فتح الحساب بين الوسيط والزبون، مع إمكانية إطلاع اللجنة على هذه التعريفات في أي وقت لتقادي المغالاة فيها. بمعنى تركت مسألة تحديد العمولات إلى حرية المنافسة، لكن تبقى هذه الحرية مقيدة، نتيجة خضوعها لرقابة اللجنة<sup>3</sup>، إلا أنّ سلطات اللجنة في هذه المسألة يشوبها نوع من الغموض حيث أنّ المشرع لم يبيّن صراحة إمكانية تدخل اللجنة في تعديل مبلغ العمولة.

<sup>1</sup> الحمرواني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 206.

<sup>2</sup> LAMY Pierre, Les bourses de valeurs, Economica, Paris, 1995, p. 42.

<sup>3</sup> المادة 25 من نظام اللجنة رقم 03/96 المؤرخ في 3 جويلية 1996، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، ج ر ع 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.

## الفرع الثاني

### تمييز الوسيط في الأوراق المالية عن الوكيل العادي

يشترك عمل الوسيط في الأوراق المالية مع عمل الوكيل العادي في كثير من الأحكام وفي نفس الوقت يختلف عنه في جوانب أخرى نذكر منها:

**أولاً:** يجوز للوكيل العادي مباشرة أي نشاط قانوني أو تجاري سواء كان نشاطاً واحداً أم عدة أنشطة مختلفة طالما كانت في حدود النظام العام والآداب العامة. أما الوسيط في الأوراق المالية، فلا يكون له ذلك، إذ يعتبر نشاطه محصوراً بأعمال الوساطة في الأوراق المالية، وإن كان من الجائز إضافة أنشطة أخرى، فإنها أنشطة محصورة مع اشتراط الحصول على موافقة من السلطات المختصة.

**ثانياً:** الوكالة العادية – كقاعدة – من قبيل عقود التبرّع، أمّا عقد السمسرة في الأوراق المالية فهو من عقود المعاوضة كما أشرنا سابقاً.

**ثالثاً:** إلتزام الوكيل العادي هو إلتزام ببذل عناية الرجل العادي، أمّا الوسيط في الأوراق المالية، فصحيح أنّ إلتزامه يبدي عناية ولكنها تكون أقصى درجات العناية، وهي تكون في مركز وسط بين الإلتزام ببذل عناية الرجل العادي والإلتزام بتحقيق نتيجة، وعليه، فالإلتزام الوسيط في الأوراق المالية هو أشد من إلتزام الوكيل العادي، ويخضع تقدير بذل العناية المطلوب من عدمه إلى قاضي الموضوع.

**رابعاً:** نطاق عمل الوكيل العادي يشمل الأسواق التجارية المختلفة، ولكن نطاق عمل الوسيط في الأوراق المالية هي أسواق الأوراق المالية.

على ضوء هذه الإختلافات، فلا يمكن اعتبار الوسيط في الأوراق المالية وكيلاً عادياً.

## الفرع الثالث

### تمييز الوسيط في الأوراق المالية عن السمسار العادي

يمكن اعتبار الوسيط في الأوراق المالية نوع من السمسرة، ربّما يعدّ من أهم أنواعها، لكن هذا لا ينفي وجود بعض الأحكام الخاصة بالوسيط في الأوراق المالية التي ينفرد بها والتي تميّزه عن السمسار العادي قد يغفل البعض عنها، من أهمّها:

**أولاً:** إنّ مجال ممارسة السمسرة العادية أوسع من مجال ممارسة الوساطة في إطار الأوراق المالية، حيث يمتد نطاق الأول ليشمل الأشخاص الطبيعيّة و المعنوية. أمّا الوساطة في مجال الأوراق المالية، فمجالها جدّ محصور ومحدّد في معظم التشريعات، حيث أصبح يشمل الأشخاص المعنوية فقط واستبعاد الأشخاص الطبيعيّة، مع ضرورة اشتراط شكل معيّن في الأشخاص المعنوية<sup>1</sup>. ويترتب على اختلاف طبيعة الوسيط عن السمسار العادي اختلاف في إجراءات التأسيس أو الترخيص، رأس المال، الضمانات، طرق اتخاذ القرارات و انعقاد المسؤولية و انقضاء السمسار.

**ثانياً:** يلتزم السمسار العادي بصفته مهنيًا أن يمارس نشاطه ببذل عناية الرجل المهني المحترف إذا ما قيس بالرجل العادي، وهي عناية المهني المتبصر من طائفة السماسرة في مجال التعاقد المطلوب، أمّا الوسيط في الأوراق المالية، فصحيح أنّ إلتزامه هو إلتزام ببذل عناية لكن العناية المطلوبة هي أقصى درجات العناية باعتباره متخصصًا في مجال الأوراق المالية فقط وذلك عند تنفيذ أوامر العملاء.

**ثالثاً:** السمسار العادي - كقاعدة - هو سمسار غير ضامن ما لم يوجد اتفاق أو نص أو عرف يقضي بخلاف ذلك، وبالتالي فهو ملزم بتنفيذ الصفقة أو حتى تقديم النصح والإرشاد، وعليه فلا يسأل عن حسن تنفيذ العقد أو ضماناته، حيث يتوقف دوره عند تلاقي الإيجاب والقبول.

على عكس الوسيط في البورصة، فهو ضامن بنص القانون، وبالتالي فهو ملزم بحسن تنفيذ الصفقة التي توسط فيها، ويجب عليه التأكيد من سلامة الورقة المالية التي لم يتم تداولها مثلاً وكذلك التأكيد من العميل نفسه من حيث ملكيته للورقة المالية ومدى أهليته للتصرف فيها وغير ذلك، وبصفة عامة فهو ضامن لسلامة العملية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> استبعد المشرع المصري وكذا الفرنسي الشخص الطبيعي من ممارسة مهنة الوساطة في الأوراق المالية، نفس المسلك اتخذته المشرع الجزائري وذلك بعد تعديل المرسوم التشريعي رقم 93-10 بموجب القانون رقم 03-04. إلا أنّ هناك من التشريعات من لا تزال تسمح للشخص الطبيعي من ممارسة الوساطة في الأوراق المالية، كالتشريع الأمريكي مثلاً، التونسي، البحريني، كذلك نجد من التشريعات قصرت مجال ممارسة الوساطة في الأوراق المالية بالنسبة للأشخاص المعنوية لشركات الأموال دون الأشخاص، وذلك لاعتبارات عدّة.

<sup>2</sup> عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة، مرجع سابق، ص 201.

**رابعاً:** السمسرة في العقود المختلفة هي سمسرة اختيارية، وبالتالي فاللجوء إلى السمسرة من قبل الأطراف هو حق لهم لا إلزام عليهم، ولكن على مستوى سوق الأوراق المالية، فالأشخاص – سواء كانوا أشخاص طبيعية أو معنوية خاصة أم عامة – المتعاملين على الأوراق المالية المقيدة في البورصة عليهم التعامل من خلال فئة الوسطاء، وبالتالي تعاقد الأطراف مباشرة من دون وساطة يجعل العقد باطلاً وهو بطلانا مطلقاً.

**خامساً:** مهنة السمسرة مهنة مباحة، وبالتالي يجوز للسمسار العادي مزاوله كافة أنواع السمسرة (عقارات، ذهب، سيارات، ... الخ)، ما لم يوجد نص يقضي بخلاف ذلك، وعليه، فالسمسرة العادية يجوز فيها تعدد الأنشطة على خلاف الوسيط في الأوراق المالية الذي يباشر فقط نشاط الوساطة في الأوراق المالية دون غيره، ما لم يحصل الوسيط على ترخيص من الهيئة المختصة، وإن حصل الوسيط على ترخيص، يلزم بمزاولة أنشطة محصورة دون غيرها<sup>1</sup>.

**سادساً:** يجوز للعميل أن يصدر أمراً بتنفيذ صفقة معينة لأكثر من سمسار وبموجب عقد واحد، وإذا كان كذلك، فهم في الأصل مسؤولون بالتضامن عن العمل المكلفين به إلا إذا وجد اتفاق يرخص لهم العمل منفردين.

أمّا الوساطة في الأوراق المالية، فلا يجوز للعميل أن يصدر أمراً بتنفيذ صفقة معينة بالنوع والذات لأكثر من سمسار، فهو إلزام تفرضه القواعد العامة التي تقضي باستقرار التعامل<sup>2</sup>.

**سابعاً:** يخضع السمسار العادي في الجرائم التي يرتكبها للقواعد العامة في قانون العقوبات أو أي قانون آخر، أمّا الوسيط في الأوراق المالية، فقد استحدثت معظم التشريعات نصوصاً خاصة ببعض الجرائم والعقوبات الخاصة بهذا النوع ولا شك أنّ سبب ذلك هو كثرة التحايل والمخالفات والتجاوزات التي يتعرض لها التعامل في مجال الأوراق المالية، وبالتالي وجدت هذه العقوبات للتقليل منها وإن كان من الصعب القضاء عليها.

<sup>1</sup> شعبان أحمد محمود ورجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية طبقاً لأحدث التعديلات، مرجع سابق، ص 1229.

<sup>2</sup> نص على ذلك المشرع العماني صراحة في لائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية رقم 53 لسنة 1988 الصادرة بالقرار الوزاري رقم 112 لسنة 1988 في المادة (30) على أنه " لا يجوز للوسيط أن يقبل أمر شراء أو بيع ورقة مالية معينة والصادرة عن أي عميل، إذا كان يعلم أنّ هذا العميل قد فوّض وسيطاً آخر بنفس الأمر ويتم تنفيذه خلال جلسة تداول واحدة"، أنظر الحمراي صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 211.

## المطلب الثالث

### شروط إكتساب صفة الوسيط في الأوراق المالية

من الأمور المشتركة بين جميع البورصات في العالم أنّ التداول في قاعات هذه الأسواق يتم عن طريق وسطاء مرخصين للقيام بذلك هم وسطاء الأوراق المالية، فعلى كل من يريد التعامل في البورصة أن يختار وسيطا عنه أو سمسارا ليقوم بتنفيذ أوامر البيع أو الشراء الخاصة به مقابل عمولة يحددها أو تحددها السلطات المختصة.

والوسيط قد يكون شخصا طبيعيا أو معنويا، ويكتسب صفة التاجر، له حقوق وعليه إلتزامات، تتعدّد مسؤوليته إذا أخلّ بها، فضلا عن أنّه لا يكتسب صفته كوسيط تداول في الأوراق المالية، إلاّ إذا توافرت به شروط معينة تتعلق سواء بشكله أو شخصه ، أو شروط أخرى تتعلّق بضرورة الحصول على الترخيص<sup>1</sup>.

### الفرع الأول

#### شخص الوسيط في الأوراق المالية

تمارس مهنة الوساطة في الأوراق المالية من خلال أشكال مختلفة، فهي قد تكون على شكل وسيط طبيعي أو وسيط كشخص معنوي، وهذا الأخير قد يتخذ شكل مؤسسة أو شركة، والشركة قد تكون على شكل شركة أشخاص أو أموال ، وذلك كلّه متوقف على الفلسفة التشريعية التي يتبناها المشرّعين في كلّ دولة، لذلك سنبحث من خلال هذا الفرع على الشكل القانوني الذي تتبناه بعض التشريعات.

#### أولا: التشريع المصري

يمكن توضيح موقف المشرع المصري بشأن الشروط المتعلقة بشخص أو طبيعة الوسيط عبر مرحلتين أساسيتين.

#### المرحلة الأولى: هي مرحلة قبل صدور قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة

1992، ففي هذه المرحلة كان التعامل جاريا عن طريق السماسرة الأفراد كقاعدة مع جواز أن يكون السمسار شريكا في شركة تضامن أو توصية ، تنشأ للقيام بأعمال السمسرة في الأوراق المالية مع اشتراط أن يكون جميع الشركاء المتضامنين سماسرة ولا يقل رأس المال

<sup>1</sup> عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 92.

عن عشرة آلاف جنيه مصري وأن لا يقل ما يملكه كل سمسار في رأس المال عن ثلاث آلاف جنيه.

إنّ سماح المشرع المصري للشخص الطبيعي من ممارسة أعمال السمسرة في الأوراق المالية مسألة تتطلب عدة شروط يتعلّق بعضها بالحالة المدنية وأخرى بالنزاهة وحسن السيرة وأخرى متعلقة بالملاءة المالية والكفاية الفنية والعلمية<sup>1</sup>. إلا أنه في ظل التطورات التي تشهدها الساحة العالمية ، ومن أجل حماية هؤلاء المستثمرين الذين غالبا ما تنقصهم الخبرة الإستثمارية في إدارة إستثمارات وفق منهج سليم ، إستدعى الأمر أن تمارس مهنة الوساطة من طرف شخص متمتع بالملاءة المادية والفنية ، وعلى هذا الأساس هاجر المشرع المصري نظام السمسرة الفردية ، وقصرها على الشخص المعنوي فقط<sup>2</sup>.

**المرحلة الثانية :** وذلك إبتداء من صدور قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 ، حيث ألغى المشرع المصري من خلال هذا القانون نظام سمسرة الشخص الطبيعي، بل منع أيضا أن تنشأ شركات الأشخاص أو ذات مسؤولية محدودة للقيام بأعمال السمسرة، إذ أوجب المشرع أن تتخذ مهنة السمسرة شكل شركة المساهمة أو التوصية بالأسهم. اشترط المشرع المصري في ممثل شركة السمسرة الذي يباشر عمليات التداول في مقصورة البورصة ما يلي :

- أن يكون متمتعا بالأهلية القانونية.
- أن يكون حسن السمعة.

---

<sup>1</sup> اشترط المشرع المصري في قانون رقم 161 لسنة 1957 المعدّل بالقانون رقم 121 لسنة 1981 جملة من الشروط فيمن يقبل كسمسار ومن بين هذه الشروط نذكر:

- أن يكون السمسار مصري الجنسية.
- متمتعا بالأهلية القانونية.
- بالغا العمر 25 سنة كاملة.
- أن يثبت حسن سيرته ونزاهته التجارية.
- أن يكون متفرغا لأعمال البورصة، فلا يشتغل بالأعمال التجارية وألا يكون عضوا في مجلس إدارة إحدى الشركات أو مستشارا أو خبيرا أو مستخدما بها أو بإحدى المحلات التجارية، أو بإحدى المصارف، وألا يكون هو أو زوجته أو أحد فروعه أو أصوله مزاولا لعمليات بيع الأوراق المالية بأجل وأن يثبت أنّ لديه رأس مال لا يقل عن عشرة آلاف جنيه يملك منها ثلاثة آلاف جنيه نقدا على الأقل، وأن تتوفر لديه الخبرة .

<sup>2</sup> الحمراني صالح راشد ، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية دراسة قانونية ، مرجع سابق ، ص 147.

- ألا يكون قد سبق فصله تأديبيا من الخدمة أو منعه تأديبيا بصفة نهائية من مزاوله السمسرة أو أي مهنة حرة أو حكم عليه بعقوبة جنائية في إحدى الجرائم المنصوص عليها في قوانين الشركات أو التجارة أو قانون سوق رأس المال، أو حكم بشهر إفلاسه.
- استيفاء الخبرة أو اجتياز الإختبارات أو الدراسات التي يصدر بشأنها أو بتنظيمها قرار من الهيئة العامة لسوق المال.
- ان يكون متفرغا ولا يعمل بأي وجه وبأية صفة في شركة سمسرة أخرى أو في الأعمال التجارية.
- أن يكون حاصلًا على مؤهل عال<sup>1</sup>.

### ثانياً: موقف المشرع الفرنسي

يتفق موقف المشرع الفرنسي مع موقف المشرع المصري في نصوص الشروط الواجبة في شخص الوسيط في الأوراق المالية، حيث نجد أنه في مرحلة أولى سمح المشرع الفرنسي للشخص الطبيعي من ممارسة مهنة الوساطة في الأوراق المالية وذلك تحت تسمية عملاء الصرف "Les agents de change" الذين يعتبرون موظفون سامون، يعينون بموجب قرار صادر من وزير المالية، فأكثر من قرنين، احتكر عملاء الصرف مهنة الوساطة في تداول الأوراق المالية في التشريع الفرنسي، إلا أنه وبصدور القانون المؤرخ في 22 جانفي 1988، تم وضع حد نهائي لعملاء الصرف وإلغاء الشخص الطبيعي من ممارسة مهنة الوساطة في الأوراق المالية لتظهر فئة جديدة تحت تسمية شركات البورصة Les sociétés de bourse التي احتكرت مهنة الوساطة وانتقلت إليها المهام التي كان يقوم بها عملاء الصرف، وعليه أصبحت مهنة الوساطة مقتصرة على الشخص المعنوي دون الطبيعي في التشريع الفرنسي<sup>2</sup>. وبموجب القانون المؤرخ في 02 جويلية 1996، ظهرت فئة جديدة تسمى مؤسسات الإستثمار والتي تجمع بين عدة مراكز موجودة سابقا كشركات البورصة وعملاء الصرف.

يشترط القانون ضرورة حصول شركات الإستثمار على الإعتماد قصد مزاوله كل أو جزء من المهام المسندة إليها بموجب المادة 1-321.L من التقنين المالي والنقدي.

<sup>1</sup> المادة 89 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

<sup>2</sup> MERVILLE Anne - Dominique, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 73.

يمارس الوسيط كل العمليات ، مثل تنفيذ الأوامر لحساب الغير، تنفيذ الأوامر لحسابه الخاص، تسيير محافظ الأوراق المالية بشرط الحصول على الإعتاد من الهيئة المختصة .  
نتساءل الآن على شكل أو طبيعة الشخص المعنوي الذي يزاول مهنة الوساطة طبقا للقانون الفرنسي؟

أمام غياب تحديد للشكل الذي يجب أن تتخذه شركات البورصة، ذهب الفقه الفرنسي إلى جواز اتخاذ شركة الوساطة أي شكل من أشكال الشركات القانونية<sup>1</sup>.

### ثالثا: موقف المشرع الجزائري

عرف المشرع الجزائري نفس الوضع الذي عرفه كل من المشرع المصري والفرنسي بخصوص الشروط المتعلقة بشرط الوسيط في الأوراق المالية، وذلك من خلال المرحلتين التاليتين:

**المرحلة الأولى:** تمتد هذه المرحلة ابتداء من صدور القانون المؤسس لبورصة الجزائر والمتمثل في المرسوم التشريعي رقم 93-10، إلى غاية صدور القانون رقم 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10.

عرفت هذه الحقبة الزمنية اتساع مجال أو نطاق ممارسة مهنة الوساطة، حيث سمح المشرع الجزائري لكل من الشخص الطبيعي والمعنوي من ممارسة مهنة الوساطة<sup>2</sup>، ووضع شروط فيما يتعلق بالشخص المعنوي حيث ألزم أن يتخذ شكل شركة المساهمة ، إلا أنه سرعان ما تمّ تضييق دائرة الوسطاء وذلك بصدور القانون رقم 03-04.

**المرحلة الثانية:** تتميز هذه المرحلة بتحديد وانحصار مهنة الوسطاء في الشخص المعنوي فقط دون الطبيعي، وذلك بعد إلغاء واستبعاد هذا الأخير من مزاوله مهنة الوساطة في الأوراق المالية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> PILVERDIER Juliette et HAMET Joane, Le marché financier français, op. cit. p. 152.

<sup>2</sup> تنص المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 على أنه " يمكن أن يمارس عمل الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من اللجنة، أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم تنشأ خصيصا لهذا الغرض".

<sup>3</sup> يقدر عدد الوسطاء المعتمدين ضمن بورصة الجزائر ب 06 وسطاء يتمثلون في البنوك العمومية التالية :

CPA, BEA, BDL, CNEP Banque, BNA, BADRE .

فبعدها كان المشرع الجزائري في ظل المرسوم التشريعي رقم 93-10 يسمح للبنوك والمؤسسات المالية من مزاوله مهنة الوساطة بصفة انتقالية أصبح بإمكان هذه الأخيرة مزاوله مهنة الوسطاء بصفة مستمرة وذلك بصدور القانون رقم 03-104<sup>1</sup>.

برجوعنا إلى المرسوم التشريعي رقم 93-10، نلاحظ أنّ المشرع الجزائري حدّد شكل الشركة في شركة المساهمة فقط، لكن حسب أحكام القانون رقم 03-04 المعدّل والمتّم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 فنلاحظ أنّ المشرع إكتفى بعبارة " الشركات التجارية التي تنشأ خصيصاً لهذا الغرض"، الأمر الذي يفتح المجال لشركات الأشخاص والأموال لمزاوله مهنة الوساطة وعليه فلم يحدّد شكل الشركات التجارية، خلافاً للأحكام التي تضمنها المرسوم التشريعي رقم 93-10، وكذا أنظمة اللجنة التي تشترط شكل شركة أسهم<sup>2</sup>.

تجدد بنا الإشارة في هذا الصدد إلى أنّ المشرع الجزائري حدّد حذو المشرع الفرنسي الذي لم يحدّد في تعديل 1988 شكل الشركة، وإنّما اكتفى بوجوب خضوعها لأحكام القانون التجاري دون سواه، ممّا يترتب عنه الحرية المطلقة في اختيار شكل الشركة.

من خلال دراستنا للشرط المتعلّق بشخص أو صفة أو طبيعة الوسيط عبر التشريعات الثلاث: المصري، الفرنسي والجزائري، يظهر لنا اتفاقها واشتراكها في الأحكام، حيث اعترفت ضمن قوانينها الأولى للشخص الطبيعي بحقه في مزاوله مهنة الوساطة، ثمّ عرفت تعديلات ألغت بموجبها الشخص الطبيعي وإستبعده من دائرة الوسطاء، وإقتصرتها على الشخص المعنوي فقط.

على ضوء ما تمّ عرضه نثير تساؤلاً يتمثل في أسباب هجر هذه التشريعات وتشريعات أخرى مجاورة للسمسرة الفردية وحصرها في الشخص المعنوي فقط. من أهم أسباب ودوافع هجر السمسرة الفردية، نذكر ما يلي:

**أولاً:** إنّ قيام شركة السمسرة بمهنة الوساطة يمنح هذه الشركة صفة الإستمرارية، والإبقاء على الشركة كشخص معنوي دون التأثير بالأعراض التي تتعرّض لها

<sup>1</sup> المادة 2 من المرسوم التنفيذي رقم 94-176، المؤرخ في 13 جوان 1994، المتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلّق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 41، صادر في 26 جوان 1994.

<sup>2</sup> المادتان 4، 6 من نظام اللجنة رقم 96-03، المؤرخ في جويلية 1996 المتعلّق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، جريدة رسمية عدد 36، صادر في 1 جوان 1997.

السمسرة الفردية وتؤثر على المساهمين أو المؤسسين ، كموت المؤسس أو عجزه عن القيام بأداء وظائفه، حيث أنّ وفاة المؤسس أو عجزه عن العمل يؤدي إلى انقضاء العلاقة بين العميل والسمسار، وذلك لقيام عقد السمسرة على الاعتبار الشخصي، وقد ينتج عن هذا الإنقضاء حدوث عواقب يتعرّض لها المستثمرون نتيجة لتعاملهم مع هؤلاء السماسرة<sup>1</sup>.

**ثانياً:** قيام شركات السمسرة وخاصة إذا ما اتخذت شكل شركة أموال ، يؤدي إلى دخول شركات جديدة في بورصة الأوراق المالية سواء قيدت هذه الشركات أوراقها المالية في الجدول الرسمي أم غير رسمي، ممّا يؤديّ لزيادة الأوعية المالية المطروحة وبالتالي زيادة تنشيط البورصة من خلال جذب استثمارات المدخرين الداخلية والخارجية وهو ما ينعكس في نهاية المطاف إيجاباً على الإقتصاد بشكل عام، ومن جانب آخر يمنح المستثمرين خيارات أخرى للإستثمار في شركات ذات أنشطة متعددة.

**ثالثاً:** قيام مهنة السمسرة في الأوراق المالية على شكل شركة يؤدي إلى إمكانية أداء خدمات متميزة وذلك عن طريق الاستفادة من الطاقات والقدرات والكفاءات المختلفة من أجل الوصول بالمهنة لمرحلة التنمية والتطوير و ذلك عن طريق المنافسة والاستفادة من أسلوب اتخاذ القرارات في الشركة ، هذا بالنسبة للبعد الإقتصادي، وهناك بعد إجتماعي يتمثل في التقليل من معدلات البطالة نوعاً ما عن طريق توفير فرص العمل المناسبة على مستوى هذه الشركات<sup>2</sup>.

**رابعاً:** قيام مهنة السمسرة على شكل الشركة يؤدي إلى زيادة في فرص الحصول على السيولة النقدية بسهولة وذلك عند حاجة شركة السمسرة لها سواء في مرحلة التأسيس أو لاحقاً إذا ما ارتأت الشركة زيادة رأس المال وهذا يعكس إمكانية سرعة الحصول على الأموال لتمويل خططها المستقبلية وتوسيع دائرة خدماتها، على خلاف مهنة السمسرة الفردية التي لا يجد فيها السمسار الطبيعي الأدوات اللازمة لمواجهة احتياجاته التمويلية سوى الأدوات التقليدية التي توفرها البنوك وهي عبارة عن القروض المصرفية وما يتبعها من عوائد وشروط يذعن لها المقترض.

<sup>1</sup> الحمراني صالح راشد ، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية دراسة مقارنة ، مرجع سابق ، ص 157.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي " السماسرة بين المنافسة والإندماج "، مجلة البورصة المصرية ، عدد 90 ، فيفري 1999 ، ص 32.

وبالتالي نجد أنّ قيام مهنة السمسرة على شكل شركة يوفر لها روافد مالية أكثر من السمسار الفرد أو الطبيعي.

**خامساً:** إنّ في ظل التطورات الإقتصادية المتلاحقة وظهور الاتفاقيات الثنائية والجماعية التي تنادي بتحرير التجارة والخدمات كظهور اتفاقية الجات ومنظمة التجارة العالمية وفرض هذه الأخيرة قواعدها - بصورة غير مباشرة - على الدول النامية، وما تحمله هذه الاتفاقية من مبدأ عدم التوازن بين أطرافها المتقدمة والنامية، أمرا ترك الباب مفتوح أمام الشركات الأجنبية للعمل في سوق المالية وبكامل حريتها وفي شتى أنشطة البورصة<sup>1</sup>.

وعليه ، فنظام السمسرة للشركة هو الأنسب لتحقيق المنافسة في هذا المجال وذلك عن طريق استعمال رؤوس أموال كبيرة وباستخدام الأجهزة الحديثة وبالأساليب التكنولوجية العلمية في عمليات التداول.

## الفرع الثاني

### شرط الحصول على ترخيص

نظرا لأهمية وخطورة نشاط السمسرة في الأوراق المالية، فقد اتفقت معظم التشريعات على تقييد مجال أو نطاق ممارسته وذلك بضرورة اشتراط حصول الوسيط على ترخيص أو اعتماد من طرف هيئات مختصة، مع وجود بعض الإختلافات في إجراءات الحصول على هذا الإ اعتماد أو الترخيص عبر مختلف التشريعات.

#### أولاً: في التشريع المصري

طبقا للمادة 28 من قانون سوق رأسمال رقم 95 سنة 1992، فلا يجوز مزاوله نشاط السمسرة في الأوراق المالية في مصر إلاّ بعد الحصول على ترخيص لمزاوله ذلك النشاط من قبل الهيئة العامة لسوق المال، وأن يتم قيد طلب الترخيص في السجل الخاص بذلك لدى الهيئة، ويعطى للشركة رقم مسلسل يحدّد فيه نوع الترخيص الممنوح لها، ويتضمن السجل بيانات عن الشركة من حيث رأسمالها وأعضاء مجلس الإدارة والمديرين والفروع، وتمنح لشركة السمسرة إذا ما حصلت على الترخيص شهادة تثبت حصولها على الترخيص تضعها

<sup>1</sup> سليمان المندي، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، الطبعة الأولى، مكتبة مدبولي، القاهرة، 1999، ص 208.

في الشركة لأغراض رقابية، وتدفع شركة السمسرة مبلغ (2000 جنيه) كرسوم يدفع مقابل الترخيص<sup>1</sup>.

وإذا ما زاولت شركة السمسرة نشاطها دون الحصول على ترخيص، فإنّ رئيس الهيئة يوقف نشاطها وله أن يأمر بإغلاق المكان الذي تباشر الشركة من خلاله نشاطها بالطرق الإدارية، بالإضافة للعقوبة الجنائية التي تتعرض لها الشركة نتيجة لمخالفتها أحكام القانون واللائحة والقرارات المنفذة له<sup>2</sup>.

علاوة على ذلك، فقد وضع المشرع المصري عدة شروط قانونية قصد منح الترخيص لشركة الوساطة، كما كرّس عدّة أحكام قانونية يقيد بمقتضاها الحق في الحصول على ترخيص من طرف الوسيط، ومدى إمكانية الطعن في قرار رفض الترخيص، لا داعي للتفصيل فيها في هذا الشق، باعتبارها موضوع دراستنا بالتفصيل في الشق الثاني.

### ثانياً: في التشريع الفرنسي

إنّ ممارسة مهنة الوساطة حسب أحكام التشريع الفرنسي مسألة هي الأخرى تستوجب ضرورة الحصول على إعتامد من طرف السلطات الإدارية المختصة، هذه الأخيرة تختلف باختلاف نشاط الوسيط<sup>3</sup>.

يخضع قرار الإعتامد إلى عدّة شروط صارمة، حدّدها المشرع الفرنسي، ويكون الإعتامد مقبولاً وسارياً في جميع دول الأعضاء المكونة للمجموعة الاقتصادية الأوروبية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> شعبان أحمد محمود ورجب عبد الحكيم سليم ، شرح أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية طبقاً لأحدث التعديلات ، الجزء الثاني ، الطبعة الأولى ، دار أبو المجد للطباعة بالهرم ، القاهرة ، 2004 ، ص 1229.

<sup>2</sup> تنص المادة 1/63 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 على ما يلي " مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد، منصوص عليها في أي قانون آخر، يعاقب بالحبس لمدة لا تزيد عن خمس سنوات، وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد عن مائة ألف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من باشر نشاطاً من الأنشطة الخاضعة لأحكام هذا القانون دون أن يكون مرخصاً له في ذلك".

<sup>3</sup> Pour fournir des services d'investissement, l'agrément est délivré par le comité des établissements de crédits et des entreprises (CECEI).

Toutefois des métiers de la gestion pour compte de tiers, demeurent de la compétence exclusive de l'AMF qui valide les programmes d'activités et agréé les sociétés de gestion de portefeuille. Voir, MERVILLE Anne-Dominique, Droit des marchés financiers, Gualino éditeur, Paris, 2006, p. 74.

<sup>4</sup> Ibid.

## ثالثاً: في التشريع الجزائري

إضافة إلى اشتراط كون الوسيط في الأوراق المالية شخصاً معنوياً، فقد ألزم المشرع الجزائري كمنظيره المصري والفرنسي، ضرورة حصول الوسيط على الإعتماد قصد مزاولة نشاطه، وقد أوكلت مهمة إعتماد الوسطاء للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، باعتبارها المنظمة للسوق المالية الجزائرية<sup>1</sup>، وقد وضعت عدة شروط وإجراءات يجب اتباعها للحصول على الإعتماد، كما فصلت في قرار منح الإعتماد أو رفضه أو تحديده، ومواعيد الطعن، نتعرض إليها بدقة في دراستنا لاحقاً.

### المطلب الرابع

#### إنقضاء الوسيط

لقد تبنت معظم التشريعات العالمية الشخص الاعتباري للشخص الوسيط في الأوراق المالية مع اختلاف في شكل وطبيعة الشخص المعنوي، إذ منها من يقوم على الإعتبار الشخصي، ومنها من لا يقوم على الإعتبار الشخصي، وأمام تباين في أسباب إنتهاء وانقضاء الوسيط، وعلى هذا الأساس، نحاول إبراز أهم هذه الأسباب.

#### الفرع الأول

##### إنتهاء الأجل

ينقضي الوسيط إذا اتخذ شكل شركة بانقضاء الأجل المحدد لها، أو المتفق عليه، وفي حالة عدم وجود هذا الاتفاق تطبق أحكام القواعد العامة بالرجوع إلى القواعد التجارية.

#### الفرع الثاني

##### شطب الوسيط

يعتبر شطب تسجيل شركة السمسرة من الأسباب التي تنقضي بموجبها الشركة وذلك لتوقفها عن ممارسة نشاطها، ويكون قرار الشطب من السلطات المختصة.

<sup>1</sup> تنص المادة 4 من القانون 03-04 المعدلة للمادة 6 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 على أنه " يمكن أن يمارس عمل الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من لجنة تنظم عمليات البورصة ومراقبتها..... والمؤسسات المالية".

## الفرع الثالث

### صدور حكم قضائي بحل الوسيط

تنقضي شركة الوساطة بحكم من المحكمة بحلها بناء على طلب أحد الشركاء متى وجد مسوّغ يبرز ذلك، ويجب على القاضي عند استعماله سلطة تقديرية أن يراعي مصلحة الشركة والشركاء جميعاً عند نظره للأسباب التي يستند إليها الشريك في طلب حلّ الشركة<sup>1</sup>.

## الفرع الرابع

### إنقضاء الوسيط للاعتبار الشخصي

يعتبر الإعتبار الشخصي من العناصر الداخلة في تكوين شركات الأشخاص، الأمر الذي يستدعي معه القول بإنقضاء شركة السمسرة بزوال الإعتبار الشخصي، وذلك بانسحاب أحد الشركاء المتضامنين أو بوفاته أو الحجر عليه أو إفلاسه أو إعساره، استقالته، ما لم ينص عقد شركة السمسرة على خلاف ذلك.

ينطبق هذا السبب على التشريعات التي تتخذ في الشخص الوسيط شكل شركة أشخاص، كالتشريع المصري الذي اشترط صراحة أن تتخذ شركة السمسرة شكل شركة التوصية بالأسهم بجانب شركة المساهمة، أمّا التشريع الجزائري والفرنسي، فلم يحدّد شكلاً معيناً في شركة الوسيط، ممّا يجعلنا نتقبّل فكرة إمكانية إتخاذ الوسيط شكل شركة أشخاص<sup>2</sup>.

## الفرع الخامس

### شهر إفلاس شركة السمسرة

تعتبر مهنة الوساطة في الأوراق المالية مهنة تجارية، فشركة السمسرة تعتبر تاجراً لاتخاذها أحد أشكال الشركات التجارية، وبالتالي متى اضطربت أعمال الشركة المالية، فتوقفت عن دفع ما عليها من ديون، فإنّه يجوز شهر إفلاسها، وقد يكون اضطراب أعمالها ناشئاً عن هلاك أو انخفاض ما عليها من ديون، أو قد يتعذر عليها تحويل بعض ما لديها من منقولات كالأوراق التجارية إلى نقود سائلة، أو قد تفقد نسبة كبيرة من عملائها، ممّا يقلّل

<sup>1</sup> الحمرواني صالح راشد ، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية دراسة قانونية ، مرجع سابق ، ص 590-593.

<sup>2</sup> مصطفى كمال طه ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص 106 وفايز نعيم رضوان ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص 149.

بدوره من دخلها الذي قد لا يغطي نفقاتها، وعادة لا يفقد سماسرة البورصة عملائهم، إلا إذا ساءت سمعتهم نتيجة لسوء سلوكهم الضار بمهنة السمسرة والسوق، وتتقضي شركة السمسرة سواء كان إفلاسها عاديا لتقصيرها أو نتيجة للتدليس وهو ما يعرف بالإفلاس التدليسي<sup>1</sup>.

هذه بعض أهم أسباب إنقضاء الوسيط، إلا أنه توجد أسباب أخرى بجانبها<sup>2</sup>. بعد دراستنا لأهم الأحكام القانونية التي يخضع إليها الوسيط، مع دراسة بعض الفوارق في التشريعات المقارنة، رأينا أنه من الضروري التطرق إلى محلّ أو موضوع معاملات الوسيط والمتمثل في الأوراق المالية ، هذه الأخيرة التي لا تقل أهميتها على مستوى الأسواق المالية عن مكانة الوسيط ، باعتبارها الرابط بين كل من المستثمر والوسيط، المستثمر والمصدر.....الخ .

على هذا الأساس خصصنا فصلا كاملا لدراسة الأوراق المالية.

<sup>1</sup> سميحة القليوبي ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص 541.

<sup>2</sup> أهم هذه الأسباب ترجع إلى القواعد العامة مثل:

- اتفاق الشركاء على انقضاء الشركة، الإندماج، هلاك جميع مال الشركة أو جزء كبير منه، إجتماع رأسمال شركة الوساطة في يد شخص واحد.

## الفصل الثاني

### الأوراق المالية محل المعاملات

من بين الأمور التي تميّز سوق الأوراق المالية عن الأسواق الأخرى، نجد محلّ التعامل، حيث تعتبر الأوراق المالية محل المعاملات التي تجري على مستوى سوق الأوراق المالية، على خلاف الأسواق الأخرى التي تختلف باختلاف محلها، كسوق البضائع مثلاً. فبعد تأكيدنا وتركيزنا فيما سبق عن الدور الهام الذي يلعبه الوسيط في تفعيل وتنشيط حركة التعامل في الأسواق المالية، فقد رأينا أنّه من الضروري كذلك إعطاء نفس الأهمية للأوراق المالية محل التعامل في سوق الأوراق المالية، باعتبارها المحرّك الأساسي للأسواق المالية سواء على مستوى السوق الأولية ( سوق الإصدار) أو على مستوى السوق الثانوية (البورصة).

تشير الورقة المالية إلى التمثيل القانوني لحاملي الورقة تجاه المنشأة المصدرة لهذه الورقة، والتي تخوّل لهم الحق في الحصول على جزء من العائد أو جزء من أصول المنشأة أو هما معاً.

لإبراز أهمية الأوراق المالية ودورها ضمن سوق الأوراق المالية، إرتأينا إلى تقديم فكرة الأوراق المالية بما فيها طبيعتها القانونية وتمييزها عن بعض الأوراق المشابهة لها (المبحث الأول)، وأهم أنواع أو صور الأوراق المالية بما فيها الأوراق المالية الكلاسيكية (المبحث الثاني)، و الأوراق المالية الحديثة (المبحث الثالث)، مع الأخذ بعين الاعتبار موقف التشريعات المقارنة.

## المبحث الأول

### الطبيعة القانونية للأوراق المالية

بعد إقتراحات عديدة من طرف الفقهاء حول تقديم مفهوم أو المقصود بالقيم المنقولة<sup>1</sup>، فقد لجأت مختلف التشريعات إلى تكريس تعريف قانوني لها<sup>2</sup>، إلا أن الأمر الذي يهمننا في هذه الدراسة هو البحث عن الطبيعة القانونية لهذه القيم ، وليس التوقف عند تبيان تعريفها ، وهذا التكييف القانوني للقيم المنقولة لا يبرز إلا بعد الإشارة إلى بعض خصائص هذه القيم (المطلب الأول) وتمييزها عن بعض المفاهيم المشابهة لها (المطلب الثاني) .

### المطلب الأول

#### خصائص القيم المنقولة

تتميز القيم المنقولة بعدة خصائص ، يظهر بعضها من تلك التعاريف المقدمة لها سواء من طرف الفقهاء، أو التي وضعتها التشريعات ، ومن بين هذه الخصائص نذكر :

### الفرع الأول

#### القيم المنقولة سندات

أول خاصية تتميز بها القيم المنقولة هو إعتبارها سندات ، ويتجلى ذلك من خلال أغلب التعريفات المقدمة لها فقها وقانونا ، إذ أول عبارة تستعملها هذه التعريفات هو مصطلح سندات .

<sup>1</sup> يعرف ROBLLOT القيم المنقولة كما يلي :

« Les valeurs mobilières sont des titres négociables suivant les formes simplifiées et , étant émises par catégories qui confèrent les droits identiques , elles sont interchangeable et fongibles ». Voir LE CANNU Paul, « L'ambiguïté d'un concept négatif : les valeurs mobilières », Bulletin Jolly, avril 1993, p. 398 .

<sup>2</sup> عرف المشرع الفرنسي القيم المنقولة في المادة 264 من القانون المؤرخ في 24 جويلية 1966 المتعلق بالشركات التجارية كما يلي :

« Les valeurs mobilières désignent dans le 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 » . Voir VIDAL Dominique, Droit des sociétés, LGDJ, Paris, 1993, p. 383.

بينما عرف المشرع الجزائري القيم المنقولة في المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري على النحو التالي : " القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول ، تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف ، وتسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأس مال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أحوالها " . أما المشرع المصري فلم يضع أي تعريف للقيم المنقولة لا في قانون سوق رأس المال ولا في قانون الشركات .

## الفرع الثاني

### القيم المنقولة تخول حقوقا لصاحبها

إن القيم المنقولة تخول لصاحبها حقوقا ، تختلف هذه الحقوق باختلاف نوع السند ، بحسب ما إذا كان من بين سندات دين أو سندات ملكية<sup>1</sup> .

## الفرع الثالث

### القيم المنقولة قابلة للتسعيرة في البورصة

تعتبر خاصية القابلية للتسعيرة في البورصة من بين أهم الخصائص التي تتوفر في القيم المنقولة و تنفرد بها باعتبارها سندات طويلة الأجل ، ولا تتواجد على مستوى الأوراق المالية الأخرى قصيرة الأجل ولا في المفاهيم الأخرى المشابهة لها .  
تم إستعمال هذه الخاصية كذلك من طرف العديد من الفقهاء وذلك ضمن تعاريفهم ، مثل RIPERT et ROBLOT , COZIAN et VIANDIER .

## الفرع الرابع

### Fongibles القيم المنقولة مثلية

نقصد بهذه الخاصية أن ضمن الإصدار الواحد ، نجد أن السندات تحمل نفس القيمة الإسمية وتمنح نفس الحقوق وتفرض نفس الإلتزامات ، وذلك حسب ما تقدم به Yves GUYON

**« Les valeurs mobilières sont fongibles c'est-à-dire qu'à l'intérieur d'une même émission les titres ont la même valeur nominale, donnent les mêmes droits et emportent les mêmes obligations .Un titre vaut un autre »<sup>2</sup>**

<sup>1</sup> ARCHAMBAULT Anne-Laure, La nature juridique des valeurs mobilières, thèse de doctorat en droit, Université Panthéon Sorbonne, 1998, p. 50.

<sup>2</sup> GUYON Yves, Droit des affaires, tome 1, droit commercial général et sociétés, Economica, Paris, 1994, p. 748.

كما يقصد بالأشياء المثلية تلك الأشياء التي يوجد لها نظير من جنسها مساو أو مقارب له في القيمة ، ويكون تعيينها بذكر نوعها وبيان مقدارها بالعدد أو الوزن أو بالكيل أو بالمقاس ، ويقوم بعضها مقام البعض عند الوفاء ، خلافا للأشياء القيمية أو الأموال المعينة بذاتها (non fongibles) التي تتميز عن غيرها بصفات خاصة تعينه تعيينا ذاتيا<sup>1</sup> . إن هذه الصفة أو الخاصية لا تتواجد ضمن شئ بمفرده ، وإنما بين عدة أشياء قابلة للتبادل فيما بينها ، وعليه فلا يمكن الحديث عن المثلية إلا بالجمع فقط ، الأمر الذي يفسر ويترجم في الوقت ذاته إستحالة تعريف القيم المنقولة بمفردها .

## الفرع الخامس

### القيم المنقولة تصدرها أشخاص معنوية

تعتمد كذلك البعض من التعريفات المقدمة للقيم المنقولة بجانب الإصدار، على عنصر آخر لا يقل أهمية ، يتمثل في طبيعة الشخص المصدر ، وعلى هذا الأساس تعتبر القيم المنقولة سندات تقتصر عملية إصدارها على الأشخاص المعنوية فقط سواء كانت عامة أو خاصة ، مما يستثني الأشخاص الطبيعية .

ونشير في هذا الصدد إلى أن بعض المؤلفين إقتصرو إصدار القيم المنقولة على فئة الجماعات (collectivités) سواء كانت عامة أو خاصة ، مما أدى إلى توجيه إنتقادات لهم بحجة أن عبارة الجماعات العامة أو الخاصة دون إضافة توضيحات أخرى عبارة مجردة من أي معنى قانوني ، الأمر الذي دفع بالمؤلفين الآخرين إلى إستعمال عبارة الشخص المعنوي العام أو الخاص ومنهم : Julliot de la , RIPERT et ROBLOT<sup>2</sup> , Morandière<sup>2</sup>.

## الفرع السادس

### القيم المنقولة قابلة للتداول

لا وجود لتعريف لعبارة القيم المنقولة دون الإشارة إلى خاصية التداول ، هذه الأخيرة التي تمنح لحامل الورقة المالية الحق في التنازل عنها في أي وقت وذلك باتباع الطرق

<sup>1</sup> هشام فضلي ، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب ، مرجع سابق ، ص 185 .

<sup>2</sup> ARCHAMBAULT Anne-Laure, La nature juridique des valeurs mobilières, op. cit. p. 51.

التجارية عند التنازل وتفادي الإجراءات المنصوص عليها في القانون المدني ، لذا يعرف الفقه عملية التداول بأنها " صفة تلحق ببعض السندات الممثلة لحق تسمح بنقله في مواجهة الغير دون اتباع الإجراءات المنصوص عليها في القانون المدني " . وقد كانت الطرق التجارية تتمثل في القيد في سجلات الشركة للأوراق الإسمية ، والتظهير للأوراق لأمر ، والتسليم للأوراق لحاملها ، ثم تطورت هذه الطرق مع ظهور التقنيات الحديثة . لا يترتب على التداول أي ضرر يلحق برأس مال الشركة ، بل إن خاصية التداول هي العامل الرئيسي في ازدهار هذا النوع من الشركات ، فهي تتيح الفرصة لجمهور المستثمرين للدخول إلى الشركة بحرية ، والخروج بسهولة ويسر كلما أحوجتهم ظروفهم إلى ذلك ، أو بدت لهم بوادر نظرة إستثمارية أخرى ذات عائد أفضل ، كما أصبحت الورقة المالية بفضل خاصية التداول سلعة تباع وتشترى في سوق منظمة في ظروف تتسم بالسرعة والأمان <sup>1</sup> .

#### أولا - شكل الورقة المالية :

تتجسد الورقة المالية موضوع التداول في شهادة تستخرج من دفاتر ذات قسائم ، وتعطى أرقاما مسلسلة ، وتختتم بخاتم الشركة . ويجب أن تتضمن شهادة الورقة المالية البيانات التي حددها القانون ومن بينها إسم مالكها ، ويكون للورقة المالية كيونات ذات أرقام مسلسلة يبين فيها رقم الورقة . أما الورقة لحاملها ، فلا يذكر فيها إسم مالكها ، ويعتبر حاملها مالكا لها ، بمعنى أن الحق الثابت في الورقة المالية يندمج في الصك ذاته ، فتصبح حيازته دليلا على الملكية . ولهذا السبب تعد الورقة لحاملها من قبيل المنقولات المادية التي يسري في شأنها قاعدة الحيازة في المنقول سند الحائز <sup>2</sup> .

يتضح مما سبق أن الورقة المالية كانت تتجسد ، في شكل دعامة محسوسة يتم تداولها في صورتها المادية وفقا لنظام كان منتقدا من وجوه عدة منها :

- أنه يؤدي إلى تكبد الجهات المصدرة نفقة باهضة ومشقة كبيرة لطباعة الورقة المالية والتوقيع عليها وتعديل بياناتها .

<sup>1</sup> هشام فضلي ، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب ، مرجع سابق ، ص 6 .  
<sup>2</sup> عبد الباسط كريم مولود ، تداول الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة ، مرجع سابق ، ص 464-465 .

- إن الورقة المالية في صورتها المادية كانت عرضة لخطر الضياع والتلف والتزوير ، وهو ما يؤدي إلى مشكلات عديدة عند تداولها في بورصة الأوراق المالية<sup>1</sup> .
- إن الدعامات المحسوسة للأوراق المالية تحتاج إلى الكثير من الوقت والجهد لحفظها وإدارتها وتسوية المعاملات الواردة عليها .
- إن الدعامات المحسوسة كانت تعوق الانتقال السريع والآمن للأوراق المالية إلى الملاك الجدد لها<sup>2</sup> .
- تفاديا للمساوي السابقة ، تبنت مختلف التشريعات نظاما يقوم على مبادئ عديدة من بينها :
  - تجريد الأوراق المالية من دعامتها المحسوسة وتحولها إلى قيود في الحساب .
  - تنفيذ عقود التداول بين الوسطاء الماليين عن طريق عمليات المقاصة والتسوية .
  - نقل ملكية الأوراق المالية بالتحويل بالطرق الإلكترونية بين حسابات العملاء لدى أمناء الحفظ عقب إتمام تسوية العمليات الواردة عليها .
  - حلول سجلات الأوراق المالية لدى شركة الإيداع المركزي محل سجلات ملكية الأوراق المالية لدى جهة الإصدار<sup>3</sup> .

### 1- في التشريع الفرنسي :

بصدور القانون الفرنسي رقم 81/1160 بتاريخ 30 ديسمبر 1981 أصبح الإيداع وجوبيا للأسهم الإسمية والأسهم لحاملها على السواء .

فوفقا للمادة 2/94 من القانون السالف الذكر فإن القيم المنقولة الصادرة في الأراضي الفرنسية والخاضعة للتشريع الفرنسي ، أيا كان شكلها ، يجب أن تكون مقيدة في حسابات تدار بواسطة الشخص المعنوي المصدر لها أو أحد الوسطاء الماليين المرخص لهم بذلك .

بتعبير آخر كرس المشرع الفرنسي الإلغاء المادي والقانوني للدعامات المحسوسة ، حيث تم تحويل شكل الأوراق المالية من مجرد صكوك ورقية لها أرقام مسلسلة إلى مثليات

<sup>1</sup> MERLE Philippe, Droit commercial, sociétés commerciales, Dalloz, Paris, 1997, p.263.

<sup>2</sup> RIPERT Georges, ROBLOT René, Traité de droit commercial, LGDJ, Paris, 1996, p. 20.

<sup>3</sup> عبد الباسط كريم مولود ، تداول الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة ، مرجع سابق ، ص 465 و 466 .

تحل محل بعضها في التعامل ، وأصبح من غير الجائز وضع الورقة المالية تحت شكل آخر ، فالصك الموجود تحت شكل آخر هو صك باطل مجرد من أية آثار قانونية<sup>1</sup> .

نشير كذلك إلى أنه بصدور قوانين تجريد الأوراق المالية من دعامتها المحسوسة ، ظهر نوع جديد من الأوراق المالية هي الأوراق المالية مجهولة الإسم ، وهي التي تحل محل الأوراق لحاملها ، وتقوم على أنقاضها . وتسري على الأوراق مجهولة الإسم ذات أحكام الأوراق لحاملها المنصوص عليها في القانون ، عدا إنتقال ملكيتها بالتسليم المادي<sup>2</sup> .

## 2- في التشريع المصري :

جمع المشرع المصري في القانون رقم 93 لسنة 2000 بين الإيداع الإجباري والإيداع الإختياري ، فوفقا للمادة 11 من القانون السالف الذكر ، يجب أن يودع لدى شركة الإيداع المركزي الأوراق المالية المقيدة في إحدى بورصات الأوراق المالية التي تصدرها أي شركة إذا طرحت أوراقا مالية لها في إكتتاب عام ، ويجوز إيداع غير ذلك من الأوراق المالية .

ويكون الإيداع الإختياري وفقا للشروط التي يضعها مجلس إدارة شركة الإيداع المركزي وتوافق عليها هيئة سوق المال .

وعليه وتطبيقا لأحكام هذا القانون أصبحت الأوراق المالية مجرد قيود دفترية في الحساب<sup>3</sup> .

## 3- في التشريع الجزائري :

سلك المشرع الجزائري نفس مسلك المشرع المصري والفرنسي بخصوص أحكام تداول القيم المنقولة ، وتم تكريس قواعد تقضي وتهدف إلى نزع الصفة المادية عن السندات (dématisation) ، وذلك بموجب صدور القانون رقم 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة ، هذا القانون الذي جاء بجهاز ثالث على مستوى بورصة القيم المنقولة بجانب لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة ، يتمثل هذا الجهاز في المؤتمن المركزي على السندات

<sup>1</sup> DE VAUPLANE Hubert et BORNET Jean-Pierre, Droit des marchés financiers, Litec, Paris, 1998, p. 42.

<sup>2</sup> LASSALAS Ch, L'inscription en compte des valeurs : la notion de propriété scripturale, LGDJ, Paris, 1997, p. 181.

<sup>3</sup> هشام فضلي ، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب ، مرجع سابق ، ص 18 .

الذي لم يتم تنصيبه إلا في سنة 2005<sup>1</sup> فنص القانون الجزائري صراحة كمنظيره الفرنسي على سريان نظام تحول الأوراق المالية إلى قيد حسابي على الأوراق المالية ، فتمسك الشركة المصدرة الحساب إذا كانت الأوراق المالية تحت الشكل الإسمي ، أما إذا كانت الأوراق لحاملها ، فإن إمساك الحساب يسند إلى وسيط مالي مؤهل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفته ماسك الحسابات وحافظ السندات<sup>2</sup> .

تتمثل مهام المؤتمن المركزي على السندات التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي ، على وجه الخصوص في :

- حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين .
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر.
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها .
- الترقيم القانوني للسندات .
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق<sup>3</sup> .

#### ثانيا - نقل ملكية الورقة المالية :

كانت ملكية الأوراق المالية الإسمية تنتقل في السابق بالإتفاق بين المتنازل والمتنازل إليه ، ولا يسري هذا التنازل في مواجهة الشركة المصدرة للورقة أو الغير إلا من تاريخ القيد في سجلات الشركات المصدرة ، أما الأوراق لحاملها فتنتقل بالتسليم . وفي ظل تطبيق قوانين أسواق المال أو البورصات ، أصبحت ملكية الأوراق الإسمية لا تنتقل إلا بقيد تداولها بالبورصة بالوسائل المعدة لذلك ، وتقوم إدارة البورصة بإخطار الجهة المصدرة بانتقال الملكية ، لتقوم الأخيرة بدورها بإثبات نقل الملكية بسجلاتها<sup>4</sup> .

وبصدور القوانين المكرسة لزوال الكيان المادي للورقة المالية والمتمثل في الدعامات المحسوسة ، أصبحت ملكية الورقة المالية تنتقل بالتحويل من حساب إلى حساب آخر ،

<sup>1</sup> التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2009 .

<sup>2</sup> تنص المادة 19 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 93-10 ، المؤرخ في 23 ماي والمتعلق ببورصة القيم المنقولة على أنه " 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 إلا لدى وسيط مؤهل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفته ماسك الحسابات وحافظ السندات " .

<sup>3</sup> الفقرة الرابعة من المادة 19 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 93-10 ، المؤرخ في 23 ماي 1993 ، المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، مرجع سابق .

<sup>4</sup> هشام فضلي ، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب ، مرجع سابق ، ص 203 .

والذي تجريه شركة الإيداع المركزي حسب التشريع المصري والمؤتمن المركزي حسب التشريع الجزائري ، وذلك عند إتمام تسوية العمليات التي تتم على الورقة المالية. ويتسلم مالك الأوراق المالية بيانا برصيده من الأوراق المالية المقيدة في حسابه يتضمن نوع الورقة المالية والكمية المودعة وتاريخ الإيداع وما إذا كانت الأوراق المالية مرهونة أو محجوز عليها .

يقوم هذا البيان مقام صكوك الأوراق المالية والشهادات المؤقتة في جميع التعاملات بما في ذلك حضور الجمعيات العامة وصرف الأرباح والرهن وغير ذلك من الحقوق<sup>1</sup>. إذن يمكن القول أن الدافع الرئيسي في تطبيق نظم الإيداع والقيود المركزي هو تشجيع وحماية الإدخار القومي من خلال السعي إلى تحقيق الأهداف الآتية :

- سرعة دوران الأوراق المالية
  - تقليل المخاطر الناتجة عن تسليم واستيلاء الأوراق المالية ذات الدعامات المحسوسة .
  - تقليص الفترة الزمنية اللازمة لإنتقال ملكية الأوراق المالية .
  - تطبيق مبدأ التسليم مقابل الدفع<sup>2</sup>.
- يتضح لنا إذن على ضوء ما تطرقنا إليه إعتبار القيم المنقولة أو الأوراق المالية منقولات مثلية مجردة من الطابع المادي الملموس ، ولتوضيح وتأكيد أكثر هذه الطبيعة إرتأينا إلى إجراء تمييز بينها وبين بعض المفاهيم المشابهة لها .

## المطلب الثاني

### التمييز بين الأوراق المالية وما يشته به

تتشابه الأوراق المالية كثيرا مع غيرها باعتبارها من المنقولات، ولكنها تكون أكثر تشابها مع الأوراق التجارية والأوراق النقدية، وإن كان هذا التشابه قد بلغ حدا كبيرا، إلا أنّ هناك إختلافات في الطبيعة الإقتصادية والقانونية لها ، تؤثر على القواعد القانونية التي تخضع لها، ومن هذا المنطق، نحاول البحث عن أهم الإختلافات القائمة بينها.

<sup>1</sup> عبد الباسط كريم مولود ، تداول الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة ، مرجع سابق ، ص 638 .

<sup>2</sup> ARCHAMBAULT Anne-Laure, La nature juridique des valeurs mobilières, op. cit. p. 58.

## الفرع الأول

### التمييز بين الأوراق المالية والأوراق التجارية

تتشابه الأوراق المالية والأوراق التجارية في أحكام كثيرة، أهمها أنها قابلة للتداول بالطرق التجارية وذلك باختلاف الشكل الذي تصدر فيه الورقة ، كما تمثلان مبلغ مالي، إلا أنها تختلف عن بعضها البعض في أحكام كثيرة نذكر أهمها فيما يلي:

#### أولاً: من حيث التنظيم

تخضع الأوراق المالية حسب التشريع الجزائري إلى أحكام القانون التجاري في باب خاص بالقيم المنقولة الصادرة عن شركات الأسهم<sup>1</sup> ، بالإضافة إلى قوانين البورصة وأنظمة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، أما التشريع المصري، فالأوراق المالية تخضع في تنظيمها لقوانين مختلفة ، كقانون الشركات التجارية رقم 159 لسنة 1981 المعدل بالقانون رقم 03 لسنة 1998 ، وقانون شركات تلقي الأموال رقم 146 لسنة 1988 وقانون شركات قطاع الأعمال رقم 253 لسنة 1991، وأخيراً قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، والمشرع الفرنسي أخضع تنظيم الأوراق المالية إلى القانون الصادر في 24 جويلية 1966 المتعلق بالشركات التجارية في حين نجد أنّ الأوراق التجارية تخضع لأحكام قانون واحد تختلف تسميته باختلاف التشريعات، في القانون الجزائري يسمى بالقانون التجاري<sup>2</sup>، وفي التشريع المصري يسمى بقانون التجارة المصري.

#### ثانياً: من حيث الأجل

تعتبر الأوراق المالية صكوكاً متوسطة وطويلة الأجل ، تصل بالنسبة للأسهم إلى مدى حياة الشركة وقد حددها المشرع الجزائري ضمن أحكام القانون التجاري ب 99 سنة، أمّا السندات لفترة تصل إلى 30 سنة، وبالتالي فإنّ هذه المدة الطويلة تجعل الأوراق المالية تخضع لقواعد العرض والطلب التي تؤثر على أسعارها في السوق. على خلاف الأوراق التجارية التي تصدر غالباً لآجال قصيرة، أو أنّها تكون واجبة الدفع لدى الإطلاع كالشيك مثلاً<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المادة 715 مكرّر 30 وما بعدها من القانون التجاري.

<sup>2</sup> تم النص على الأوراق التجارية ضمن الكتاب الرابع من القانون التجاري، المواد من 389 إلى 543 مكرّر 18.

<sup>3</sup> عبد الباسط كريم مولود ، تداول الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة ، مرجع سابق ، ص 60.

### ثالثا : من حيث أسلوب الإصدار

يتم إصدار الأوراق المالية وفقا لإجراءين هما الاكتتاب الخاص الذي يكون الأشخاص المكتتبين معروفين ومحدّدين مسبقا، أو عن طريق الاكتتاب العام، بمعنى اللجوء العلني للإدخار، أين تطرح الأوراق المالية لإكتتاب الجمهور، ومهما كان الإجراء المتبع، إلا أنّ الأوراق المالية تصدر دفعة واحدة ومن صنف واحد وبصفة متماثلة، في حين نجد أنّ الأوراق التجارية لا تصدر دفعة واحدة، إنّما يصدرها الساحب بناء على تصرفات منفصلة، لا يشترط التجانس بين الأوراق المصدرة<sup>1</sup>.

### رابعا: من حيث الخصم

لا تخضع الورقة المالية لإجراءات الخصم المعروفة في المجال التجاري، وعليه فلا تقوم مقام النقود في الوفاء بالالتزامات، وإن كان للمالك الحق في تحصيل قيمتها إذا قامت الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق، هذا على خلاف الورقة التجارية القابلة للخصم بطبيعتها، والتي لا يتم تداولها في البورصة أو في السوق المالية، بل يكون من خلال الخصم، وكلما زاد معدّل تداولها بالخصم، قلّت القيمة التي يحققها آخر من قدمها للخصم، وذلك قبل حلول موعد الاستحقاق، وبالتالي فالقرض بضمان الأوراق التجارية يحقق سيولة أكبر للبنوك التجارية ، منه بالنسبة للأوراق المالية وأكثر أمانا، وذلك لأنّ البنك يستطيع تحقيق سيولة الأوراق التجارية عن طريق إعادة خصمها في البنك المركزي، أمّا الأوراق المالية، فهي تستلزم مدّة معينة حتى يمكن تسليمها، وذلك نتيجة لتقلّب أسعارها في البورصة، ممّا يجعلها لا تمنح المقرض بضمانها سيولة حالة وعاجلة<sup>2</sup>.

### خامسا: من حيث القيمة

تعتبر قيمة كل من الورقة التجارية والورقة المالية محدّدة مسبقا عند الإصدار، لكن حامل الورقة التجارية يضمن استيفاء نفس قيمة الإصدار عند حلول آجالها أو بواسطة تظهيرها إلا إذا لجأ إلى طريقة الخصم الذي ينقص من قيمة الورقة التجارية، بينما الورقة المالية لا تحتفظ بنفس قيمة الإصدار، باعتبارها عرضة لتأثير عدّة عوامل إقتصادية، فهي

<sup>1</sup> صالح راشد الحمراي ، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية دراسة قانونية ، مرجع سابق ، ص 225-226.

<sup>2</sup> صالح راشد الحمراي ، دور شركات السمسرة ..... ، نفس المرجع .

تخضع لقاعدة العرض والطلب، الأمر الذي يجعل حامل الورقة المالية غير ضامن لاسترجاع مقدار القيمة التي دفعها، فهو يخضع إلى ظروف السوق، فقد يكسب ربحاً أو يحقق خسارة.

### سادسا : من حيث المخاطر

يترتب على عملية الإستثمار في الأوراق المالية عدّة مخاطر، أهمّها تذبذب العائد المتولّد عنها، فالمستثمر في مجال الأوراق المالية يخاطر برؤوس أمواله كعدم حصوله على عائد أو عدم إنتظامه... إلخ على خلاف الأوراق التجارية التي تتميز بنوع من الإستقرار. وأمام هذا الوضع وقصد التقليل من المخاطر، إقترح الإقتصاديون المتخصصون التنويع في الأوراق المالية التي تشملها المحفظة المالية ، وعدم حصر الاستثمار في نوع واحد من الأوراق المالية<sup>1</sup>.

علاوة على جملة الإختلافات المذكورة، فتعتبر الورقة التجارية أداة إنتمان وأداة للدفع، أمّا الورقة المالية فتعدّ بمثابة أداة الاستثمار وتوجيه المدخرات. بجانب هذه الفوارق القائمة بين كل من الأوراق المالية من جهة والأوراق التجارية من جهة أخرى، تظهر إختلافات أخرى تجمع بين كل الأوراق المالية والأوراق النقدية.

## الفرع الثاني

### التمييز بين الأوراق المالية والأوراق النقدية

تتشترك كل من الورقة المالية والورقة النقدية<sup>2</sup> في عدّة أوجه، إلا أنّ هذا لا يمنع من وجود أوجه إختلاف بينهما، نذكر أهمّها.

### أولا : من حيث التنظيم

يتم تنظيم الأوراق النقدية بموجب قوانين وتشريعات خاصة بالنقد والصرف، كذلك اللوائح البنكية، فيحكم الأوراق النقدية طبقاً للقانون الجزائري، قانون النقد والقرض رقم 03-11 ساري المفعول الذي يحدّد هيئات وكيفيات إصدار النقد وتغطيته، إلى جانب أنظمة بنك

<sup>1</sup> محمّد محمود عبد ربّه، طريقك إلى البورصة ومخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2000، ص 28 وما يليها.

<sup>2</sup> الورقة النقدية عبارة عن صكّ لحامله تصدر من الجهة المخولة بإصداره - البنك المركزي - وتمثل أداة وفاء وإنتمان وهي واجبة الدفع لدى الإطلاع، أنظر الحمرواني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية، ص 229، مرجع سابق.

الجزائر، بينما تنظم الأوراق المالية بموجب القانون التجاري في باب خاص بالقيم المنقولة إلى جانب أساليب أخرى تمّ ذكرها سابقا.

### ثانيا : من حيث الغرض من الإصدار

يتمثل الغرض من إصدار الأوراق المالية في جلب رؤوس أموال جديدة لتمويل نشاطات الشركة وتوسيع مجال عملها، عن طريق عائدات الاكتتاب في الإصدارات الجديدة، في حين نجد أنّ الغرض من عملية إصدار أوراق نقدية جديدة ، تحكمه ضوابط سياسية إقتصادية تحددها الدولة.

### ثالثا : من حيث إنتمائها

تنتمي الأوراق المالية إلى السوق المالية، بينما تنتمي الأوراق النقدية إلى السوق النقدية .

### رابعا : من حيث قيمة الورقة

يتم تحديد قيمة الأوراق النقدية بموجب القانون مع مراعاة الاتفاقيات الدولية، ويجب أن تكون قيمة النقود مكافئة لقيمة إحتياطي الذهب المغطاة بها، في حين أنّ قيمة الأوراق المالية تحددها هيئة خبراء تعينها الجهة المصدرة، وذلك على أساس وقائع ومعطيات إقتصادية ومالية.

### خامسا : من حيث جهة الإصدار

تتمثل الجهة المختصة في إصدار الأوراق النقدية في – الدولة - هذه الأخير فوّضت حق ممارسة هذا الامتياز للبنك المركزي<sup>1</sup>، بينما يعود اختصاص إصدار الأسهم والسندات إلى كل من الجمعية العامة غير العادية في شركات المساهمة وكذا الدولة والهيئات المحلية على الترتيب.

### سادسا : من حيث الحقوق التي تخولها لصاحبها

تخول الأوراق المالية لصاحبها حقوق مختلفة وذلك باختلاف أنواعها<sup>2</sup>، لكن لا تمنح الأوراق النقدية لصاحبها أي حق ما عدا الانتفاع بالقيمة التي تمثلها فقط.

<sup>1</sup> المادة 02 من القانون رقم 11-03 ، المؤرخ في 26 أوت 2003 ، يتعلق بالنقد والقرض ، مرجع سابق .  
<sup>2</sup> تخول بعض الأوراق المالية كالسندات و صكوك التمويل مثلا لصاحبها بعض الحقوق كحق الحصول على عوائد – فوائد – أما الأسهم مثلا فتخول عدّة حقوق لصاحبها كالحق في التصويت، الإدارة...إلخ

## سابعا: من حيث كيفية تداولها

يتم تداول الأوراق النقدية الوطنية مباشرة بين المتعاملين بدون أي قيود على تداولها عن طريق المناولة باليد باستثناء الأوراق النقدية الأجنبية التي تخضع لبعض القيود التي تحددها القوانين، فهي تتم في سوق الصرف، وفقا لضوابط وقواعد الصرف، أما بالنسبة للأوراق المالية، فهي تتداول إما بالطرق التجارية أو داخل البورصة وعن طريق وسطاء عمليات البورصة.

دائما في إطار التداول، نجد أن تداول الأوراق المالية يخضع لرقابة لجنة البورصة، في حين يخضع تداول الأوراق النقدية لبنك الجزائر<sup>1</sup>.

تجدر الإشارة إلى أن ذكر هذه الاختلافات كان على سبيل المثال فقط، إذ توجد أوجه اختلاف أخرى بين كل من الأوراق المالية من جهة والأوراق النقدية من جهة أخرى<sup>2</sup>. يرى الأستاذ " فان هورن" أن الصكوك والأدوات المالية لا يمكن عدّها مستحدثة إلا إذا كان الهدف منها الوصول بالأسواق المالية إلى درجة من الكفاية عن طريق طرح أوراق مالية مبتكرة تهدف إلى تحقيق المنفعة للجهة المصدرة لهذه الأوراق من خلال تحجيم التكلفة لما تحويه هذه الأدوات من خصائص لا توجد مجتمعة في أداة مالية أخرى.

وإذا كانت الأسهم والسندات تمثل أدوات جذب للمستثمرين، وذلك لأنها أصبحت لدى البعض مصدر دخل إضافي وذلك لما تدرّه هذه الصكوك من عوائد على شكل أرباح وفوائد<sup>3</sup>، إلا أن التنوع في الأوراق المالية يمثل عنصر جذب للفوائض النقدية لدى المدخرين والذي بدوره يؤدي إلى إيجاد نوع من المنافسة بين الجهات المصدرة لها في هذا التنوع، وهو ما يشجع رغبات المستثمرين في النهاية<sup>4</sup>، وذلك في ظل قانون لا يمنع التنوع وإصدار أوراق مالية مختلفة.

لذلك توجد في معظم الأسواق المالية أوراق مالية متنوعة كالأسهم والسندات وصكوك التمويل ووثائق الاستثمار، والتقسيمات المختلفة لأنواع الأوراق المالية، وعلاوة

<sup>1</sup> تنص المادة 14 من القانون رقم 04/03 المعدلة للمادة 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 على: " لا تخضع لرقابة اللجنة، المنتجات المالية المتداولة في السوق التي تحت سلطة بنك الجزائر".

<sup>2</sup> منها، اعتبار الأوراق النقدية هي دائما لحاملها، وبالتالي تخضع لقاعدة الحيابة في المنقول سند الحائز، أما الأوراق المالية فهي قد تكون اسمية أولحاملها أو إذنية.

<sup>3</sup> هاني دويدار، العقود التجارية والعمليات المصرفية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 1994، ص 271.

<sup>4</sup> مختار أحمد البريري، قانون المعاملات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996، ص 140.

على ذلك توجد في الأسواق العالمية خاصة بعض الحقوق المختلفة على الصكوك كاختيار البيع والشراء وغيرها. على هذا الأساس رأينا أنه من الضروري الإشارة إلى أهم أنواع الأوراق المالية المتداولة على مستوى بعض أسواق الأوراق المالية، آخذين بعين الاعتبار التقسيم الراجح والمتمثل في الأوراق المالية التقليدية والأوراق المالية المستحدثة<sup>1</sup>.

## المبحث الثاني

### الأوراق المالية الكلاسيكية

تعتبر الأسهم و السندات أهم الأوراق المالية التقليدية أو الكلاسيكية، ونجد هذا النوع من الأوراق المالية مكرّس عبر معظم تشريعات دول العالم وإلى يومنا الحالي، لا تزال هذه الأوراق المالية هي الأكثر شيوعا وتداولاً على مستوى أسواق الأوراق المالية، وعلى وجه الخصوص، في تشريعات الدول العربية، وذلك لافتقار محافظ الأوراق المالية إلى أنواع أخرى من الأوراق المالية، خلافاً للتشريعات الأوروبية والأمريكية التي تعرف تطورا وتقدما ملحوظا في مجال الأوراق المالية.

## المطلب الأول

### الأسهم (Les actions)

تعتبر الأسهم صكوكا لتمثيل رأسمال الشركات، وتخضع لأحكام قانونية خاصة بها، واردة عادة ضمن القانون التجاري، وتعتبر الأسهم من أقدم وأولى الأوراق المالية المعروفة<sup>2</sup>، وتتسم بأهمية بالغة في مجال المعاملات التجارية والمالية ولا تزال تتميز بهذه الأهمية إلى غاية يومنا هذا .

نظرا لكون الأسهم من أهم الأوراق المالية وأكثرها تداولاً في العالم والدول العربية خاصة، نحاول من خلال هذه الدراسة التركيز عليها، وذلك بتعريفها والإشارة إلى أهم خصائصها و مختلف أنواعها.

<sup>1</sup> اختلف الفقهاء في تقسيم الأوراق المالية، فهناك من قسمها إلى أوراق مالية بسيطة، أوراق مالية مركبة، وآخرون قسموها إلى أوراق مالية تقليدية (كلاسيكية)، أوراق مالية مستحدثة... الخ.  
<sup>2</sup> التشريع المصري مثلا والجزائري.

## الفرع الأول

### تعريف الأسهم

لقد تعدّدت التعاريف المقدمة للأسهم باختلاف التشريعات ، كما اجتهد الفقه كذلك في وضع تعاريف لها.

#### أولا - التشريع المصري:

يتميز القانون المصري في هذا الشأن بغياب وعدم الإشارة إلى أي تعريف قانوني بخصوص الأسهم، سواء في قانون الشركات المصري، أو قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، وإنّما اكتفى المشرع المصري في هذا الموضوع بالنص في المادة 1/31 من قانون الشركات التجارية رقم 159 لسنة 1981 والمعدّل بالقانون رقم 03 لسنة 1998 على أنّه " يقسم رأسمال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة".  
بالتالي فإنّ رأسمال شركة الأموال هو عبارة عن مجموعة من الأموال تمثل قيمة الأسهم المصدّرة من الشركة<sup>1</sup>.

تجدر بنا الإشارة في هذا الصدد إلى أنّ غياب وجود أيّ تعريف قانوني في التشريع المصري، أمر دفع إلى إجتهد الفقهاء، وذلك بوضع تعاريف مختلفة، لكن تتفق جميعها في المدلول، نذكر من بين هذه التعاريف ما يلي:

" السهم هو صك يمثل حصة الشريك في رأسمال شركة الأموال، وبمعنى آخر هو صك يمثل حق المساهم في الشركة ويثبتته"<sup>2</sup>.

وعرّف السهم كذلك بأنّه عبارة عن " حصة الشخص في الشركة والتي تمثل حقوقه والتزاماته التي يتم تعيينها في قانون الشركات، و في النظام الأساسي للشركة"<sup>3</sup>.

أمّا الجانب الآخر من الفقه، فقد عرّف الأسهم من خلال بيان خصائصها بأنّها "صكوك لها قيمة اسمية متساوية وقابلة للتداول بالطرق التجارية وتمثل الحصص النقدية أو

<sup>1</sup> الحمرواني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية، مرجع سابق، ص 235.

<sup>2</sup> مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 1998، ص 193.

<sup>3</sup> سميحة القليوبي ، الشركات التجارية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 1993 ، ص 242 .

العينية التي يقدمها المساهمون إلى الشركة، وبالتالي يتجسد حق المساهم في تحقيق أرباح الشركة، ونصيب من موجوداتها عند التصفية"<sup>1</sup>.

أما الدكتور يعقوب يوسف صرخوه ، فيعرّف الأسهم كما يلي: " السهم هو حق المساهم في شركة الأموال، كما يطلق على الصك الذي يثبت هذا الحق، وذلك 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 ويعدّ أمرا جوهريا، ونعني به قابلية الصك للتداول"<sup>2</sup>.

وفي الأخير أجمع الفقه على أنّ للسهم معنيين هما:

- الحصة التي يقدمها الشريك في شركات الأموال والتي تمثل جزءا معيناً في رأسمال الشركة.
- هو الصك المعدّ لإثبات حق الشريك، وهو قابل للتداول<sup>3</sup>.

### ثانيا - التشريع الفرنسي

لم يضع المشرع الفرنسي تعريفا خاصا للسهم، وإنما اكتفى بالتمييز بين نوعين من الأسهم والمتمثلة في الأسهم النقدية والأسهم العينية، وذلك من خلال المادة 267 من قانون الشركات التجارية، وعليه فوضع تعريفا حسب كل صنف أو نوع من الأسهم<sup>4</sup>.

هذا عن تعريف الأسهم طبقا للقانون المصري والفرنسي، نتساءل على مدى وجود

تعريف للأسهم وفقا للتشريع الجزائري؟

<sup>1</sup> فايز نعيم رضوان، الشركات التجارية، مكتبة الجلاء الجديدة، 1994، ص 390..

<sup>2</sup> يعقوب يوسف صرخوه، الأسهم وتداولها في شركات المساهمة في القانون الكويتي، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 1982، ص 88.

<sup>3</sup> سيد طه محمد يدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، رسالة دكتوراه في القانون، جامعة القاهرة، 2000، ص 87.

<sup>4</sup> « *Les actions de numéraire sont celles dont le montant est libéré en espèces ou par compensation, celles qui sont émises par suite d'une incorporation au capital de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, et celles dont le montant résulte pour partie d'une incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission et pour partie d'une libération en espèces. Ces dernières doivent être intégralement libérées lors de la souscription. Sous réserve des règles spécifiques applicables aux actions résultant d'une fusion ou d'une scission, toutes les autres actions sont des actions d'apport* ». Voir, MERVILLE Anne-Dominique, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 22.

### ثالثا- موقف المشرع الجزائري

لم يهتم المشرع الجزائري بوضع تعريف للأسهم إلا في سنة 1993، وذلك من خلال أحكام القانون التجاري التي تنص على أنه " فالسهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها"<sup>1</sup>.

على ضوء هذا التعريف، يتجلى لنا أنّ المشرع الجزائري ركّز على خاصية من إحدى خصائص الأسهم وهي خاصية القابلية للتداول، وكذا عن طبيعة المصدر، حيث حصر الشركة المصدرة في شركة المساهمة فقط.

أمّا المواد الموالية للمادة 715 مكرّر 40 من المرسوم التشريعي رقم 08-93 فقد جاءت لتبيان أهم أنواع الأسهم المألوفة والتي قد تصدرها شركات المساهمة. بجانب هذا التعريف التشريعي، نجد تعريفات أخرى ضمن مؤلفات مختلفة نذكر منها:

**« L'action est un titre conférant à son détenteur la propriété d'une part du capital avec tous les droits attachés à cette propriété. Cette action lui permet d'une part d'intervenir dans la gestion de l'entreprise et d'autre part, de retirer un revenu variable en fonction des bénéfices réalisés par l'entreprise. Ce revenu est appelé dividende »<sup>2</sup>.**

بعد العرض الموجز لأهم التعريفات المتعلقة بالأسهم عبر مختلف التشريعات وذكر بعض التعريفات الفقهية، نحاول الإشارة إلى أهم الخصائص التي تتميز بها الأسهم باعتبارها تمثل الفئة الأكثر اهتماما من طرف المستثمرين والمصدرين.

<sup>1</sup> المادة 715 مكرّر 40 من المرسوم التشريعي رقم 08-93، المؤرخ في 25 أفريل 1993، المتمم للأمر رقم 59-75، المتضمن القانون التجاري، جريدة رسمية عدد 27، صادر في 27 أفريل 1993.

<sup>2</sup> AMMOUR Benhalima, Pratique des techniques bancaires avec référence à l'Algérie, Editions Dahleb, Alger, 2000, p. 113.

## الفرع الثاني

### خصائص الأسهم

بالتعمّن في معظم التعاريف السالفة الذكر، يتبيّن لنا أهم خصائص الأسهم، هذه الأخيرة التي تميّزها عن غيرها من الأوراق المالية كالسندات مثلا، وكذا عن الأوراق النقدية والتجارية السابق الإشارة إليها.

على هذا الأساس، نحاول ذكر أهم الخصائص التي تنفرد بها الأسهم.

#### أولا- التساوي في قيمة الأسهم:

نقصد بذلك أن تتساوى القيمة الاسمية لأسهم الإصدار الواحد، مهما بلغت كمية الإصدار، أمّا إذا اختلف الإصدار، فلا مانع من اختلاف القيمة الإسمية لها.

ترجع الحكمة من تساوي القيمة للسهم ، إلى تسهيل تقدير الأغلبية المطلوبة لانعقاد الجمعية العامة العادية أو غير العادية للشركة، كذلك سهولة توزيع الأرباح على المساهمين وتنظيم سعر السهم في البورصة<sup>1</sup>، وكذلك سهولة تجزئة رأس المال الذي يؤدي إلى سهولة الاكتتاب والتداول، وتوزيع موجودات الشركة بعد حلّها وتصفيتها.

وتساوي الأسهم في القيمة لا يقصد به أنّ جميع حملة الأسهم التي تصدرها الشركة متساوين في الحقوق و الإلتزامات، بل قد توجد هناك أسهم تتمتع بأفضلية أو أولوية على الأسهم الأخرى ويطلق عليها الأسهم الممتازة.

#### ثانيا - عدم قابلية الأسهم للتجزئة:

لا يجوز تجزئة السهم، بمعنى أنّه لا يجوز أن يتعدّد مالكو السهم الواحد أمام الشركة، وبالتالي إذا ما آل سهم معيّن إلى أكثر من شخص لسبب من أسباب انتقال الملكية كالبيع أو الهبة أو الوصية أو الإرث ، فإنّ هذا التعدّد في الملكية لا يسري في مواجهة الشركة ولا يكون أمام هؤلاء المالكين سوى بيع هذه الأسهم واقتسام ناتج البيع فيما بينهم أو أن ينيبوا أحدهم كي يمثلهم أمام الشركة ، لأن هذه الأخيرة تكون معرفتها للسهم أكثر من المساهم<sup>2</sup>، وحتى يمكن لها السيطرة على عدد الأصوات – التي لا يتصوّر تجزئتها – وبالتالي الرقابة

<sup>1</sup> مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 194.

<sup>2</sup> مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، نفس المرجع، ص 196.

الفعلية على الشركة، ويكون هذا الممثل بمثابة الحائز الوحيد للسهم أمام الشركة، ويكون باقي الشركاء مسؤولين عن الإلتزامات الناتجة عن هذه الملكية.

أما المشرع الجزائري فقد أخذ صراحة بهذه الخاصية وذلك في أحكام القانون التجاري حيث نصّ على أنه " تعتبر القيم المنقولة تجاه المصدر سندات غير قابلة للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع وملكية الرقبة"<sup>1</sup>.

### ثالثا - قابلية الأسهم للتداول:

يجمع الفقه على أنّ قابلية الأسهم للتداول بالطرق التجارية هي من أهم الخصائص التي تتميز بها الأوراق المالية والأسهم بصفة خاصة، كما يرى أنّ سهولة تداول الأسهم يعتبر السبب في استمرار حياة شركات المساهمة لأجيال عديدة.

ويعدّ معيار التداول هو الأكثر قبولا للتمييز بين الأسهم من جهة وحصص الشركاء في شركات الأشخاص، وذلك لغياب الإعتبار الشخصي، ولذلك يعدّ مبدأ قابلية الأسهم للتداول متعلقا بالنظام العام، لا يجوز للشركة حرمان المساهم منه كلية<sup>2</sup>.

تختلف كيفية تداول الأسهم بحسب اختلاف شكلها، فإذا كانت الأسهم إسمية، فإنها تتداول عن طريق تسجيلها في سجلات الشركة، وإذا كانت الأسهم لحاملها، فتتداول عن طريق المناولة باليد، وإذا كانت إذنيه فتداولها يكون عن طريق التظهير<sup>3</sup>.

### رابعا - اكتساب المساهم صفة الشريك:

يسمى صاحب السهم مساهما ويعتبر شريكا في الشركة، وعليه فيتمتع بحق الإشتراك في الإدارة وحضور اجتماعات الجمعية العامة في التصويت فيها، كما يملك حق الحصول على الأرباح وتحملّ خسائر الشركة.

بعد الدراسة الموجزة لتعريف الأسهم قانونا وفقها، وكذلك بعد التعرّض لأهم وأبرز

خصائص السهم، نتساءل عن أنواع هذه الأسهم ؟

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 32 من القانون التجاري بعد تعديله بالمرسوم التشريعي رقم 93-08، المؤرخ في 25 أفريل 1993.

<sup>2</sup> سميحة القليوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 261.

<sup>3</sup> VIDAL Dominique, Droit des sociétés, LGDJ, Paris, 1993, p. 386.

## الفرع الثالث

### أنواع الأسهم

توجد أقسام مختلفة للأسهم، تتحدّد تبعاً للزاوية التي ينظر من خلالها إليها، سواء من حيث شكلها، إهلاكها، الحصة التي يقدمها المساهم، أو من حيث الحقوق التي تقرّها لصاحبها.

أولاً- من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم:

تنقسم القيم المنقولة وفقاً لهذا المنظور إلى أسهم نقدية وأسهم عينية.

#### 1- الأسهم النقدية *Les actions en numéraire*

هي الأسهم التي تستوفي الشركة قيمتها نقداً، بمعنى أعطيت للمساهمين في مقابل مبلغ معين من النقود تحصل عليه الشركة.

وقد عرّف المشرع الفرنسي الأسهم النقدية وفقاً للمادة 7/228 من القانون التجاري<sup>1</sup>.  
أمّا المشرع الجزائري فقد نصّ على الأسهم النقدية وذلك طبقاً لأحكام القانون التجاري، واتخذ المشرع الجزائري في ذلك أسلوب تحديد وذكر الأسهم النقدية على سبيل الحصر حيث عبّر عن ذلك في القانون التجاري كما يلي:  
تعتبر أسهماً نقدية:

---

<sup>1</sup> عرّف المشرع الفرنسي الأسهم النقدية وفقاً للمادة 7/228 من القانون التجاري كما يلي:

« *Les actions de numéraire sont celles dont le montant est libéré en espèces ou par compensation, celles qui sont émises par suite d'une incorporation au capital de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, et celles dont le montant résulte pour partie d'une incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, et pour partie d'une libération en espèces. Ces dernières doivent être intégralement libérées lors de la souscription. Sous réserve des règles spécifiques applicables aux actions résultant d'une fusion ou d'une scission, toutes les autres actions sont des actions d'apport* »

1. الأسهم التي تمّ وفاؤها نقداً أو عن طريق المقاصة.  
2. الأسهم التي تصدر بعد ضمها إلى رأس المال الاحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار.

3. الأسهم التي يتكون مبلغها في جزء منه نتيجة ضمّه في الاحتياطات أو الفوائد أو علاوات الإصدار وفي جزء منه عن طريق الوفاء نقداً. ويجب أن يتم وفاء هذه الأخيرة بتمامها عند الإكتتاب.

أمّا جميع الأسهم الأخرى فتعدّ من الأسهم العينية<sup>1</sup>.

## 2- الأسهم العينية: Les actions d'apport

تتمثل الأسهم العينية في تلك الأسهم التي تستوفي الشركة قيمتها عينا، وذلك من خلال قيام الشريك بتقديم حصة عينية سواء على شكل منقول أو عقار، ويشترط أن يتم الوفاء بكامل قيمتها<sup>2</sup>.

تختلف إذن الأسهم النقدية عن العينية في طبيعة الحصة، إذ تأخذ الأولى شكلا نقديا، في حين تأخذ الثانية شكلا عينيا.

نلاحظ غياب تعريف قانوني لهذا النوع من الأسهم – بمعنى الأسهم العينية – حيث اكتفت بعض التشريعات، منها التشريع الفرنسي والجزائري، بتقديم تعريف للأسهم النقدية، أمّا ما يخرج عن إطار ودائرة هذا التعريف، فهي بمثابة أسهم عينية.

### ثانيا - من حيث شكلها:

تنقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى أسهم إسمية، أسهم لحاملها، أسهم إذنية أو لأمر.

## 1- الأسهم الإسمية: Les actions nominatives

هي الأسهم التي يدوّن فيها اسم المالك على ذات الصك والتي تثبت ملكيتها بالقيّد في سجل الشركة مصدرة الأسهم، ولا يعتدّ بنقل ملكية الأسهم في مواجهة الشركة أو الغير إلّا من تاريخ القيد في هذا السجل، فضلا عن قيد تداولها في البورصة متى كانت هذه الأسهم مقبّدة فيها.

<sup>1</sup> المادة 715 مكرّر 41 من المرسوم التشريعي رقم 93-08، المؤرخ في 25 أفريل 1993، مرجع سابق.  
<sup>2</sup> الحمراني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 265.

تتميّز هذه الأسهم الإسمية بعدة مزايا، منها قدرة الشركة على معرفة مساهميتها والاتصال بهم، الأمر الذي جعل تشريعات عدّة دول تفرض هذا الشكل على شركاتها.

## 2- الأسهم لحاملها : Les actions au porteur

هي تلك الأسهم التي لا يذكر فيها إسم المالك، ويذكر أنّ ملكيتها لحاملها، يتم تداول هذه الأسهم بالتسليم المادي، أي المناولة باليد.

تعدّ الأسهم لحاملها من المنقولات المادية التي تسري عليها قاعدة الحيازة في المنقول سند الملكية<sup>1</sup>.

تتميّز الأسهم لحاملها بسهولة تداولها، إلّا أنّه يؤخذ عليها خطورتها سواء بالنسبة للحكومة في مجال التهريب الضريبي، وضعف وصعوبة الرقابة على تداولها، وسواء للمستثمرين، وذلك في حالة الفقد أو التلف أو السرقة أو التصرف فيها، ممّا يصعب معها إثبات ملكيتها، إلّا أنّه من الناحية العملية يصحب المالك مع السهم لحامله الفاتورة الدالة على الشراء.

وترحب الكثير من الشركات الأوروبية بالأسهم لحاملها من بينها فرنسا.

### أ- التشريع الفرنسي:

سمح المشرع الفرنسي بإصدار أسهم لحاملها، ولكن في الوقت نفسه، كفل حماية المالك، فوضع له ضمانات ترغّب المتعاملين للإستثمار فيها، حيث ألزم المشرع الفرنسي في حالة فقد أو سرقة الأسهم لحاملها إتخاذ إجراء يطلق عليه " معارضة" وهو عبارة عن إجراء رسمي يتخذه فاقد الأسهم ، يخبر فيه الشركة مصدرة السهم بالواقعة، ويأمرها في المعارضة بالإمتناع عن إعطاء أي شخص قيمة السهم، أو ما يتصل به من حقوق كالأرباح، وتنشر هذه المعارضة في الصحيفة الرسمية الخاصة بالمعارضات.

### ب- التشريع المصري:

أجاز المشرع المصري للشركة المصدرة إصدار أسهم لحاملها، لكن مقابل قيود أو شروط<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> PILVERDIER Juliette , HAMET Joanne, Le marché financier français, op.cit , p.72.

<sup>2</sup> المشرع المصري في المادة الأولى من القانون رقم 95 لسنة 1992 الخاص بسوق رأس المال، أجاز للشركات إصدار الأسهم لحاملها بشرط أن لا تتعدى 25% من حجم الإصدارات .

يعتبر " محسن الخضيرى " أنّ السهم لحامله بمثابة منفذ لعمليات غسل الأموال بالبورصة، وذلك من خلال الدخول غير المشروع، أكثر من ذلك فقد طالب الدكتور " عصام خليفة" إلغاء الأسهم لحاملها ، نظرا لاعتبارها نافذة لغسيل الأموال ولضعف التعامل عليها، و يرجع ذلك لعدم تفهم المستثمرين ما لهم وما عليهم بالنسبة لهذا النوع من الأسهم.

لكن من جانب آخر، يرى الدكتور " نبيل سدره " عكس ذلك، حيث يعتقد أنّ صور التخلف التشريعي إلزام المشرع في أن تصدر جميع الأوراق المالية إسمية، وما يترتب عليها من طول إجراءات التعامل ونقل ملكيتها.

أمام هذه الإتجاهات المتباينة والمتعارضة، تمّ اقتراح الجواز والسماح بإصدار أسهم لحاملها، لكن مع تشديد تنظيمها بقدر يوفر الرعاية والحماية لحامل السهم كما هو الوضع في التشريع الفرنسي، أو السماح للسماسرة بالتدخل في عملية تداول هذه الأوراق قصد تسهيل إثباتها عند الفقد أو التلف أو السرقة، وكذا تحمّل السمسار عبء سلامة الورقة المالية في حالة الشراء أو غير ذلك من المؤثرات على الصفقة كتزوير الصك أو سرقة... إلخ.<sup>1</sup>

### ج- موقف المشرع الجزائري:

كرّس المشرّع الجزائري ونصّ على الأسهم لحاملها، حيث سمح وأجاز لشركات المساهمة إصدار مثل هذه الأسهم، حيث ينص القانون التجاري في إحدى موادّه " تكتسي القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة، شكل سندات للحامل أو سندات إسمية"<sup>2</sup>. فرض المشرع الجزائري الشكل الإسمي في حالات خاصة سواء عن طريق أحكام قانونية أو أحكام القانون الأساسي<sup>3</sup>.

وضع المشرع الجزائري أحكاما بخصوص نقل الملكية الأسهم لحاملها، مختلفة عن تلك المتعلقة بالأسهم الإسمية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> الحمراڤي صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 253، 255.  
<sup>2</sup> الفقرة الأولى من المادة 715 مكرّر 34 من المرسوم التشريعي رقم 93-08، المؤرخ في 25 أفريل 1993، مرجع سابق.

<sup>3</sup> الفقرة الثانية من المادة 715 مكرّر 34 من القانون التجاري ، مرجع سابق.  
<sup>4</sup> تنص المادة 715 مكرّر 38 من القانون التجاري: " يحول السند للحامل عن طريق مجرد تسليم أو بواسطة قيد في الحسابات، ويحول السند الاسمي إزاء الغير وإزاء الشخص المعنوي المصدر عن طريق نقله في السجلات التي تمسكها الشركة لهذا الغرض، وتحدّد الشروط التي تمسك وفقها هذه السجلات عن طريق التنظيم".

وعلى ضوء الأحكام القانونية التي وضعها المشرع الجزائري نلاحظ أنّ النظام القانوني لكلّ من الأسهم الإسمية أو لحاملها مقتبسة ومستوحاة من التشريع الفرنسي، كما سلك المشرع نفس المسلك ، حيث سمح بتحويل الأسهم لحاملها إلى أسهم إسمية أو العكس وذلك ما نصّت عليه المادة 715 مكرّر 35 من القانون التجاري لتتنص " يجوز لكل مالك لسندات إصدار تتضمن سندات للحامل أن يطلب تحويلها إلى سندات إسمية أو العكس".

### 3 - الأسهم الإذنية:

هي الأسهم التي يرتبط بها إسم مالكةا المذكور على الصك بصيغة الأمر أو الإذن، ويتم تداولها عن طريق التظهير التي تتلاءم مع المعاملات التجارية المبسطة. ويكون التظهير على ذات الصك في الظهر بأن يذكر مالك الصك. تجدر بنا الإشارة في هذا الصدد إلى أنّه من الناحية العملية نادرا ما تلجأ الشركات إلى إصدار هذا النوع من الأسهم<sup>1</sup>.

### ثالثا - من حيث إهلاكها: Amortissement:

تنقسم الأسهم وفقا لهذه الزاوية إلى أسهم التمتع وأسهم رأس المال<sup>2</sup>.

**1-أسهم التمتع: Actions de jouissance:** هي تلك الأسهم التي يحصل مالكةا على قيمتها أثناء قيام الشركة أو المنشأة المصدرة لها، فهي خروجا عن الأصل العام، حيث لا ينتظر مالك الأسهم حلّ الشركة أو تصفيها لاسترداد حقوقه. يتم تعويض المبلغ الإسمي للأسهم إلى المساهم عن طريق الإهلاك، إمّا من الفوائد أو الإحتياطات<sup>3</sup>.

يتم الإهلاك بطريقتين، إمّا تدريجيا ، بأن تردّ كل سنة إلى المساهمين جزءا من القيمة الإسمية للسهم أو عن طريق القرعة.

نصّ المشرع الجزائري على أسهم التمتع وذلك في أحكام القانون التجاري ، حيث عرّفها كالآتي: " أسهم التمتع هي الأسهم التي تمّ تعويض مبلغها الإسمي إلى المساهم عن

<sup>1</sup> سميحة القليوبي، الشركات التجارية ، مرجع سابق، ص271.

<sup>2</sup> بعض المؤلفات تستعمل عبارة الإستهلاك والتي يقابلها باللغة الفرنسية consommation ، إلا أنّ الأصحّ هو الإهلاك amortissement وهو نفس الخطأ الوارد في التشريع الجزائري باللغة العربية.

<sup>3</sup> PILVERDIER Juliette et HAMET Joanne, Le marché financier français, op. cit. p. 85.

طريق الاستهلاك المخصوص، إمّا من الفوائد أو الاحتياطات، ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل"<sup>1</sup>.

وبالتمعّن في الأحكام القانونية، نلاحظ أنّ المشرّع الجزائري حظر إهلاك الأسهم عن طريق القرعة بصريح العبارة، وذلك في نصّ المادة 715 مكرّر 46 من القانون التجاري حيث جعل ذلك تحت طائلة البطلان.

من بين أهداف اللجوء إلى أسهم التمتع، تسهيل مهمّة تصفية الشركة مستقبلا، بينما يستبعد اللجوء إلى إهلاك رأس مال الشركة إذا كانت هذه الأخيرة بحاجة إلى مصادرها قصد تمويل الاستثمارات وإنّما العكس، فالقانون ترك للجمعية العامة غير العادية إمكانية إتخاذ القرار في حالة ضرورة الاستثمار، وذلك بتحويل الأسهم المهنكة إلى أسهم رأس المال<sup>2</sup>.

## 2- أسهم رأس المال Les actions de capital:

هي تلك الأسهم التي لا يتسلم صاحبها القيمة الإسمية لها أثناء حياة الشركة، بمعنى تحتفظ أسهم رأس المال بقيمتها الإسمية ونصيبها من التصفية إلى غاية حدوث هذه التصفية<sup>3</sup>.

### رابعا- من حيث الحقوق التي تقرها للمالك:

تنقسم الأسهم من حيث الأولوية في منح الحقوق ، إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة، وقد درجت أغلب التشريعات في السماح للشركات بإصدار النوع الأخير من الأسهم، ولكن وفقا لشروط تخضع لها الشركة.

**1- الأسهم العادية:** هي أوّل أنواع الأسهم التي تطرحها الشركة، وتعطي صاحبها حقوق المساهم العادية دون أن تكون له أي إمتيازات وأولويات إضافية ، سواء في الأرباح أو التصويت أو على الحقوق عند التصفية، ويحصل أصحاب الأسهم العادية حقوقهم في مرتبة تالية بعد أصحاب الأسهم الممتازة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 46 من المرسوم التشريعي رقم 93-08، المؤرخ في 25 أفريل 1993، مرجع سابق.

<sup>2</sup> SALAH Mohamed, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, 2001, pp. 22-23.

<sup>3</sup> PILVERDIER Juliette, HAMET Joanne, Le marché financier, op. cit. p. 85.

<sup>4</sup> الحمراي صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 256.

وعرّفها المشرّع الجزائري كما يلي: " الأسهم العادية هي الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأس مال شركة تجارية. وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في إنتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون.

وتمنح الأسهم العادية، علاوة على ذلك الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرّر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها ، وتتمتع جميع الأسهم العادية بنفس الحقوق والواجبات"<sup>1</sup>.

تمثل الأسهم العادية مصدرا دائما للتمويل بالنسبة للمنشأة المصدرة، إذ لا يحق للمساهمين إسترداد قيمة تلك الأسهم أثناء حياة الشركة.

كما أنّ المنشأة غير ملزمة قانونا بإجراء توزيعات حتى في السنوات التي تحقق فيها أرباحا.

#### الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم العادية:

ظهرت في السنوات الأخيرة وعلى وجه الخصوص في الدول المتقدمة، بجانب الأسهم العادية التقليدية، أنواع جديدة من الأسهم العادية منها:

#### أ - الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

هي أسهم تصدرها الشركات، حيث ترتبط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معيّن بالشركة، فعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع من الأسهم إلاّ أنّه خلق نوعا من التضارب بين مصالح المستثمرين.

فعلى سبيل المثال، أصدرت شركة جنرال موتورز الأمريكية أسهم أطلق عليها الفئة E، حيث ربطت الشركة التوزيعات التي تحصل عليها هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم نظم المعلومات الإلكترونية بالشركة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> المادة 715 مكرّر 42 من القانون التجاري.

<sup>2</sup> على الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع من الأسهم، إلاّ أنّه خلق نوعا من التضارب بين مصالح المستثمرين، أنظر: الحناوي محمد صالح وجمال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص35.

## ب - الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

تسمح تشريعات بعض الدول ومنها الولايات المتحدة الأمريكية، للمنشآت التي تبيع حصة أسهمها العادية إلى العاملين بها بخصم التوزيعات لهذه الأسهم من الإيراد قبل الفائدة والضريبة<sup>1</sup>.

## ج - الأسهم العادية المضمونة:

هي نوع من الأسهم العادية، التي تعطى لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حدّ معين خلال فترة محدودة، عقب إصدار السهم، وإذا لم يصل انخفاض قيمة السهم إلى الحد المنصوص عليه، أو تجاوز الانخفاض هذا الحدّ، ولكن بعد انتهاء الفترة المحددة، فلا يمكن للمستثمر الحق في مطالبة الشركة بأي تعويض<sup>2</sup>.

## 2- الأسهم الممتازة Les actions privilégiées

يطلق عليها أحيانا أسهم الأولوية أو الأفضلية les actions de priorité، وهي عبارة عن الأسهم التي تخوّل صاحبها بعض الإمتيازات في الحقوق المالية أو غير المالية، بالإضافة للحقوق المقررة للأسهم العادية كالأولوية على أرباح الشركة أو الفائض عند التصفية أو التصويت ويطلق عليها الأسهم ذات الأصوات المتعددة<sup>3</sup>.

على الرغم من أن الأصل هو أن الأسهم تمنح المساهمين حقوقا متساوية كما أنهم يخضعون لالتزامات واحدة تطبيقا لقاعدة المساواة بين المساهمين ، إلا أن القانون لم يجعل هذه القاعدة من النظام العام، حيث أجاز النص على ما يخالفها وذلك باقرار إمتيازات لبعض الأسهم.

وفي تبرير هذا الوضع يقال أن إصدار مثل هذه الأنواع من الأسهم – الممتازة – لا يؤدي في

<sup>1</sup> حنفي عبد الغفار ورسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص12.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999، ص12.

<sup>3</sup> صدر هذا النوع من الأسهم ذو الأصوات المتعددة لأول مرة في ألمانيا بعد الحرب العالمية الأولى عندما دخل الأمريكيون السوق الألمانية لشراء أسهم الشركات بعد أن أثرت الحرب في أسعارها، فاستغل الأمريكيون هذا الموقف وقاموا بشراء أسهم الشركات بأسعار زهيدة. فتنبه الألمان من خطر سيطرة الأجانب على شركاتها ، فأصدرت أسهما ممتازة لمواطنيها تعطيهم الحق في عدد أكثر من الأصوات حتى تكون لهم الأغلبية في إدارة دقة الشركة، وبعد ذلك انتقل هذا النوع من الأسهم إلى فرنسا، أنظر الحمراي صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 257.

حقيقته إلى الإخلال بقاعدة المساواة بين الشركاء، طالما كان التفاوت بينهم يرجع إلى أنواع الأسهم وليس الشركاء في السهم الواحد، ولكل مكتب الحق في أن يختار ما يشاء ويرغب من الأسهم .

بعد ظهور هذا النوع من الأسهم في الدول التي تعرف تقدما في حركة رؤوس الأموال، كالولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا، فرنسا... إلخ ، إنتقل وانتشر في الدول العربية، كمصر مثلا ، حيث أجاز المشرع المصري في قانون الشركات رقم 159 لسنة 1981 إصدار أسهم ممتازة وذلك في المادة 2/35<sup>1</sup>، أين قيد المشرع إصدار هذا النوع من الأسهم بوضع شروط معينة.

أما المشرع الجزائري، فقد نص على مضمون الأسهم الممتازة ، لكن باستعمال مصطلحات لا تتطابق مع معناها ومدلولها.

فمن جهة نجد أن المشرع الجزائري يشير إلى وجود امتيازات معينة، لكن من جهة أخرى نجده يستعمل عبارة الأسهم العادية الإسمية، ويتجلى ذلك في المادة 715 مكرر 44 من القانون التجاري<sup>2</sup>. أمام هذه التناقضات ، نقترح إعادة صياغة المادة وذلك بوضع عبارة الأسهم الممتازة بغض النظر عن كونها اسمية أو لحاملها بدلا من مصطلح "الأسهم العادية"، فمجرد إرتباط الأسهم بامتياز معين، أمر يؤدي إلى استبعاد استعمال عبارة الأسهم العادية، وقصد تمييزها عن "الأسهم العادية الإسمية"، نستعمل عبارة " الأسهم الإسمية الممتازة"<sup>3</sup>.

إن هذا النوع من الأسهم ، بمعنى الأسهم الممتازة، تعرضت إلى إنتقادات على أساس أنها تؤدي إلى المساس بمبدأ المساواة بين المساهمين ، وعلى وجه الخصوص المساس بحق الأولوية أو الأفضلية في الإكتتاب، إلا أن هذه القاعدة تجد تبريرها في ضرورة الحفاظ على حقوق المساهمين القدامى<sup>4</sup> ، كما أن الإعتبرات العملية قد دفعت بغالبية المشرعين إلى

<sup>1</sup> تقضي المادة 2/53 بأنه: «...ويجوز أن ينص النظام على تقرير بعض الإمتيازات لبعض أنواع الأسهم وذلك في التصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية، على أن تتساوى الأسهم من نفس النوع في الحقوق أو المميزات أو القيود .»  
<sup>2</sup> تنص المادة 715 مكرر 44 من القانون التجاري « 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 اكتساب لأسهم أو سندات استحقاق جديدة».

<sup>3</sup> SALAH Mohamed, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, op. cit. p. 23.

<sup>4</sup> Ibid.

تخطي هذه العقبة وإباحة إصدار أسهم ممتازة ، باعتبار أن مبدأ المساواة بين المساهمين ليس من النظام العام في الشركة ومن ثم فإن بإمكان الشركة الخروج عليها بنص في نظامها<sup>1</sup> .  
و ضمنا لهذه الإمتيازات، فيتمتع المساهمين بحق الأفضلية في الاكتتاب في الأسهم النقدية الصادرة لتحقيق زيادة رأس المال، ويعتبر كل شرط مخالف لذلك كأن لم يكن<sup>2</sup>.  
أكثر من ذلك فتلقى هذا الحق حماية و ضمانة من الجانب الجزائي<sup>3</sup>.  
من بين الإنتقادات الموجهة كذلك للأسهم الممتازة، هو إعتبار تمتع بعض المساهمين بحق تصويت يفوق عدد الأسهم التي بحوزتهم ، بمثابة مساس بمبدأ التناسب (principe de proportionnalité) ، حسب مبدأ أو قاعدة" لكل سهم صوت"، والذي إعتبره المشرع الجزائري من النظام العام<sup>4</sup>، لذا كان على المشرع تقييد أحكام المادة 715 مكرر 44 في فقرتها الثانية، وذلك بوضع مجموعة من الشروط، حتى تخضع الأسهم المتوفرة للشروط القانونية إلى نفس المعاملة وتحقيق المساواة بين المساهمين.

## المطلب الثاني

### السندات Les obligations

رغم كون السندات لا تدخل ضمن رأسمال الشركة على خلاف الأسهم، إلا أن الشركة قد تحتاج للمال قصد تمويل بعض مشروعاتها أو لاستخداماتها في مجالات أخرى، فلا تكون أمامها سوى خيارين - في حال لم تكن الأرباح المحتجزة كافية لأداء الغرض - إما اللجوء لزيادة رأس المال وما يستتبع ذلك من إجراءات مطولة، وإما أن تلجأ للإقتراض من خلال البنوك والمصارف التجارية، وهو أمر قد يكون متعذرا، كأن يكون إحتياج الشركة لقروض ضخمة يتعذر تمويلها مصرفيا، أو يكون مرهقا عندما تكون تكلفة التمويل زائدة، لذلك أوجدت التشريعات المختلفة وسيلة قانونية أخرى كمصدر تمويل إضافي وهو طرح السندات للاكتتاب العام.

<sup>1</sup> أكرم عبد القادر ياملكي ، " إختلاف حقوق المساهم باختلاف أنواع الأسهم - بحث مقارن- " ، مجلة الحقوق ، جامعة الكويت ، العدد الأول ، مارس 2006 ، ص 257.

<sup>2</sup> المادة 694 من الأمر رقم 59-75 ، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 ، يتضمن القانون التجاري ، معدل ومتمم .

<sup>3</sup> المادة 823 من الأمر رقم 59-75 ، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 ، يتضمن القانون التجاري ، معدل ومتمم .

<sup>4</sup> المادة 684 من الأمر رقم 59-75 ، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 ، يتضمن القانون التجاري ، معدل ومتمم .

## الفرع الأول

### تعريف السند

قدمت للسند كورقة مالية عدة تعاريف نذكر منها :

" السند هو عبارة عن صك قابل للتداول تصدره الشركات والمؤسسات ذات الشخصية الاعتبارية عن طريق الدعوة للاكتتاب العام، ومضمونه قرض طويل الأجل يعطي مالكة حق استيفاء عوائد سنوية، بالإضافة لحق إسترداد قيمته عند حلول الأجل"<sup>1</sup>.

وتعريف آخر: " السندات هي الصكوك التي تثبت دين الشركة أمام المقترض".

"صكوك قابلة للتداول ويثبت حق حاملها فيما قدمه من أموال على سبيل القرض للشركة".

تعريف السندات في الفقه الفرنسي يتشابه مع نظيره المصري ، فهي عبارة عن دين أو قيم منقولة ذات دخل ثابت، فقد عرفها برت ران ب: "les valeurs à revenu fixe"، وبالنسبة للفقه الأنجلو أمريكي فهي وعد من المدين لدفع مبلغ معين في تاريخ الاستحقاق مع دفع فائدة محددة<sup>2</sup>.

أما من الناحية التشريعية والقانونية، فنجد أن معظم تشريعات الدول كرسست ووضعت أحكاما قانونية خاصة بالسندات بدءا بتقديم تعريف لها.

#### أولا-التشريع المصري:

عرف المشرع المصري السندات على أنه: " تصدر سندات أو صكوك التمويل في شكل شهادات إسمية أو لحاملها قابلة للتداول، وتحول الصكوك أو السندات من ذات الإصدار حقوقا متساوية لحاملها في مواجهة الشركة"<sup>3</sup>.

#### ثانيا- التشريع الفرنسي:

يخضع نظام السندات إلى المادة 228-38 وما يليها من القانون التجاري الفرنسي، حيث عرف السندات كما يلي:

<sup>1</sup> سميحة القليوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 317.

<sup>2</sup> نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2003، ص 191، 192.

<sup>3</sup> المادة 1/37 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

« *Les obligations sont des titres négociables qui, pour une émission donnée, confèrent les droits de créance identiques pour une même valeur nominale* »<sup>1</sup>.

ثالثا- التشريع الجزائري:

بعدما كان المشرع الجزائري يمنع إصدار السندات في ظل القانون التجاري، أي الأمر رقم 259-75، أصبح بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 08-93 يسمح بإصدار هذه السندات من طرف شركات المساهمة<sup>3</sup>.

كرس إذن المشرع الجزائري سندات الإستحقاق وعرفها كما يلي :

" سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الإسمية"<sup>4</sup>.

من خلال هذا التعريف، يظهر لنا أن المشرع الجزائري استوحى واقتبس نفس

التعريف الفرنسي، وكذا شروط وأحكام إصدار هذه السندات، إذ لا يسمح بإصدار سندات الاستحقاق إلا لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي أعدت موازننتين صادق عليهما المساهمون بصفة منتظمة، والتي يكون رأسمالها مسددا بكامله<sup>5</sup>.

نشير في هذه المسألة إلى أن المشرع الجزائري أورد أحكاما خاصة أو استثناءات لتطبيق الشروط السالفة الذكر في موضوع إصدار سندات الاستحقاق<sup>6</sup>.

ضف إلى ذلك، فإن المشرع الجزائري حصر واقتصر مهمة إصدار السندات على شركات المساهمة فقط، خلافا للمشرع الفرنسي الذي وسع من دائرة الأشخاص المصدرة<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> MERVILLE Anne-Dominique, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 23.

<sup>2</sup> المادة 699 من الأمر 59-75، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون التجاري، جريدة رسمية عدد 101، صادرة في 19 ديسمبر 1995.

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 82 من القانون التجاري.

<sup>4</sup> المادة 715 مكرر 81 من القانون التجاري.

<sup>5</sup> الفقرة الأولى من المادة 715 مكرر 82 من القانون التجاري.

<sup>6</sup> " لا تطبق هذه الشروط على إصدار سندات الاستحقاق التي تستفيد إما ضمانا من الدولة أو من أشخاص معنويين في القانون العام أو ضمانا من شركات تستوفي الشروط السابقة، ولا تطبق هذه الشروط كذلك على إصدار سندات الاستحقاق المرهونة بموجب سندات دين على ذمة الدولة أو على ذمة الأشخاص المعنويين الخاضعين للقانون العام"، أنظر الفقرة الثانية والثالثة من المادة 715 مكرر 82 من القانون التجاري.

<sup>7</sup> Les obligations peuvent être émises non seulement par des sociétés par actions, mais aussi par des groupements d'intérêt économique (GIE), des personnes morales de droit public, les

على ضوء التعاريف السالفة الذكر، تبرز لنا أهم خصائص السندات.

## الفرع الثاني

### خصائص السندات

تنتم السندات بعدة خصائص، نذكر أهمها فيما يلي:

- تساوي القيمة الاسمية للسندات وذلك في الإصدار الواحد من حيث الحقوق والالتزامات وذلك لا اعتبارها بمثابة القرض الجماعي المعروف للجمهور من خلال الإكتتاب العام<sup>1</sup>.
- يمثل السند ديناً على الشركة، وبالتالي إذا ما لحق الشركة إفلاس، فإن ذلك يؤدي إلى اشتراك حامل السند مع باقي دائني الشركة في المطالبة بما لهم لدى الشركة.
- بما أن مالك السند غير شريك فإنه يحصل على عائد ثابت غير مرتبط بنجاح الشركة – كقاعدة – ما لم يكن السند بعائد متغير، بحيث يحصل حامل السند على عائد ثابت بالإضافة إلى الأرباح.
- يعتبر السند من قبيل الأوراق المالية القابلة للتداول بالطرق التجارية، وغير قابل للتجزئة.
- يتقدم مالك السند عند تصفية الشركة على مالك الأسهم سواء العادية أو الممتازة، ولا يحق لحامل السند حضور إجتماعات الجمعية العامة العادية أو غير العادية للشركة، وذلك لأنه لا يملك الحق في التصويت<sup>2</sup>.

## الفرع الثالث

### أنواع السندات

تعتبر السندات نوع من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، وتمثل إحدى وسائل التمويل الهامة للحكومة والهيئات الحكومية وشركات القطاع الخاص، وذلك نظراً لاعتبار التمويل من خلال السندات يزيد من درجة مرونة إدارة الدين وذو تكلفة منخفضة مقارنة

---

associations. Voir PILVERDIER Juliette, Le marché boursier, des agents de change à Nyse – Euronext, 3<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris, 2008, pp. 42-43.

<sup>1</sup> لم تحدد بعض التشريعات القيمة الاسمية للسند الذي يجب أن لا يقل أو يزيد سعره عند الإصدار، حيث نجد المشرع المصري مثلاً اكتفى بالإحالة إلى الأحكام الخاصة بالأسهم، وبالتالي، فلا يجب أن تقل القيمة الاسمية للسند عن خمسة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه.

المشرع الفرنسي هو الآخر حدد القيمة الاسمية للسند ب 100 فرنك فرنسي أو ضعف ذلك، حسب أحكام المادة 245-9 من القانون التجاري الفرنسي .

أما المشرع الجزائري، فقد خالف كل من المشرع المصري والفرنسي، حيث لم يشر إلى القيمة الاسمية الدنيا للسند.

<sup>2</sup> الحمراني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 269.

بالإقتراض المصرفي، وعلى هذا الأساس فقد زادت أنواع السندات المطروحة على الساحة الدولية، فلم يعد الإصدار مقصوراً على السندات التقليدية ذات العائد الثابت، بل إستحدثت الأوساط المالية والقانونية أنواعاً مختلفة من هذه السندات، وذلك بهدف جذب أكبر قاعدة للتعامل في هذا النوع من الصكوك المالية من خلال المزايا المختلفة لكل نوع. وعليه وجدت عدة تقسيمات للسندات نذكر منها:

**أولاً- من حيث الضمان:** تنقسم السندات وفقاً لهذا المنظور إلى:

### **1- السندات المضمونة:**

هي تلك السندات التي تصدر بضمان شخصي كالكفالة المصرفية أو عيني كالرهن العقاري. تلجأ الشركة لإصدار هذا النوع من السندات إذا ما خشيت ضعف إقبال المدخرين على الإكتتاب في السندات المطروحة من قبلها، ولحملة السندات المضمونة الحق في الأولوية والتتبع على المال المرهون، ومن أمثلة هذه السندات ، السندات الحكومية<sup>1</sup>.

### **2- السندات غير المضمونة:**

هي تلك السندات غير المقترنة بضمانات شخصية كانت أم عينية، فيعتمد حامل السند في تسديد قيمة هذا الأخير عند حلول الآجال على إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي ، بمعنى قدرتها على مواجهة إلتزاماتها تجاه دائنيها<sup>2</sup>.

**ثانياً - من حيث الفوائد:** تنقسم إلى سندات ذات عائد ثابت وسندات ذات عائد متغير.

### **1- السندات ذات العائد الثابت: Les obligations à taux fixe:**

هي تلك السندات التي تكون فوائدها السنوية ثابتة ومحددة عند الإصدار، ويكون حاملها على علم بقيمة الفائدة التي يستوفيهما عند الاستحقاق.

### **2- السندات ذات العائد المتغير: Les obligations à taux variable:**

هي خلاف الأولى، حيث تكون فوائدها متغيرة، غير ثابتة، ويكون هذا التغيير مقترناً بأساسات حسابية.

**ثالثاً- من حيث القيمة التي تصدر بها السندات:** هي ثلاث أنواع:

<sup>1</sup> حسني علي خديوش وعبد المعطي رضا رشيد، الأسواق المالية – مفاهيم وتطبيقات – دار زهران للنشر والتوزيع، دون مكان النشر، 1997، ص 87.

<sup>2</sup> عطون مروان، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلات في عالم النقد والمال، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 69.

**1- سندات تباع بالقيمة الاسمية التي تصدر بها:** حيث يتواجد هذا النوع من السندات في الحالات العادية أين تصدر السندات وتباع بنفس القيمة<sup>1</sup>.

**2- سندات تباع بقيمة جارية أعلى من الاسمية:** ينتشر هذا النوع من السندات عند ظروف معينة، مثلا عندما يكون الطلب كبير على السندات، فقد يجري بيعها بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية لسبب أو لآخر.

**3- سندات تباع بقيمة جارية أقل من القيمة الاسمية:** في حالة إنخفاض الطلب على السندات، وبهدف تشجيع الأفراد على اقتنائها، فقد يجري بيعها بقيمة أقل من قيمتها الاسمية.

**رابعا - من حيث الجهة المصدرة للسند:** تنقسم السندات طبقا لهذا المنظور إلى:

**1- السندات الصادرة عن الدولة أو الهيئات العامة:** هي سندات تصدرها الدولة لمواجهة العجز في ميزانيتها أو بهدف مواجهة التضخم، وتتميز هذه السندات بأنها قليلة المخاطر، والسبب في ذلك أنها مضمونة من الحكومة، كما أنها تتمتع بدرجة عالية من السيولة، حيث يمكن لحاملها تحويلها من خلال البورصة<sup>2</sup>.

**2-السندات الصادرة عن الشركات:** هي صكوك الديون التي تطرح في السوق المالية من طرف شركات تابعة للقطاع الخاص أو العام، كمصدر تمويلي طويل الأجل، ويتوقف إتخاذ المستثمر لقراره الإستثماري على طبيعة السندات المصدرة من حيث آجال استحقاقها وسيولتها والعائد عليها ودرجة المخاطر المرتبطة بها<sup>3</sup>.

وتلجأ الشركات إلى إصدار السندات بدلا من الأسهم للحفاظ على مساهميتها وعدم إدخال مساهمين جدد والحفاظ كذلك على أسلوب وطريقة إدارتها.

تجدر بنا الإشارة إلى أن ذكرنا لتقسيمات السندات كان على سبيل المثال، بحجة وجود أنواع أخرى من السندات<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> عطون مروان، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلات في عالم النقد والمال، مرجع سابق، ص 70.  
<sup>2</sup> محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، آلية عملها، الرقابة عليها، الربط بين البورصات، دون ذكر دار النشر و لا مكان النشر و لا سنة النشر، ص 82.  
<sup>3</sup> محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية ، نفس المرجع، ص 84.  
<sup>4</sup> كوجود مثلا السندات القابلة للتحويل التي تمنح لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى الأسهم.

## المبحث الثالث

### الأوراق المالية الحديثة

بعد ظهور العمل بالأوراق المالية التقليدية أو الكلاسيكية، تم استحداث أوراق مالية أخرى بجانبها، وذلك نتيجة التطور السريع الذي تعرفه المعاملات المالية الجارية عبر أسواق الأوراق المالية .

تختلف الأوراق المالية الحديثة والمسماة كذلك بالأوراق المالية المركبة باختلاف التشريعات .

حسب تقسيم المشرع الجزائري، فالقيم المنقولة المركبة نوعين، سندات قابلة للتحويل من جهة والتي بدورها تتضمن نوعين هامين يتمثلان في سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وسندات الإستحقاق ذات قسيمات إكتتاب بالأسهم ، ومن جهة أخرى نجد السندات المجزأة والتي تتضمن كل من شهادات الاستثمار وسندات المساهمة.

### المطلب الأول

#### السندات القابلة للتحويل Les titres transformables

إن هذا النوع من السندات، سواء سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات الاستحقاق ذات قسيمات إكتتاب بالأسهم، تمنح مزايا لحاملها بإمكانية تحويلها إلى أسهم، وبالتالي، فبدلاً من إنتظار الحصول على القيمة الإسمية للسند وقت الاستحقاق، فلحامل السند الحق في تغيير مركزه ليصبح مساهماً متى كانت نتائج الشركة تبين تطوراً ملحوظاً في نشاطها.

مع الإشارة إلى أنه خلافاً لسندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، فإن سندات الإستحقاق ذات قسيمات إكتتاب بالأسهم لا تترك للمكاتب مجالاً للإختيار بين صفته كحامل سند أو مساهم<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> SALAH Mohamed, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, op. cit. p. 110.

## الفرع الأول

### سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

#### Les obligations convertibles en actions

لقد سمح المشرع الجزائري لشركات المساهمة بعد إستيفاء الشروط الواجب توافرها لإصدار سندات الاستحقاق<sup>1</sup>، إمكانية إصدار سندات إستحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم.

خول المشرع هذه الصلاحية للجمعية العامة غير العادية، بناء على تقرير من مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين، وعلى تقرير خاص لمندوب الحسابات يتعلق بأسس تحويل إصدار سندات استحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم<sup>2</sup>.

يؤدي ترخيص الجمعية العامة لفائدة أصحاب سندات الإستحقاق إلى التنازل الصريح للمساهمين عن حقهم التفضيلي في الإكتتاب في الأسهم التي تصدر بموجب تحويل سندات الاستحقاق، ولا يجوز التحويل إلا بناء على رغبة الحاملين فقط حسب شروط وأسس التحويل المحددة في عقد إصدار سندات الإستحقاق، ويبين هذا العقد بأن التحويل سيتم إما في فترة أو فترات إختيارية محددة وإما في أي وقت كان<sup>3</sup>.

لا يجوز أن يكون سعر إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل أقل من القيمة الإسمية للأسهم التي تؤول إلى أصحاب سندات الاستحقاق في حالة إختيار التحويل<sup>4</sup>.

يحظر على الشركات إستهلاك رأسمالها أو تخفيضه عن طريق التسديد، كما يحظر عليها تغيير توزيع الأرباح ابتداء من تاريخ تصويت الجمعية العامة التي ترخص الإصدار وما دامت سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم متوفرة، وذلك تحت طائلة أحكام المادة 827 من القانون التجاري، ويبرر ذلك حماية أصحاب السندات، وفي حالة تخفيض رأس المال بسبب الخسائر أو التقليل إما في المبلغ الإسمي للأسهم، وإما في عددها، تخفض تبعا لذلك حقوق أصحاب سندات الإستحقاق الذين يختارون تحويل سنداتهم<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> المادة 715، مكرر 82 من القانون التجاري .

<sup>2</sup> المادة 715 مكرر 116 من القانون التجاري .

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 118 من القانون التجاري .

<sup>4</sup> المادة 715 مكرر 119 من القانون التجاري .

<sup>5</sup> المادة 715 مكرر 120 من القانون التجاري .

## الفرع الثاني

### سندات الإستحقاق ذات قسيماات إكتتاب بالأسهم

لقد أجاز المشرع لشركات المساهمة إصدار سندات إستحقاق ذات قسيماات إكتتاب بالأسهم ، هذه السندات تخول لأصحابها حق إكتتاب أسهم للشركة المصدرة وفقا لشروط وآجال محددة في عقد الإصدار<sup>1</sup>. هذا النوع من السندات ذات أصل أنجلو أمريكي<sup>2</sup>.

تختلف سندات الإستحقاق ذات قسيماات إكتتاب بالأسهم عن سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم في ميزة أساسية تتمثل في عدم إلزام أصحاب السندات الأولى عن الإختيار بين صفتهم كأصحاب سندات وصفتهم المستقبلية وهي المساهمين، بحجة أن قسيماات الإكتتاب منفصلة عن السندات، وقابلة للتداول ، مستقلة عن سندات الإستحقاق ، إلا إذا نص عقد الإصدار على خلاف ذلك<sup>3</sup>.

يمكن لكل شركة مساهمة سواء كانت مسعرة، أم لا إصدار سندات إستحقاق ذات قسيماات إكتتاب بالأسهم، هذا الصنف من السندات يسمح للشركة بتحقيق نوعين من عمليات التمويل، القرض السندي، والزيادة من رأسمالها. تعتبر إذن سندات الإستحقاق ذات قسيماات إكتتاب بالأسهم سندات هامة بالنسبة للمدخر، حيث يسمح له بمرافقة إكتتابه للسندات الحق في إكتتاب أسهم<sup>4</sup>.

تتميز النصوص القانونية المنظمة لسندات الإستحقاق ذات قسيماات إكتتاب بالأسهم بعدة نقائص وفراغات، الأمر الذي قد يؤدي إلى إبعاد المكتتبين في مثل هذا الصنف من السندات.

تظهر البعض من هذه النقائص في عدم وضع أحكام خاصة لهذا النوع من السندات، حيث في بعض الحالات يكتفي المشرع بمجرد الإحالة إلى تطبيق الأحكام القانونية المطبقة

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر من القانون التجاري .

<sup>2</sup> المادة 715 مكرر 127 من القانون التجاري .

<sup>3</sup> RIPERT Georges et ROBLOT René, Traité de droit commercial, Tome 1, commerçant, actes de commerce, fonds de commerce, sociétés commerciales, 16 ème édition, LGDJ, Paris, 1996, p. 1073.

<sup>4</sup> المادة 175 مكرر 130 من القانون التجاري .

على القيم المنقولة الأخرى<sup>1</sup>، وكذا الإكتفاء بنفس الشروط الواجب توافرها لإصدار سندات الإستحقاق.

ومثل هذه الطريقة لا تحقق الحماية الكافية للمدخرين وكذا للشركة المصدرة، على أساس أن إصدار سندات الإستحقاق ذات قسيمة الإكتتاب إلى أسهم يؤدي إلى الزيادة في رأسمال الشركة على خلاف سندات الإستحقاق العادية ، ضف إلى ذلك فإن المشرع الجزائري لم يحدد صراحة الجهة المختصة بالترخيص لإصدار سندات الإستحقاق ذات قسيمة إكتتاب بالأسهم، خلافا لسندات الاستحقاق العادية، أين خول الجمعية العامة العادية ذلك الإختصاص، وعليه، وباعتبار أن سندات الاستحقاق ذات قسيمة الإكتتاب بالأسهم تدخل تعديلات على الشركة وذلك عن طريق الزيادة في رأسمالها، يمكننا القول بأن الجمعية العامة غير العادية هي المختصة بذلك ، قياسا على الأحكام المطبقة على سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم<sup>2</sup>.

كذلك كان على المشرع الجزائري تنظيم الحق التفضيلي في الإكتتاب وكذا الحق في التنازل عن هذا الحق التفضيلي في الإكتتاب، كما فعل في حالة إكتتاب أسهم جديدة<sup>3</sup>، وكذا عند تنظيمه لسندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم<sup>4</sup>، حيث سمح للجمعية العامة غير العادية التي تقرر زيادة رأس المال أن تلغي حق التفاضل في الإكتتاب.

إضافة إلى ذلك، فإن المشرع الجزائري أغفل عن تحديد المدة الأقصى لتحقيق إصدار سندات استحقاق ذات قسيمة إكتتاب إلى أسهم، خلافا للمشرع الفرنسي الذي حدد المدة بخمس سنوات على الأكثر ابتداء من تاريخ ترخيص الجمعية العامة غير العادية، وقد تتحدد بسنتين في حالة تنازل المساهمين عن حقهم التفضيلي في إكتتاب سندات الإستحقاق ذات قسيمة إكتتاب بالأسهم، وبالتالي، ترك المشرع الحرية للشركة المصدرة في اتخاذ قرار غلق الإكتتاب<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Guyon Yves, Droit des affaires, Tome 1, Droit général et sociétés, Economica, Paris, 1990, p. 756.

<sup>2</sup> SALAH Mohamed, Les valeurs mobilières émises par .... op. cit. p. 134.

<sup>3</sup> المادة 697 من الأمر رقم 59-75 ، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 ، يتضمن القانون التجاري، معدل ومتمم ، مرجع سابق .

<sup>4</sup> المادة 715 مكرر 118 الأمر رقم 59-75 ، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 .....نفس المرجع .

<sup>5</sup> SALAH Mohamed, Les valeurs mobilières émises par.... op. cit. p. 139.

إلى جانب هذه النقائص والفراغات التي يتضمنها القانون التجاري في أحكامه الخاصة بسندات الاستحقاق ذات قسيمات الإكتتاب إلى أسهم، توجد نقائص أخرى، حيث لم يضع المشرع الجزائري نصوصا خاصة واضحة في إجراءات الرفع من رأس مال الشركات المصدرة، ففي هذه الحالة لا تطبق إجراءات زيادة رأس مال شركات المساهمة بحصص إسمية الواردة في المادة 703 و 706 من القانون التجاري ، لأنه من الصعب إن لم نقل المستحيل إلزام الشركة بإعادة إجراءات الإشهار في كل زيادة لرأس مالها، كلما قرر صاحب التقسيمات ممارسة الحق في إكتتاب الأسهم<sup>1</sup>، وعليه، فلمجلس إدارة الشركة أو مجلس المديرين بها، حسب الحالة، إذا اقتضى الأمر في الشهر الذي يلي كل سنة مالية إثبات العدد والمبلغ الإسمي للأسهم، ويدخل التعديلات الضرورية على شروط القوانين الأساسية المتعلقة بمبلغ رأس مال الشركة وبعده الأسهم التي تشكله، كما يجوز له في أي وقت القيام بهذا الإثبات للسنة المالية الجارية، وإدخال التعديلات المناسبة على القانون الأساسي<sup>2</sup>.

لكن في نفس الوقت، ومقابل هذه الثغرات، تتواجد بعض الإيجابيات، إذ لم يغفل المشرع هذه المرة بوضع أحكام خاصة عند إمتصاص أو إندماج أو إنشاق الشركة المصدرة، إذ وضع المشرع حماية لأصحاب قسيمات الإكتتاب، خلافا للوضع في سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، وتتبلور هذه الحماية في السماح لأصحاب قسيمات الإكتتاب أن يكتتبوا أسهما من الشركة الممتصة، أو من الشركات الجديدة<sup>3</sup>.

يحدد عدد الأسهم التي من حقهم إكتتابها عن طريق تصحيح عدد أسهم الشركة المصدرة والتي كان لديهم حق الإكتتاب فيها بنسبة تبديل أسهم هذه الشركة الأخيرة مقابل أسهم الشركة الممتصة أو الشركة الجديدة<sup>4</sup> ، أما التنازل عن الحق التفضيلي في الإكتتاب، فنفصل فيه الجمعية العامة غير العادية للشركة الممتصة أو الشركة الجديدة، بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين، وبناء على قرار مندوب الحسابات<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> SALAH Mohamed, Les valeurs mobilières émises par..... op. cit. p. 145.

<sup>2</sup> المادة 715 مكرر 5/128 من القانون التجاري .

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 1/129 من القانون التجاري .

<sup>4</sup> المادة 715 مكرر 2/192 من القانون التجاري .

<sup>5</sup> المادة 715 مكرر 3/129 من القانون التجاري .

أخيرا تلغى قسيمة إكتتاب الأسهم التي إشترتها الشركة المصدرة وكذا القسيمة المستعملة في الإكتتاب<sup>1</sup>.

## المطلب الثاني

### السندات المجزأة Les titres démembrés

السندات المجزأة هي قيم منقولة لا تخول لأصحابها إلا البعض من سلطات المساهم. إن اللجوء إلى إصدار السندات المجزأة ، أمر مقترن بحاجات تمويل خاصة ، ولا يعتبر أصحاب السندات المجزأة بمثابة مساهمين ولا أصحاب سندات . تتضمن السندات المجزأة كل من شهادات الاستثمار وحصص التأسيس. شهادات الإستثمار بدورها ناتجة من تجزأة الأسهم إلى شهادات الحق في التصويت وشهادات الإستثمار، أما حصص التأسيس فلا تعد سندات دين فقط، وإنما تشارك كذلك في نتائج الشركة.

## الفرع الأول

### شهادات الإستثمار وشهادات الحق في التصويت

تعتبر كل من شهادات الإستثمار وشهادات الحق في التصويت منتوجات مالية، تصدر بمناسبة زيادة رأس مال الشركة أو تجزئة الأسهم الموجودة<sup>2</sup>، إلا أن الاختلاف الجوهري القائم بين النوعين يكمن في اعتبار شهادات الإستثمار تمثل الحقوق المالية، و هي قابلة للتداول، في حين تمثل شهادات الحق في التصويت حقوقا أخرى غير الحقوق المالية المرتبطة بالأسهم<sup>3</sup>، كما أنه لا يجوز تداولها إلا إذا كانت مرفقة بشهادة الإستثمار ، غير أنه يجوز التنازل عنها لحامل شهادة الاستثمار<sup>4</sup>. وعليه فتمثل شهادة الاستثمار " المالية " بينما شهادات الحق في التصويت " السلطة " .

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 132 من القانون التجاري .

<sup>2</sup> المادة 715 مكرر 61 من القانون التجاري .

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 62 و 63 من القانون التجاري .

<sup>4</sup> المادة 715 مكرر 67 من القانون التجاري .

لقد إشتراط المشرع الجزائري إصدار شهادات الحق في التصويت بعدد يساوي شهادات الإستثمار، كما قيدها كذلك بضرورة اتخاذها الشكل الإسمي<sup>1</sup>. ونظرا لكون أن إصدار شهادات الإستثمار وشهادات الحق في التصويت عملية تمس برأسمال الشركة، فتختص إذن الجمعية العامة غير العادية ببناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة وبناء على تقرير مندوب الحسابات بإنشاء شهادات الإستثمار وشهادات الحق في التصويت بنسبة لا تتجاوز ربع رأسمال الشركة. في حالة زيادة رأسمال الشركة، يستفيد المساهمون وحاملو شهادات الإستثمار بحق إكتتاب تفضيلي في شهادات الإستثمار الصادرة. يعمل بنفس الإجراء المتبع في الزيادات في الرأسمال، ويتخلى حاملو شهادات الإستثمار عن حقهم في الإكتتاب في جمعية خاصة. وتوزع شهادات الحق في التصويت إذا كانت موجودة بين حاملي الأسهم وحاملي شهادات الحق في التصويت كل حسب حقه. أما إذا اتبعت الشركة أسلوب تجزئة الأسهم، فيتم عرض إحداث شهادات إستثمار على جميع حاملي الأسهم في نفس الوقت وبنسبة تساوي حصتهم في رأس المال. أما بالنسبة لعملية إصدار وتسديد شهادات الإستثمار، فهي مسألة أحال المشرع الجزائري تنظيمها إلى تلك القواعد المتعلقة بإصدار الأسهم وتسديدها، وفي هذا الصدد، فيقول الأستاذ، "صالح محمد" أن هذه الأحكام زائدة ، باعتبار أن إصدار شهادات الإستثمار لا يلجأ إليه، إلا في حالة زيادة رأسمال الشركة أو تجزئة الأسهم الموجودة، وكلتا الحالتين منظمتين وخطيرتين في نفس الوقت لأنها تترك مجال لإعتبار أن إصدار شهادات الإستثمار مثل الأسهم، أي يمكن أن تسمح بإنشاء أو تأسيس شركة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> SALAH Mohamed, Les valeurs mobilières émises par...., op. cit. p. 150.

<sup>2</sup> SALAH Mohamed, Les valeurs mobilières émises par ... op. cit. p. 154.

أخضع المشرع الجزائري كذلك حاملي شهادات الإستثمار وشهادات الحق في التصويت إلى بعض الأحكام المطبقة على المساهمين كالحق في الإطلاع على وثائق الشركة<sup>1</sup>.

في حالة زيادة نقدية في رأس المال، تصدر شهادات إستثمار جديدة بعدد يحافظ فيه على التناسب الذي كان قائما قبل الزيادة بين الأسهم العادية وشهادات الإستثمار بعد الزيادة التي يفترض تحققها كاملا ، ولما لكي شهادات الإستثمار حق الأفضلية في الإكتتاب بما يتناسب وعدد السندات التي يمتلكونها، بصفة غير قابلة للتخفيض في شهادات الاستثمار الجديدة ويجوز لمالكي شهادات الاستثمار التنازل عن هذا الحق<sup>2</sup>.

كما يتمتع كذلك حاملي شهادات الاستثمار بحق الأفضلية في الإكتتاب وبصفة غير قابلة للتخفيض وبما يتناسب وعدد السندات التي يمتلكونها وذلك في حالة إصدار سندات إستحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم، ويمكن لمالكي شهادات الإستثمار التنازل عن هذا الحق أثناء جمعية خاصة.

تمنح شهادات الحق في التصويت المطابقة لشهادات الاستثمار الصادرة بمناسبة التحويل إلى حاملي شهادات الحق في التصويت الموجودة بتاريخ المنح بما يتناسب وحقوقهم، إلا إذا تنازلوا عن حصتهم لفائدة مجموع الحاملين أو لبعضهم<sup>3</sup>.

## الفرع الثاني

### سندات المساهمة Les titres participatifs

لقد سمح المشرع الجزائري لشركات المساهمة بإصدار سندات المساهمة، وذلك دون تمييز بين الشركات التابعة للقطاع العام أو الخاص<sup>4</sup>.

تعتبر سندات المساهمة قيما منقولة، وهي قابلة للتداول دون إشتراط أدنى قيمة اسمية. تشترك سندات المساهمة مع سندات الإستحقاق في كونها سندات دين، تمنح لمكاتبها كتمثيل للمبالغ المالية محل القرض الذي تستفيد منه الشركة، وتشترك مع الأسهم، إذ تسمح

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 69 من القانون التجاري .

<sup>2</sup> المادة 715 مكرر 70 من القانون التجاري .

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 71 من القانون التجاري .

<sup>4</sup> المادة 715 مكرر 73 من القانون التجاري .

للشركات بتقوية مصادرها المالية دون إجراء تعديلات في تكوين رأسمالها ، فرغم تشابه أحكام سندات المساهمة مع بعض الأحكام التي تخضع لها السندات والبعض المطبقة على الأسهم، إلا أنه نجد أن سندات المساهمة تخضع لنظام قانوني خاص<sup>1</sup>.

لا تكون سندات المساهمة قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة أو بمبادرة منها، بعد إنتهاء أجل لا يمكن أن يقل عن خمس سنوات ، حسب الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار.

تتكون أجرة سندات المساهمة من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الإسمية للسند.

خول المشرع الجزائري لحاملي سندات المساهمة الحق في الإطلاع على وثائق الشركة حسب الشروط المطلوبة بالنسبة للمساهمين، أكثر من ذلك فقد أجاز لهم الإجتماع لتمثيل مصالحهم المشتركة في جماعة تتمتع بالشخصية المدنية، ويكون هذا الإجتماع مرة في السنة للإستماع إلى تقرير مسيري الشركة عن السنة المالية المنصرمة وتقرير مندوبي الحسابات حول حسابات السنة المالية والعناصر التي تستعمل لتحديد أجرة سندات المساهمة<sup>2</sup>.

يحضر ممثلو جماعة حاملي السندات جمعيات المساهمين، ويمكن استشارتهم في جميع المسائل المدرجة في جدول الأعمال، باستثناء المسائل المتعلقة بتوظيف مسيري الشركة أو إقالتهم، ويمكنهم التدخل أثناء الجمعية<sup>3</sup>.

أما في التشريع الفرنسي فقد عرفت سندات المساهمة نجاحا كبيرا وذلك في أول سنة لظهورها وهي سنة 1983 ، وكان أول إصدار لها قد تم من طرف شركة saint gobain تلتها بعد ذلك كل من شركة thomson-brandt , rhone-poulenc , renault ، أما في سنة 1984 و 1985 ، فقد أصدرت سندات المساهمة من طرف مؤسسات القرض والغاز الفرنسية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 75 من القانون التجاري .

<sup>2</sup> المادة 715 مكرر 78 من القانون التجاري .

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 79 من القانون التجاري .

<sup>4</sup> PILVERDIER Juliette et HAMET Joanne, Le marché financier français, Economica, Paris, 2001, pp. 71-73.

هذه أهم القيم المنقولة التي خول المشرع الجزائري لشركات المساهمة الصلاحية في إصدارها، ولو أن بورصة القيم المنقولة الجزائرية تتوقف على النوع الأول فقط المتمثل في القيم المنقولة الكلاسيكية بمعنى الأسهم والسندات.

ونشير في هذا النطاق إلى أن القيم المنقولة تختلف باختلاف التشريعات<sup>1</sup>، أكثر من ذلك، فقد أدت التطورات السريعة التي عرفتها حركة أسواق الأوراق المالية الأجنبية، على وجه الخصوص الغربية، إلى ظهور قيما منقولة أخرى من نوع آخر<sup>2</sup>.

إن عملية ضبط سوق الأوراق المالية لا تتوقف عند الأشخاص محل الضبط والقيم المنقولة التي تنصب معاملاتهم عليها، إنما لا بد من وجود الجهاز أو الهيئة المكلفة بسلطة الضبط والذي يسمى كذلك بالضابط "le régulateur" لأنه لا يمكن تصوّر سوق مفتوحة للمنافسة بدون ضابط<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> كرس المشرع المصري بالإضافة إلى الأسهم والسندات، قيما منقولة أخرى تختلف عن تلك التي وضعها المشرع الجزائري كصكوك التمويل مثلا، حصص التأسيس، وثائق الاستثمار، أنظر هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2004، ص 105.

<sup>2</sup> تتمثل الأدوات المالية المستحدثة في كل من عقود الخيارات والعقود المستقبلية، فهي ليست أوراقا مالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات أو قصيرة الأجل، وإنما هي عقود متعلقة بالأوراق المالية طويلة الأجل، ويتم تنفيذها آجلا، وقد بدأ التعامل في هذه الأدوات في أوائل السبعينات، للحاجة في توفير قدر من السيولة علاوة على الرغبة في الاستفادة قدر الإمكان من تقلبات الأسعار لاسيما مع ارتفاع أسعار الفائدة، فقد بدأ التعامل في هذه الأدوات في أسواق أمريكا المالية المنظمة عام 1972، وفي فرنسا 1973، وفي بريطانيا 1982، وفي اليابان 1985، وفي إيرلندا عام 1989. أنظر نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية - دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، مرجع سابق، ص 209.

<sup>3</sup> CLARENC Christophe, « Il n'y aura pas de marché ouvert sans régulateur », Petites affiches, 23 octobre 2002, n° 212, p. 04.

## الفصل الثالث

### لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة سلطة ضابطة لسوق القيم المنقولة

قصد تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها، عن طريق السهر خاصة على حماية المستثمرين من جهة، وحسن سير القيم المنقولة وشفافيتها من جهة أخرى، وفي سبيل تجسيد مهمة ضبط سوق الأوراق المالية، تم إنشاء هيئات مختصة ، وذلك عبر معظم تشريعات دول العالم<sup>1</sup>، نذكر على سبيل المثال:

Securities and Exchange Commission (SEC) وذلك في التشريع الأمريكي  
Commission des Opérations de Bourse (COB) والتي استبدلت ب: Autorité  
des Marchés Financiers (AMF) في التشريع الفرنسي<sup>2</sup>.

الهيئة العامة لسوق المال في التشريع المصري ، لجنة الأوراق المالية والإستثمارات،  
Securities and Investment Board (SIB) في التشريع البريطاني.

أما التشريع الجزائري فقد أنشأ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة Commission  
d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourses  
(COSOB) ، وذلك بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 10-93، والتي فيها المشرع  
الجزائري بسلطة سوق القيم المنقولة<sup>3</sup>، أما أحكام القانون رقم 04-03 المعدل والمتمم  
للمرسوم التشريعي رقم 10-93، فقد اعتبرت اللجنة سلطة ضبط مستقلة<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> لقد تنازلت معظم الدول عن أداء صلاحيتها بصفة مباشرة على مستوى سوق الأوراق المالية (كالتنظيم والرقابة، والعقاب) وذلك لصالح هيئات معينة لعدة أسباب نذكر منها:  
- اعتبار هذه الهيئات متخصصة في مجالات معينة، وتتضمن خبراء في مجال الأسواق المالية.  
- خطورة الممارسات على مستوى أسواق الأوراق المالية أمر يستلزم السرعة والمرونة في الإجراءات، وهذا ما لا يتوفر على مستوى المحاكم.  
- كما أنه لا يمكن للدولة كشخص أساسي على مستوى أسواق الأوراق المالية القيام بصفة شرعية بإصدار أنظمة وتوقيع عقوبات، أنظر:

OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, op. cit. p. 91.

<sup>2</sup> DAVYDOFF Didier « La réglementation des marchés financiers », in PLIHON Dominique, (sous la direction de), Les désordres de la finance, Universalis, France, 2004, p. 123.

<sup>3</sup> المادة 2/3 من المرسوم التشريعي رقم 10-93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>4</sup> المادة 20 من القانون رقم 04-03، المؤرخ في 17/02/2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10-93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

وضعت أغلب تشريعات العالم عدة أحكام وقواعد لتأطير هذه الهيئات في ممارسة سلطة التنظيم و التحكم في إدارة البورصة والرقابة عليها ، نظرا لدورها الرئيسي في نجاح وتوسيع الأسواق المالية بصفة عامة و البورصات بصفة خاصة<sup>1</sup>.

أحاط المشرع الجزائري هذه اللجنة بعدة أحكام قانونية، تنظم جانبها العضوي من جهة والوظيفي من جهة أخرى.

أما مسألة تكييفها القانوني، فلم يشر المشرع الجزائري صراحة إلى الطبيعة القانونية للجنة، الأمر الذي يدفعنا إلى البحث عن طبيعة هذه اللجنة إعتقادا واستنادا على معايير معينة (المبحث أول)، كما نحاول البحث عن علاقة هذه اللجنة بالسلطة التنفيذية، بتعبير آخر، مدى تمتع اللجنة بالاستقلالية (المبحث ثاني).

---

<sup>1</sup> جبار حفوظ ، التسيير وخصوصة المؤسسات العمومية ، دراسة حالة دول إتحاد المغرب العربي ، رسالة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الإقتصادية ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، 1997 ، ص 662-663.

## المبحث الأول

### الطبيعة القانونية للجنة

لم يشر المشرع الجزائري إلى أي تكييف للجنة، إنما اكتفى بذكر أن اللجنة سلطة ضبط مستقلة، أما عن طبيعة هذه اللجنة، بمعنى، مدى إعتبارها سلطة إدارية، أم قضائية، فلا توجد أية إشارة صريحة لها، وعلى هذا الأساس، وأمام غياب تكييف قانوني صريح للجنة، إرتأينا إلى البحث عن هذا التكييف من خلال تحليل جَلّ النصوص القانونية المنظمة لهذه اللجنة، واستنادا إلى معايير فقهية مقترحة شكلية كانت (المطلب الأول) أو موضوعية (المطلب الثاني).

## المطلب الأول

### المعايير الشكلية

تعتبر المعايير الشكلية من بين أهم المؤشرات أو الركائز التي تساعد على تبيان وإبراز الطبيعة القانونية لهيئة أو جهاز معين، ومن بين هذه المعايير نذكر ما يلي:

## الفرع الأول

### التشكيكية

يعد معيار "التشكيكية العضوية" من بين المعايير الشكلية المتبعة قصد تكييف لجنة أو هيئة ما، وعلى وجه الخصوص الحسم بين الطابع الإداري من جهة والقضائي من جهة أخرى.

### أولا - في التشريع الفرنسي:

لقد استحدثت سلطة السوق المالية الفرنسية "AMF" لضبط السوق المالية الفرنسية بعدما كانت تتولى ذلك سابقا لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB)<sup>1</sup>. تتكوّن سلطة السوق المالية الفرنسية من عدة أجهزة، المجمع (Le collège)، لجنة العقوبات، لجان متخصصة ولجان استشارية.

<sup>1</sup> CONAC Pierre-Henri « La fusion de la COB et du CMF », in Mélanges AEDBF-France, tome 3, Editions d'Organisation, Paris, 2001, p. 59, et COQUELET Marie-Laure, « Brèves remarques à propos d'une fusion attendue : la création de l'autorité des marchés financiers », Petites affiches, 14 novembre 2003, n° 228, pp. 6-11.

## **المجمع: Le collège: يتكوّن من 16 أعضاء:**

- الرئيس، يعين بموجب مرسوم، لمدة خمس سنوات غير قابلة للتجديد.
- مستشار الدولة يعيّنه نائب رئيس مجلس الدولة.
- مستشار لدى محكمة النقض يعينه الرئيس الأول لمحكمة النقض.
- مستشار لدى مجلس المحاسبة يعينه الرئيس الأول لمجلس المحاسبة.
- ممثل بنك فرنسا يعينه المحافظ.
- رئيس المجلس الوطني للمحاسبة.
- ثلاث أعضاء يتمتعون بصلاحيات مالية وقانونية وكذا بخبرة في مجال الإعلان العلني للإدخار واستثمار الإدخار في الأدوات المالية، يتم تعيينهم من طرف رئيس مجلس الأمة، رئيس المجلس الوطني ورئيس المجلس الإقتصادي والإجتماعي.
- ستة أعضاء لهم الخبرة في المجال المالي والقانوني، وتجربة في مجال الإعلان العلني للإدخار واستثمار الإدخار في الأدوات المالية يعينهم وزير الإقتصاد بعد استشارة المنظمات المملّكة للشركات الصناعية والتجارية والتي تعتبر سنداتها محلّ الإعلان العلني للإدخار، شركات تسيير هيئات التوظيف الجماعي، والمستثمرين الآخرين مؤدي خدمات الاستثمار، مؤسسات السوق، غرف المقاصة، مسيري أنظمة التسوية – التسليم، والمؤتمنات المركزية.
- ممثل الأجراء المساهمين، يعيّنه وزير الإقتصاد بعد استشارة المنظمات النقابية والجمعيات التمثيلية.
- فيعتبر المجمع جهاز مهم على مستوى سلطة سوق القيم المنقولة، بحجة أنه هو الجهاز المقرّر لها<sup>1</sup>.

## **لجنة العقوبات: La commission des sanctions:**

تتشكل من 12 عضو:

- مستشارين للدولة يعينهما نائب رئيس مجلس الدولة.
- مستشارين لدى محكمة النقض يعينهما الرئيس الأول لمحكمة النقض.

---

<sup>1</sup> MERVILLE Anne-Dominique, Droit des marchés financiers, op. cit. pp. 56-57.

- أعضاء لهم إختصاص مالي وقانوني، وخبرة في مجال الإعلان العلني للإدخار واستثمار الإدخار في الأدوات المالية، يعينهم الوزير المكلف بالإقتصاد، بعد استشارة المنظمات الممثلة للشركات الصناعية والتجارية والتي تمثل سندات موضوع الإعلان العلني للإدخار، شركات تسيير هيئات التوظيف الجماعي والمستثمرين الآخرين، مؤدي الخدمات الاستثمار، مؤسسات السوق، غرف المقاصة، مسيري الأنظمة - تسوية - التسليم، والمؤتمرات المركزية.

- ممثلين لأجراء المؤسسات أو مؤسسات مؤدية خدمات الاستثمار،، أجراء مؤسسات السوق، غرف المقاصة، مسيري أنظمة التسوية - التسليم والمؤتمرات المركزية، يعينهما وزير الإقتصاد بعد استشارة المنظمات النقابية التمثيلية<sup>1</sup>.

يمكن للجنة العقوبات بهدف تسهيل ممارسة مهامها إنشاء مجموعات تتكون من 6 أعضاء.

تحدد مدة انتداب أعضاء اللجنة العقابية بخمس سنوات، قابلة للتجديد مرة واحدة بعد إنتهاء المدة القانونية الأولى.

أما رئيس هذه اللجنة فينتخب من طرف أعضائها من بين مستشاري الدولة ومستشاري محكمة النقض<sup>2</sup>.

### اللجان المتخصصة:

يمكن للمجمع (Le collège) إنشاء لجان متخصصة، ويحدد إذن مجالات والمدة التي يتأهل من خلالها لإتخاذ القرارات الفردية.

تتكون كل لجنة متخصصة إلى جانب الرئيس، من خمس أعضاء مختارين من بين أعضاء المجمع، تنشر قرارات هذه اللجان المتخصصة في الجريدة الرسمية. تخضع قواعد سير اللجان المتخصصة إلى نفس الأحكام المطبقة على المجمع.

<sup>1</sup> DE VAUPLANE Hubert, « L'autorité des marchés financiers » in DE VAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean-Jacques, (sous la direction de), La loi sur la sécurité financière, Editions d'Organisation, Paris, 2004, p. 32.

<sup>2</sup> La commission des sanctions est, selon l'expression du sénateur Marini, « un organe quasi juridictionnel, en tout cas préjuridictionnel », qu'il a été considéré souhaitable de confier à un magistrat sa présidence. Voir DE VAUPLANE Hubert, « L'autorité des marchés financiers », in DE VAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean-Jacques, (sous la direction de), La loi sur la sécurité financière. op. cit. p. 32.

تتخذ هذه اللجان القرارات الفردية مثل (قرار اعتماد مؤدي خدمات الاستثمار، الأوامر، التأشيرات.. الخ). بجانب هذه اللجان المتخصصة، تتواجد لجان استشارية، مكونة من خبراء، يقتصر دورها في مساعدة المجمع في مهمة تحضير اتخاذ قراراته<sup>1</sup>.

يتبين لنا من خلال هذه التشكيلة تعزيز وتقوية الوسط المهني ويبرز ذلك من خلال أن 7 أعضاء من بين 16 عضو من أعضاء المجمع يعينون بعد استشارة منظمات نقابية ومهنية (عضو منهم يمثل الأجراء)، أما الثلاثة أعضاء آخرين فهم يعينون نظراً لإختصاصهم المالي والقانوني ولخبرتهم في مجال الإعلان العلني للإدخار واستثمار الإدخار في الأوراق المالية، ضف إلى ذلك فالمهنيين يكونون الأغلبية على مستوى المجمع .

كما يظهر وجود المهنيين حتى على مستوى اللجنة العقابية، أين نجد 8 أعضاء من بين 12 عضو ينتمون إلى المهن الحرّة، الأمر الذي دفع بعض المؤلفين يقرون بخصوصية (privatisation) تشكيلة سلطة السوق المالية (AMF)<sup>2</sup>، رغم أن المشرع الفرنسي، كيّفها بصريح العبارة باعتبارها سلطة عامة مستقلة ذات شخصية معنوية، حسب أحكام المادة 1-621 من التقنين النقدي والمالي الفرنسي<sup>3</sup>.

### ثانيا- في التشريع المصري:

الهيئة العامة لسوق المال ، هيئة عامة تتبع وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية، مقرها مدينة القاهرة، ويجوز بقرار من الوزير بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة إنشاء فروع ومكاتب لها داخل وخارج البلاد.

الهيئة العامة لسوق المال هي الجهة التي ناط بها المشرع تطبيق أحكام قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية، وهي الجهة القائمة على رقابة سوق الأوراق المالية، وقد كانت هذه الهيئة تتبع وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية وقد أصبحت الآن تابعة لوزير التجارة الخارجية وذلك بموجب قرار رئيس الجمهورية رقم 416 لسنة 2001 الصادر بتنظيم وزارة

<sup>1</sup> NEUVILLE Sébastien, Droit de la banque et des marchés financiers, PUF, Paris, 2005, p. 107.

<sup>2</sup> THOMASSET- PIERRE Sylvie, « L' autorité des marchés financiers : une autorité ambivalente », p. 424.

<sup>3</sup> BOUNNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 243.

التجارة الخارجية والذي نص في المادة الثالثة منه على أنه تتبع الهيئة العامة لسوق المال وزير التجارة الخارجية<sup>1</sup>.

يتشكل مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصرية من رئيس الهيئة، نائب رئيس الهيئة ، أربعة أعضاء من ذوي الخبرة يصدر بتعيينهم وتحديد مكافآتهم لمدة سنتين قابلة للتجديد بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناء على إقتراح الوزير. ويصدر بتعيين رئيس الهيئة ونائبه، وتحديد المعاملة المالية لهما قرار من رئيس الجمهورية لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدد أخرى.

حدّدت المادة 45 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال تشكيل مجلس إدارة الهيئة والسلطة المختصة بتعيين كل عضو منه، حيث ناطت برئيس الجمهورية تعيين رئيس مجلس الإدارة ونائبه لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد كما ناطت برئيس مجلس الوزراء بناء على اقتراح وزير التجارة الخارجية بتعيين أربعة أعضاء من ذوي الخبرة لمدة سنتين قابلة للتجديد.

يتولى رئيس الهيئة إدارتها وتصريف أمورها ويمثلها أمام القضاء وفي مواجهة الغير، وله أن يفوض واحد أو أكثر من شاغلي الوظائف العليا بعض إختصاصاته. ويجوز لرئيس الهيئة أن يفوض في بعض إختصاصاته دون تحديد الإختصاصات حيث أنه من المقرر قانونا أن التفويض في جميع الإختصاصات غير جائز<sup>2</sup>. من خلال هذه التشكيلة، يتجلى لنا أن الهيئة العامة لسوق المال المصرية بعيدة عن إضفاء الطابع القضائي، باعتبار أن أعضائها هم من ذوي الخبرة.

### ثالثا - في التشريع الجزائري:

تتكون لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة حسب الأحكام القانونية من رئيس وستة (6) أعضاء<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> شعبان أحمد محمود، رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون سوق رأس المال الصادر، بالقانون رقم 95 سنة 1992، ولائحته التنفيذية طبقا لأحدث التعديلات، الطبعة الأولى ، الجزء الثاني ، دار أبو المجد للطباعة بالهرم ، القاهرة ، 2004 ، ص 1535 .

<sup>2</sup> شعبان أحمد محمود، رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية طبقا لأحدث التعديلات، نفس المرجع ، ص 1577 و 1579.

<sup>3</sup> المادة 20 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، بعد تعديلها بموجب المادة 12 من القانون رقم 03-04، المؤرخ في 17 فيفري 2003، مرجع سابق.

يعين أعضاء اللجنة حسب قدراتهم في المجالين المالي و البورصي تبعا للتوزيع التالي:

- قاضي يقترحه وزير العدل<sup>1</sup>.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة.
- عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

يتضح لنا من خلال هذه التشكيلة، أن المشرع الجزائري قد أحسن فعلا حينما وضع تباين واختلاف في صفة ومراكز أعضاء اللجنة، حيث تختلف دائرة إنتمائهم لتتراوح بين أهل الخبرة في القانون والقضاء، وكذا المحاسبة، المالية، إلى جانب ذوي الخبرة في مجال القيم المنقولة، إلا أنه من جهة أخرى ، نجد أن المشرع إكتفى بذكر أعضاء يقترحهم كل من الوزير المكلف بالمالية ومحافظ بنك الجزائر ، لكن دون إبراز صفة ومركز هذه الأعضاء وماهي الخبرات والمؤهلات التي لا بد أن تتوفر فيهم .

أمّا عن مسألة تطبيق معيار التشكيلة في تحديد الطابع القانوني للجنة، فنشير إلى إعتبار أغلبية أعضاء اللجنة من غير القضاة، إذ نلمس وجود قاضي واحد فقط على مستوى اللجنة. وعليه وأمام وجود خمس أعضاء من غير القضاة، أمر ينفي ويستبعد الطابع القضائي عليها.

بجانب ذلك نجد أن اللجنة زودت بهياكل داخلية ومصالح إدارية تتراوح بين الأمين العام والمستشارين وثلاث مديريات مختصة في مجال مراقبة السوق والإعلام ومجال القانون والإدارة وذلك قصد أداء المهام والوظائف المسندة لها على أحسن وجه<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> لقد اعتبر المشرع الجزائري القاضي الذي يقترحه وزير العدل أحد أعضاء اللجنة، لكن دون الإشارة إلى دائرة انتماء هذا القاضي، أي هل ينتمي إلى مجلس الدولة أو المحكمة العليا، خلافا للوضع على مستوى سلطة السوق المالية الفرنسية التي فرضت شروطا في صفة ومراكز القضاة المشكلين للمجمع والمتمثلين في مستشار للدولة، مستشار لدى محكمة النقض، ومستشار عام لدى مجلس المحاسبة.

<sup>2</sup> نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-2000 ، مؤرخ في 28 سبتمبر 2000 والمتضمن تنظيم وسير المصالح الإدارية والتقنية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، جريدة رسمية عدد 08 ، صادر في 2001/01/31 .

## الفرع الثاني

### طرق الطعن في القرارات

إضافة إلى معيار التشكيلة، يعتبر معيار طريقة الطعن في قرارات اللجنة من بين أهم المعايير الشكلية أو العضوية المتبعة فقها وقضاء، قصد تبيان وتحديد الطبيعة القانونية لهيئة معينة لم تكيف قانونا.

برجعنا إلى أحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10 يتبين لنا أن المشرع الجزائري لم يشر إلى أي مظهر فعال وواضح، يساعد في تكييف اللجنة، حيث إكتفى بالإحالة إلى أحكام قانون الإجراءات المدنية في حالة الطعن في قرارات الغرفة التأديبية والتحكيمية، وكذا جعل - الغرفة الإدارية التابعة للمجلس القضائي - هي المختصة في النظر في القرارات محل الطعن ، إلا أنه وبمناسبة تعديل المرسوم التشريعي رقم 93-10 بموجب القانون رقم 03-04 ، نلمس من خلال أحكامه مؤشرات صريحة تساعد على تكييف اللجنة وتحديد طابعها القانوني، إذ جعل المشرع الجزائري قرارات اللجنة قابلة للطعن بالإلغاء، هذا الطريق الذي لا تتبعه إلا الهيئات الإدارية، وفي هذا الإطار، تنص المادة 9/3 من القانون رقم 03-04 على أنه: «يجوز لطالب الاعتماد أن يرفع طعنا بالإلغاء ضد قرار اللجنة أمام مجلس الدولة في أجل شهر واحد من تاريخ تبليغ قرار اللجنة».

بجانب هذه المادة، وضع المشرع عبارة الطعن بالإلغاء مرة أخرى وذلك في متن المادة 1/57 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 بعد تعديلها بموجب القانون رقم 03-04، حيث تنص: «تعد قرارات الغرفة الفاصلة في المجال التأديبي قابلة للطعن بالإلغاء أمام مجلس الدولة، خلال أجل شهر واحد من تاريخ تبليغ القرار موضوع الإحتجاج» .

على ضوء هذه الأحكام، يتضح لنا إتجاه إدارة المشرع الجزائري إلى اعتبار اللجنة هيئة إدارية تصدر قرارات إدارية، وذلك تطبيقا لمعيار الطعن بالإلغاء، وبالتالي استبعاد الطابع القضائي على هذه اللجنة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> إختصاص مجلس الدولة بالنظر في الطعن بالإلغاء ضد قرارات الغرفة الفاصلة في المجال التأديبي ليس بمعيار حاسم قصد الوصول إلى تكييف قانوني معين، وأحسن مثال يذكر في هذا الموضوع هو إختصاص الغرفة التجارية بمجلس قضاء الجزائر بالنظر في الطعن في قرارات مجلس المنافسة رغم اعتبار هذا الأخير سلطة إدارية بصريح العبارة.

## الفرع الثالث

### طبيعة الإجراءات المتبعة

تعتبر أهم الإجراءات المتبعة على مستوى اللجنة إدارية بطبيعتها، لا تتواجد على مستوى الهيئات القضائية، من بينها طلب قبول إصدار القيم المنقولة، طلب قبول تداولها، طلب إعتقاد الوسطاء وهيئات التوظيف الجماعي... الخ.

فمثل هذه الإجراءات تختص بها الهيئات الإدارية لا القضائية.

فصحيح أن المشرع الجزائري وضع ضمن اللجنة بعض الأحكام المألوفة في الجهات القضائية كاحترام حق الدفاع، إذ لا تصدر أي عقوبة ما لم يستمع قبل ذلك إلى الممثل المؤهل للمتهم<sup>1</sup>، وكذا إستعانة كل شخص تم إستدعاؤه أمام اللجنة عقب مداولة خاصة لتقديم معلومات في القضايا المطروحة عليها بمستشار من إختياره<sup>2</sup>.

إلا أن تكريس مثل هذه القواعد، ما هو إلا بمثابة ضمانات تهدف إلى ضمان حريات الأفراد ومنع التعسف والإجحاف في حقوقهم. تطبيقا لهذا المعيار والمعايير السالفة الذكر، نخلص إلى إضفاء الطابع الإداري على اللجنة ونفي الطابع القضائي.

### المطلب الثاني

#### المعايير المادية

بجانب المعايير الشكلية، اقترحت كذلك معايير مادية أو موضوعية، قصد التوصل إلى إبراز الطبيعة القانونية لهيئة ما، من بين هذه المعايير نذكر، طبيعة المهام الموكلة للجنة ( الفرع الأول ) وكذا طرق تمويل اللجنة ( الفرع الثاني ).

<sup>1</sup> المادة 56 من المرسوم التشريعي رقم 10-93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 38 من المرسوم التشريعي رقم 10-93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، نفس المرجع .

## الفرع الأول

### طبيعة المهام الموكلة للجنة

إن طبيعة المهام الموكلة لهيئات الضبط، تساعد على التعرف على التكيف القانوني لها، بتعبير آخر هل تعتبر الأعمال المخولة لهذه الهيئات أعمالاً قضائية، أم أعمالاً إدارية محضة، علماً أن العمل القضائي هو الذي يحسم النزاع بصفة نهائية<sup>1</sup>.

#### أولاً : في التشريع الفرنسي

لقد أنشئ المشرع الفرنسي سلطة السوق المالية « AMF » والتي كانت دمجا وجمعا للجنة عمليات البورصة السابقة « COB » ومجلس السوق المالية « CMF »، ومعظم المهام المخولة لها شبيهة بتلك التي كانت تتمتع بها لجنة عمليات البورصة سابقا بمعنى قبل صدور القانون رقم 706-2003، المتعلق بالأمن المالي، والمؤرخ في 01 أوت 2003، المنشئ لسلطة السوق المالية، تتكفل بتنظيم ورقابة السوق المالية . وعليه، وطبقا لنص المادة 1-621 من التقنين النقدي والمالي الفرنسي فإن سلطة السوق المالية تتولى السهر على حماية الإدخار المستثمر في الأوراق المالية أو أي منتج مالي آخر وأي توظيف آخر يتم في إطار اللجوء إلى الإعلان العلني للإدخار، وإعلام المستثمرين، وكذا السير الحسن لسوق القيم المنقولة، إضافة إلى مهمة أخرى ذات بعد دولي والمتمثلة في المساهمة في ضبط الأسواق المالية على الصعيد الدولي<sup>2</sup>.

أمام هذه المهام العامة الموكلة لسلطة السوق المالية يستبعد الطابع القضائي لها<sup>3</sup>.

#### ثانياً: في التشريع المصري

تتولى هيئة سوق المال المصرية إبرام التصرفات واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أغراضها وعلى الأخص:

- تنظيم وتنمية سوق رأس المال، ويجب رأي الهيئة في مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بسوق رأس المال.

<sup>1</sup> محمد سامي الشواء، القانون الإداري الجزائري، « ظاهرة الحد من العقاب » ، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996، ص100 .

<sup>2</sup> MERVILLE Anne – Dominique, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 55.

<sup>3</sup> Selon l'article 621-1 du code monétaire et financier, « L'autorité des marchés financiers, autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale.... Financières ».

- تنظيم أو الإشراف على دورات تدريبية للعاملين في سوق رأس المال أو الراغبين في العمل به.

- الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها ووضوحها وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها.

- مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، وأنه غير مشوب بالغش أو النصب، أو الإحتيال، أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية.

- اتخاذ ما يلزم من إجراءات لمتابعة تنفيذ أحكام قانون سوق رأس المال والقرارات الصادرة تنفيذا له<sup>1</sup>.

من خلال هذه الأغراض، تتحدد لنا المهام العامة لهيئة سوق المال المصرية لتتراوح بين تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة حسن قيام هذا السوق بوظائفه وتوجيه رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة في التنمية الاقتصادية وكذلك خلق وتنمية وتدعيم المناخ الملائم للإدخار والاستثمار اللازمين لعملية التنمية الاقتصادية . لهذا فإن الوظيفة الحقيقية للهيئة أوسع وأكبر من إطار مفهوم رقابة المعلومات ورقابة عمليات سوق المال<sup>2</sup>.

وعلى هذا الأساس فإن مهمة الهيئة تتعدى سلطة الرقابة لتشمل سلطة التنظيم وإبداء الآراء في مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بها، هذه المهام الأخيرة التي لا تتوفر في السلطات القضائية، مما يستبعد الطابع القضائي كذلك على هيئة سوق المال المصرية، وجعل المشرع المصري يضيف على هيئة سوق المال الطابع العمومي، إذ كيفها بمؤسسة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة<sup>3</sup>.

### ثالثا- في التشريع الجزائري

من بين المهام العامة الموكله للجنة نذكر، تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها، وذلك بالسهر خاصة على حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتوجات المالية الأخرى

<sup>1</sup> شعبان أحمد محمود، رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية طبقا لأحدث التعديلات، مرجع سابق، ص 1536.

<sup>2</sup> عبد الرافع موسى، الهيئة العامة لسوق المال، دون دار النشر، القاهرة، 1998 ص 98، 99.

<sup>3</sup> عبد الرافع موسى، الهيئة العامة لسوق المال، مرجع سابق، ص 74.

التي تتم في إطار اللجوء العلني للإدخار و تحقيق السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها<sup>1</sup>.

وفي سبيل تحقيق هذه المهام العامة المخولة للجنة، اعترف المشرع الجزائري بسلطات عديدة منها التنظيمية والرقابة والسلطة العقابية.

تتمتع اللجنة بسلطة إصدار قرارات فردية كقرار التأشير والإعتماد، إضافة إلى سلطة إصدار أنظمة في مجالات محصورة، هذه المهام التي لا تتواجد على مستوى الهيئات القضائية وإنما تتولاها السلطات الإدارية.

بينما السلطة العقابية، فهي تنحصر في عقوبات تأديبية، تدور بين الإنذار، التوبيخ وسحب الإعتماد، وكذا الغرامات المالية، مثلها مثل العقوبات التي تصدرها الهيئات الإدارية، دون أن تتعدى إلى العقوبات السالبة للحرية، التي تنفرد بتوقيعها الهيئات القضائية وحدها، ضمن منظومة الدولة.

كذلك في صميم سلطة تسوية النزاعات، وعلى وجه الخصوص بشأن سلطة التأديب والتحكيم، فتتدخل اللجنة في حسم النزاعات<sup>2</sup>، إلا أنه ليس في كل النزاعات، ولا في مواجهة جميع المتدخلين في البورصة<sup>3</sup>، خلافا للجهات القضائية التي تتولى الفصل في جميع النزاعات المعروضة عليها، بغض النظر عن طبيعتها وصفة أطرافها، ضف إلى ذلك، فإن حسم اللجنة في نزاع معين، لا يعتبر حسمًا نهائيًا، حيث قد يستمر النزاع إلى حد يتطلب تدخل القضاء، بحجة أن قرارات اللجنة قابلة للطعن بالإلغاء أمام مجلس الدولة، أي هذا الأخير هو الفاصل النهائي للنزاع . أمام هذه المبررات، نرجح الطابع الإداري للجنة ونستبعد الطابع القضائي.

---

<sup>1</sup> المادة 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، مرجع سابق.

<sup>2</sup> تتولى اللجنة سلطة التحكيم عند نشوب النزاعات التقنية فقط، الناتجة عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة، أنظر المادة 52 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، نفس المرجع .

<sup>3</sup> تكون سلطة التأديب في مواجهة الوسطاء وهيئات التوظيف الجماعي، أنظر المادة 53 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

## الفرع الثاني

### طرق التمويل

إن أسلوب التمويل ، يعتبر من بين المعايير والركائز التي تساهم في إبراز الطبيعة القانونية لهيئة أو لجنة معينة لا تعرف تكييف قانوني صريح، ويظهر دور وأهمية معيار التمويل على وجه الخصوص في تحديد عنصر استقلالية كل سلطة ضبط<sup>1</sup>.

#### أولا- في التشريع الفرنسي:

حسب أحكام المادة 621-5-2، من التقنين النقدي والمالي، فإن سلطة السوق المالية تتمتع بالاستقلالية المالية، مما يسمح لها بالحصول مباشرة على مصادر مالية دون المرور بالميزانية العامة للدولة، بمعنى أنّ هذه الموارد المالية التي تحصل عليها سلطة السوق المالية الفرنسية هي حصيلة لمبالغ الرسوم التي تحددها<sup>2</sup>.

تتحدّد وتتقرّر ميزانية سلطة السوق المالية من طرف المجمع بعد إقترح من الأمين العام، ولا تخضع إلى أية رقابة مسبقة للمراقب المالي، الأمر الذي يدفع السلطة إلى تسيير ميزانيتها بكل حرية، وكذا تنفيذ ميزانيتها، فتتمثل إذن الموارد والمصادر المالية لسلطة السوق المالية من مساهمات عدة يدفعها لها المهنيون المتدخلون على مستوى السوق، تدفع هذه المساهمات من طرف أشخاص تخضع أنشطتهم لرقابة هذه السلطة، إضافة إلى القائمين بالعمليات المالية التي هي من اختصاصها.

وعلى هذا الأساس نميّز بين الحقوق الثابتة « droits fixes » من جهة، الناتجة مقابل بعض المهام التي تدخل ضمن اختصاصات السلطة عن طريق القائمين بالعمليات المالية (نشر تصريحات تجاوز الحدود، رقابة بعض الوثائق الأساسية...) <sup>3</sup>.

ومن جهة أخرى مساهمات متغيرة نتيجة للرقابة التي تمارسها سلطة السوق المالية على عملية معينة (رقابة العرض العمومي للشراء، تأشير مسبق للمذكرة الإعلامية لعملية

<sup>1</sup> VALETTE Jean –Paul, Droit de la régulation des marchés financiers, op. cit. p. 84.

<sup>2</sup> DE VAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean-Jacques, La loi sur la sécurité financière, op. cit. p. 36.

<sup>3</sup> MERVILLE Anne – Dominique, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 58.

الإصدار، التنازل وسط الجمهور، قبول التفاوض في سوق المنظمة...)، وعليه فإن مقدار المساهمات يتغير حسب طبيعة الوظيفة الممارسة.

نشير في هذا الصدد إلى أن مقدار ميزانية « AMF » خلال سنة 2004، قد بلغ حوالي 45 مليون أورو، أي أكثر من مجموع ميزانية كل من COB و CMF خلال سنة 2002 والمقدر ب 40 مليون أورو<sup>1</sup>.

تخضع الرسوم إلى الأحكام المتعلقة بالسيولة والتغطية حسب الآليات المتبعة في تغطية حصائل المرافق العامة الإدارية للدولة<sup>2</sup>. فرغم إضفاء الطابع العمومي على سلطة السوق المالية، إلا أنها تتمتع باستقلالية مالية.

### ثانيا- في التشريع المصري:

تتكون موارد الهيئة العامة للسوق المالية مما يأتي.

أ- الإعتمادات التي تخصصها الدولة.

ب- الرسوم التي تحصلها الهيئة طبقا لأحكام هذا القانون.

ت- مقابل الخدمات التي تقدمها.

ث- الغرامات التي يحكم بها تطبيقا لأحكام هذا القانون.

ج- القروض والمنح المحلية والخارجية التي يوافق عليها مجلس إدارة الهيئة بعد اعتمادها من السلطة المختصة قانونا.

إن حدت الموارد المالية للهيئة في الإعتمادات التي تخصصها الدولة، والرسوم التي

تحصلها الهيئة إعمالا لأحكام هذا القانون وهي:

- رسوم الإطلاع والحصول على صور من الأوراق والمستندات الموجودة لديها.

- الرسوم التي تحصلها من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

- الرسوم التي تحصلها من الشركات المصدرة للأوراق المالية.

- رسوم التظلم من القرارات الصادرة من الوزير أو الهيئة تنفيذا للقانون.

مقابل الخدمات التي تقدمها الهيئة.

<sup>1</sup> VALETTE Jean-Paul, Droit de la régulation des marchés financiers, op. cit. p. 139.

<sup>2</sup> BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 251.

- الغرامات التي يحكم بها تطبيقاً لأحكام هذا القانون، ويلاحظ بالنسبة لها أنه لا يجوز للهيئة بتحصيل هذه الغرامات تنفيذاً لذلك القانون، بل لابدّ من صدور حكم قضائي نهائي ثم تقوم الهيئة بتحصيل هذه الغرامات تنفيذاً لهذا الحكم.

وقد شرعت الهيئة بالفعل في تحصيل هذه الغرامات المحكوم بها وذلك بإنذار الشركات المحكوم عليها أو على مسؤوليتها بالغرامات إعمالاً لأحكام المادة 30 من هذا القانون بالسداد وإلاّ تمّ وقف الشركة عن ممارسة النشاط<sup>1</sup>.

فإذا جننا إلى تحليل النصوص القانونية المنظمة لمجال تمويل السلطات المختصة بضبط السوق المالية، يتبين لنا إختلاف وتعدّد مصادر تمويل هيئة سوق المال المصرية<sup>2</sup>.

فما هو الوضع إذن ضمن التشريع الجزائري؟

### ثالثاً - في التشريع الجزائري:

لقد تم تخصيص ميزانية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وذلك قصد تمكينها من ممارسة المهام أو الوظائف المخولة لها قانوناً، وتتمثل مصادر تمويل اللجنة في الأتوى التي تتقاضاها عن الأعمال والخدمات التي تؤديها، إضافة إلى إعانة تسيير من ميزانية الدولة<sup>3</sup>.

#### 1- الأتوى:

تتحصل اللجنة مقابل الأعمال والخدمات التي تؤديها على عدة أتوى، تختلف باختلاف طبيعة المهام والوظائف التي تمارسها اللجنة على مستوى سوق القيم المنقولة، وعليه فتتلخص مجمل هذه الأتوى فيما يلي:

- إتاوة على التأشيرات الممنوحة عند إصدار القيم المنقولة عن طريق اللجوء العلني للإدخار، أو عند العرض العام لبيع القيم المنقولة أو شرائها أو تبادلها.

<sup>1</sup> شعبان أحمد محمود، رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون سوق رأس المال، الصادر بالقانون رقم 95- لسنة 1992 ولائحته التنفيذية طبقاً لأحدث التعديلات، ص 1570، 1571.

<sup>2</sup> لكن نشير في هذا الصدد، وعلى حسب أقوال الدكتور عبد الرافع موسى "أنه لا يتصور أن تكون هذه الهيئة العامة التي تدافع عن مصلحة عامة تتلقى قروضاً أو تبرعات أجنبية، كما يتضح من خلال مصادر تمويل الهيئة العامة لسوق المال أن استقلالها عن السلطة العامة مازال أمراً محل شك كبير، حيث لاتزال تتبع وزير التجارة الخارجية"، أنظر عبد الرافع موسى، الهيئة العامة لسوق المال، مرجع سابق، ص 78، 79.

<sup>3</sup> المادة 27 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

- إتاوة عند طلب إعتماذ وسىط فى عملىات البورصة وكذا عند تسجىل عون مؤهل للقىام بمفاوضات فى البورصة.
  - إتاوة عند طلب إعتماذ هىئة للتوظف الجماعى للقىم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م).
  - إتاوة عند قىام اللجنة بالتحقىق لذى الوسطاء فى عملىات البورصة.
  - إتاوة عند دراسة النزاعات التقنىة الناتجة عن تفسىر النصوص التشرىعىة والتنظىمىة التى تحدد سىر البورصة.
  - إتاوة تحصل على شركة تسىبر بورصة القىم<sup>1</sup>.
- أما بالنسبة للأشخاص الملزمون بدفع هذه الأتاوى فىتمثلون فى:

#### أ- المصدر:

ىلتزم مصدر القىم المنقولة عن طرىق اللجوء العلنى للإدخار أو المبادرة بالعرض العمومى، بتسدىد أتاوى للجنة، وذلك مقابىل قىام هذه الأخرىة بتأشىر مذكرة الإعلام التى يقدمها مصدر القىم المنقولة.

وىتحدد مبلغ هذه الأتاوى بنسبة 0.075 % من مبلغ الإصدار أو العرض العمومى مع إشتراط عدم تجاوز مبلغ هذه الأتاوى ل 5 ملابىن دىنار<sup>2</sup>.

#### ب- الوسىط:

ىلتزم الوسىط بدفع أتاوى، تختلف باختلاف الأعمال والخدمات التى تقدمها بالمقابىل، على النحو التالى:

- إتاوة ىحدد مبلغها ب 100.000 دج، فى حالة تقديم الوسىط طلب إعتماذه كوسىط فى عملىات البورصة.
- إتاوة ىقدر مبلغها ب 50.000 دج، فى حالة تقديم الوسىط طلب تسجىل مفاوض فى البورصة.

<sup>1</sup> المادة 02 من المرسوم التنفىذى رقم 170-98، المؤرخ فى 20 ماى 1998، المتعلق بالأتاوى التى تحصلها لجنة تنظىم عملىات البورصة ومراقبتها، جرىة رسمىة عدد 34، صادرة فى 24 ماى، 1998.

<sup>2</sup> قرار وزىر المالىة، مؤرخ فى 20 أوت 1998، ىتضمن تطبىق المادة 03 من المرسوم التنفىذى رقم 170-98، المؤرخ فى 20 ماى 1998، والمتعلق بالأتاوى التى تحصلها لجنة تنظىم عملىات البورصة ومراقبتها، جرىة رسمىة عدد 70، صادر فى 20 سبتمبر 1998.

▪ إتاوة تتحدّد ب 2500 دج، يتكفل الوسيط بدفعها عن كل يوم وعن كل محقق مقابل مهمة التحقيق التي تقوم بها اللجنة لدى الوسيط في عمليات البورصة<sup>1</sup>.

### ج- شركة تسيير بورصة القيم:

تتولى تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة، ويمثل رأسمال الشركة أسهما مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة.

تمارس الشركة مهامها تحت رقابة اللجنة، وتتلقى عمولات عن العمليات التي تجري في البورصة، لكنها ملزمة بتقديم 15% من مبلغ العمولات التي تحصلها اللجنة.

### د- شركة الإستثمار ذات رأس المال المتغير أو مسير الصندوق المشترك للتوظيف:

تتولى دفع أتاوى للجنة وذلك حين تقديم طلب إعتماذ هيئة توظيف جماعي للقيم المنقولة.

بجانب الأشخاص السالفة الذكر، فيلتزم كذلك كل من يطلب تدخل اللجنة لدراسة أي نزاع ذي صبغة تقنية ناتج عن تأويل وتفسير النصوص القانونية التي تحدد سير البورصة، بدفع مبلغ إتاوة قدرها 10.00 دج لكل ملف معالج.

بجانب هذه الأتاوى التي تحصلها اللجنة عن طريق مصالحها، تتواجد أتاوى من نوع آخر<sup>2</sup>.

من خلال هذه الأحكام القانونية المنظمة لمصادر تمويل اللجنة ، وعلى وجه الخصوص مصدر الأتاوى الذي يعتبر مصدرا أساسيا لتمويل اللجنة، يظهر لنا أن اللجنة ليست بمثابة سلطة إدارية عادية أو سلطة إدارية تقليدية التي تعتمد في مسألة تمويلها على الدولة دون تخصيص ميزانية ذاتية لها، وإنما هي سلطة إدارية مستقلة، وقد جاء المشرع الجزائري صريح في هذا الموضوع من خلال إضفاء الإستقلالية المالية عليها، وهذا رغم تخصيص إعانة التسيير من الدولة.

<sup>1</sup> المادة 15 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>2</sup> تتقاضى اللجنة عمولات سنوية حيث يحدّد مبلغ العمولة السنوية التي تحصلها من هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بنسبة 0.05% من الأصل الصافي لهذه الهيئات، مثلما يسجل في 31 ديسمبر من كل سنة، كما تدفع العمولة السنوية في مدة أقصاها 31 مارس من كل سنة من طرف شركة الإستثمارات ذات رأس المال المتغير أو مسير الصندوق المشترك للتوظيف، أنظر المادتان 2 و 3 من قرار وزير المالية، مؤرخ في 05 أوت 1998، يتضمن تطبيق المادة 52 من الأمر رقم 96-08، المؤرخ في 10 جانفي 1996، والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 70، صادر في 20 سبتمبر 1998.

## 2- إعانة التسيير من الدولة:

بجانب الأتاوى التي تحصلها اللجنة نتيجة الأعمال والخدمات التي تؤديها على مستوى سوق الأوراق المالية ولمختلف المتدخلين على مستواها، فنجدها كذلك تعتمد في ميزانيتها على إعانات تسيير تخصص لها من ميزانية الدولة<sup>1</sup>.

نشير في هذا الموضوع إلى أن رغم التكريس القانوني للأتاوى التي تتقاضاها اللجنة مقابل الخدمات التي تؤديها ، إلا أنه ونظرا إلى قلة المعاملات الجارية على مستوى بورصة القيم المنقولة الجزائرية ، تبقى إعانات التسيير من الدولة المصدر الأساسي وذلك من الناحية العملية الواقعية .

بعد التوصل إلى إبراز الطابع الإداري للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>2</sup>، والإعتراف لها بالاستقلالية بصريح العبارة، حيث اعتبرها المشرع الجزائري من خلال أحكام القانون رقم 03-04، "سلطة ضبط مستقلة"، نفس الأمر بالنسبة للتشريع الفرنسي حيث إعتبر سلطة السوق المالية بمثابة " سلطة عامة مستقلة " ، نتوقف لنتساءل عن مدى هذه الإستقلالية، بمعنى هل توجد فعلا إستقلالية أم لا ، وفي حالة وجودها فما مداها ، بتعبير آخر علاقة هذه اللجنة بالسلطة التنفيذية؟

---

<sup>1</sup> المادة 28 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>2</sup> إن إضفاء الطابع الإداري على اللجنة من شأنه أن يدفعنا إلى إعتبار هذه اللجنة بمثابة مرفق عام، لكن سرعان ما نفى ذلك، وذلك نظرا لكون المرفق العام يخضع إلى وصاية وزارية (بالخصوص الرقابة السلمية) خلافا للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي اعترف لها المشرع الجزائري صراحة بالاستقلالية تجاه السلطة التنفيذية، أنظر:

ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, Editions HOUMA, Alger, 2005, p. 97.

## المبحث الثاني

### علاقة اللجنة بالسلطة التنفيذية ومدى دستورية أحكامها

إنّ إضافة عبارة الإستقلالية للتكييف القانوني للجنة، مسألة أثارت نقاشا و جدالا كبيرين، بحجة أنّها خلقت إختلافا وتمييزا عن السلطات والهيئات الإدارية العادية أو التقليدية الموجودة سابقا ضمن المنظومة القانونية والتي لا تتوفر عن أية إستقلالية، وإنّما هي أجهزة تابعة للدولة، تمارس عن طريقها مهامها ووظائفها.

بينما نجد السلطات الإدارية المستقلة، تتوفر عن خاصية الإستقلالية تجاه السلطة التنفيذية، الأمر الذي يدفعنا إلى البحث عن مدى فعالية وحقيقة وجود هذه الإستقلالية، ولا يكون ذلك إلا بتحليل معظم الأحكام القانونية المتعلقة باللجنة سواءا في جانبها العضوي أو الوظيفي.

### المطلب الأول

#### علاقة اللجنة بالسلطة التنفيذية

إعترف المشرع الجزائري صراحة من خلال أحكام القانون رقم 03-04 بالإستقلالية للجنة، كما اعترف المشرع الفرنسي لسلطة السوق المالية كذلك بالاستقلالية فما هي أوجه هذه الاستقلالية عضويا(الفرع الأول) ووظيفيا (الفرع الثاني) ؟

### الفرع الأول

#### من الناحية العضوية

قبل أن نتطرق إلى طبيعة العلاقة التي تجمع اللجنة بالسلطة التنفيذية من الجانب الوظيفي ، نحاول أولا البحث عن هذه العلاقة من الجانب العضوي مع الإستعانة دائما بكل من التشريع الفرنسي والمصري .

#### أولا: التشريع الفرنسي

خلافًا للوضع في التشريع المصري، فإنّ المشرع الفرنسي كيّف سلطة السوق المالية باعتبارها سلطة عامة مستقلة، لكن استقلاليتها العضوية تبقى محل شك لعدة مبررات. فمن جهة تعتبر سلطة السوق المالية سلطة مستقلة لا تخضع لأية رقابة سلمية، حيث لا تتلقى سلطة السوق المالية أي أوامر أو توصيات من طرف الحكومة، إضافة إلى أن

إستعمال المشرع الفرنسي عبارة "سلطة عامة"، بدلا من عبارة "سلطة إدارية"، كما كان عليه الوضع عند تكييف لجنة عمليات البورصة السابقة « COB » أمر يؤدي إلى تعزيز وتقوية إستقلالية « AMF » مقارنة ب « COB » بحجة أنّ « AMF » لا يربطها أي رابط بالتركيبة والبنية الإدارية، فهي تتفق في هذا الجانب مع الأشخاص المعنوية التي تنتمي إلى القانون العام، مثل البنك الفرنسي، Banque de France<sup>1</sup>.

ضف إلى ذلك فإنّ مشاركة السلطات الدستورية الثلاث المتمثلة في كل من رئيس الجمهورية، رئيس المجلس الوطني ورئيس مجلس الأمة، وكذا تدخل الهيئات القضائية، فهي مسألة تمنح وتوفر ضمانات الإستقلالية العضوية<sup>2</sup>.

علاوة على ذلك فإنّ مدة إنتداب أعضاء « AMF » محددة قانونا لمدة طويلة، إذ يعين رئيس AMF لمدة خمس سنوات غير قابلة للتجديد بموجب مرسوم موقع من طرف رئيس الجمهورية، بينما يعيّن أعضائها الآخرين لمدة خمس سنوات قابلة للتجديد مرّة واحدة<sup>3</sup>.

بجانب هذه الأوجه المبرّرة والمجسّدة لوجود إستقلالية عضوية، نضيف تكريس قواعد حماية كعدم تجديد مدة انتداب رئيس AMF، وكذا نظام التنافي والإستقلالية المالية<sup>4</sup>. لكن رغم التكييف الصريح لوجود إستقلالية « AMF » ، إلا أنّ هذا لا يستلزم ولا يعني غياب أية علاقة بينها وبين السلطة التنفيذية، بحجة أنّه لا تزال « AMF » تحت الوصاية الهيكلية، حيث يعين رئيس « AMF » كما يعين الأمين العام من طرف المجمع ، لكن بعد إقتراح من رئيس « AMF » وموافقة الوزير المكلف بالإقتصاد، إضافة إلى أنّ الوزير هو الذي يختار جزء من أعضاء المجمع، ويعيّن مندوب الحكومة (commissaire de gouvernement) الذي يتولى متابعة مهام « AMF » ومدى ملاءمة التنظيم للحقائق

<sup>1</sup> BONEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 243.

<sup>2</sup> DU MARAIS Bertrand, Droit public de la régulation économique, Dalloz, Paris, 2004, p. 519. Et DECOOPMAN Nicole, « La composition des autorités de régulation et l'indépendance par rapport à la vie des affaires », in BOULOC Bernard, (sous la direction de) Autorités de régulation et vie des affaires, Dalloz, Paris, 2006, p. 16.

<sup>3</sup> NEUVILLE Sébastien, Droit de la banque et des marchés financiers, PUF, Paris, 2005, p. 105.

<sup>4</sup> VALETTE Jean-Paul, Droit de la régulation des marchés, op. cit. p. 138.

الإقتصادية والمالية، كما يصادق على النظام العام ل « AMF »، وفي حالة عجز أو تقصير الضابط، إتخاذ تدابير إستعجالية تفرضاها الظروف، وذلك بناء على مرسوم .

فوجود مندوب الحكومة على مستوى « AMF » مسألة تقلص من الإستقلالية العضوية ل « AMF » ومثل هذه الأحكام كانت قد ألغيت على مستوى « COB » بموجب القانون المؤرخ في 02 أوت 1989، وذلك قصد تفعيل وتأكيد استقلاليتها<sup>1</sup>.

لكن نجد أنّ المشرع الفرنسي قد راجع وسمح بوجود مثل هذا العضو "مندوب الحكومة" ضمن السلطة الضابطة الجديدة « AMF »، ممّا جعل بعض المؤلفين يقولون في هذا الشأن « La forte délégation de pouvoir de l'Etat à l'autorité a comme contrepartie la présence d'un commissaire du gouvernement »<sup>2</sup>.

وعلى هذا الأساس نتوصل إلى إقرار بوجود إستقلالية عضوية على مستوى « AMF » لكنها ليست بصفة مطلقة وإنما نسبية جدًا.

### ثانياً: في التشريع المصري

بعدما كانت الهيئة العامة لسوق المال المصرية تكيف بمثابة هيئة عامة تتبع وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية، وذلك بموجب قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، أصبحت بمقتضى قرار رئيس الجمهورية رقم 416 لسنة 2001، الصادر بتنظيم وزارة التجارة الخارجية وعلى وجه الخصوص المادة الثالثة منه، هيئة عامة تتبع وزير التجارة الخارجية ويكون الوزير المختص بالنسبة لها.

نشير في هذا الشأن إلى أنّ المشرع المصري خلافاً للمشرع الجزائري لم يستعمل عبارة الاستقلالية ولم يشر إليها إطلاقاً، بل عكس ذلك فهو استعمل بصريح العبارة مصطلح " التبعية " ، وعليه فالإستقلالية العضوية غائبة ومنعدمة ضمن الهيئة العامة لسوق المال المصري<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, op. cit. p. 93.

<sup>2</sup> RAMEIX Gérard, « L'autorité des marchés financiers », Petites affiches, 14 novembre 2003, n° 228, p. 13.

<sup>3</sup> شعبان أحمد محمود رجب، عبد الحكيم سليم، شرح أحكام سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية طبقاً لأحدث التعديلات، مرجع سابق، ص 1535.

ومن الأمثلة الموضحة للتبعية العضوية لهيئة سوق المال المصرية، نذكر جعل سلطة تعيين واقتراح أعضاء الهيئة من إختصاص السلطة التنفيذية، وتحديد مدة انتداب 4 أعضاء للجنة لمدة سنتين قابلة للتجديد، مما ينفي استقلالية الهيئة.

### ثالثا: في التشريع الجزائري:

لقد أوجد المشرع الجزائري عدة سلطات ضبط، وذلك عبر مختلف القطاعات الإقتصادية، والمالية، ومنها من كيّفت بالإستقلالية صراحة، كما هو الشأن في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها - محل الدراسة - وسلطة الضبط للبريد والمواصلات<sup>1</sup> ومنها من لم تعرف هذه الخاصية صراحة، كمجلس النقد والقرض، واللجنة المصرفية<sup>2</sup> ومجلس المنافسة في ظل الأمر رقم 03-03<sup>3</sup>.

وعند البحث عن المفهوم القانوني للاستقلالية، نجد أن المقصود بها هو عدم الخضوع لأية رقابة سلمية أو وصائية، ومن بين ما يدعم ويؤكد هذه الاستقلالية نذكر:

### 1- التشكيلة La composition

تتكون اللجنة من عدة أعضاء مع اختلاف دائرة إنتمائهم والمتمثلة في القضاء، التعليم العام، المحاسبة، ذوي الخبرة في المجال المالي والبورصي. فاختلاف وتعدّد الأعضاء المشكلين للجنة، مظهر يضمن الإستقلالية العضوية وتحقيق الشفافية في المعاملات إلى حدّ ما، إذ سرعان ما تتقلص هذه الإستقلالية، حيث أنه رغم تباين واختلاف الجهات المقترحة لأعضاء اللجنة والتي تتمثل في كل من وزير العدل، الوزير المكلف بالمالية، الوزير المكلف بالتعليم العالي، محافظ بنك الجزائر، المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين<sup>4</sup>، إلا أنّ أغلب هذه الجهات المقترحة تتمثل في الوزراء باختلاف إختصاصهم، فحبذا لو أنّ المشرع الجزائري خوّل للهيئات الممثلة للدولة والمجسدة في كل من المجلس الشعبي الوطني ومجلس الأمة ، سلطة

<sup>1</sup> قانون رقم 03-2000، مؤرخ في 05 أوت 2000، يحدّد القواعد العامة المتعلقة بالبريد والمواصلات السلوكية واللاسلكية، مرجع سابق .

<sup>2</sup> أمر رقم 11-03، مؤرخ في 26 أوت 2003، يتعلّق بالنقد والقرض، مرجع سابق .

<sup>3</sup> نشير في هذا الموضوع إلى أن مجلس المنافسة اعتبر في إطار الأمر رقم 03-03 بمثابة سلطة إدارية، إلا أنه تم تكييفه صراحة بسلطة إدارية مستقلة وذلك بعد صدور القانون رقم 12-08، المؤرخ في 25 جوان 2008، المعدل والمتمم للأمر رقم 03-03، المؤرخ في 19 جويلية 2003 والمتعلق بالمنافسة، جريدة رسمية عدد 36، صادر في 02 جويلية 2008 .

<sup>4</sup> المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 10-93، بعد تعديلها بموجب القانون رقم 04-03، المؤرخ في 17 فيفري 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10-93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

اقترح أعضاء هذه اللجنة، كما فعل المشرع الفرنسي حينما وزع سلطة اقتراح بعض أعضاء المجمع بين كل من رئيس مجلس الأمة، رئيس المجلس الوطني ورئيس المجلس الإقتصادي والإجتماعي<sup>1</sup>.

ضف إلى ذلك، وتجسيديا لإستقلالية اللجنة، فكان من الأجدر، أن يتم إقتراح " عضو القاضي" من طرف رئيس المحكمة العليا أو رئيس مجلس الدولة وليس من طرف وزير العدل.

على ضوء هذه الأحكام، لا نلمس استقلالية عضوية فعلية من خلال هذا الجانب.

## 2- طريقة تعيين أعضاء اللجنة:

لقد نص المرسوم التشريعي رقم 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة على صفة ومراكز أعضاء اللجنة ورئيسها، وكذا على طريقة إقتراحهم، لكنه لم يشر إلى أسلوب تعيينهم، وإنما أحال مثل هذه الأحكام إلى نصوص تنظيمية.

تطبيقا لمثل هذه الأحكام، فقد صدر فعلا المرسوم التنفيذي، المؤرخ في 13 جوان 1994، والذي خوّل سلطة تعيين رئيس اللجنة للحكومة، وذلك بموجب مرسوم تنفيذي يتّخذ في مجلس الحكومة بناء على إقتراح الوزير المكلف بالمالية<sup>2</sup>، إلا أن هذه الأحكام تؤثر سلبا على خاصية الإستقلالية المعترف بها للجنة، ويتجلى ذلك في إنفراد الحكومة بسلطة التعيين. إلا أنه تجدر بنا الإشارة إلى أن رئيس لجنة البورصة الحالي "عبد الحكيم براح" تمّ تعيينه من طرف رئيس الجمهورية بموجب مرسوم رئاسي<sup>3</sup>.

## 3- مركز أعضاء اللجنة:

<sup>1</sup> ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, op. cit. p. 103.

<sup>2</sup> مرسوم تنفيذي رقم 94-175، المؤرخ في 13 جويلية 1994، يتضمن تطبيق المواد 21، 22، 29 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، جريدة رسمية عدد 41، صادر في 26 جوان 1994.

<sup>3</sup> مرسوم رئاسي مؤرخ في 15 جانفي 2013، يتضمن تعيين رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، جريدة رسمية عدد 06، صادر في 27 جانفي 2013.

1 - الإنتداب: إن تحديد مدة إنتداب أعضاء ورئيس اللجنة من بين الركائز الهامة لضمان إستقلاليتها، فيعين رئيس اللجنة في سبيل القيام بمهامه لمدة تدوم 4 سنوات، كما يعين الأعضاء الآخرون لنفس المدة<sup>1</sup>.

إضافة إلى تحديد هذه المدة فقد أشار المشرع الجزائري إلى ظروف إنتهاء عضوية كل من رئيس اللجنة وبقيّة أعضائها، فبالنسبة للرئيس، فتنتهى مهامه بنفس طريقة تعيينه، بمعنى بموجب مرسوم تنفيذي يتخذ في مجلس الحكومة، غير أنه لا يمكن أن تنتهى مهامه أثناء ممارسته النيابة إلاّ في حالة إرتكاب خطأ مهني جسيم أو لظروف إستثنائية تعرض رسميا في مجلس الحكومة<sup>2</sup>.

فمثل هذه الأحكام قد تدفع للوهلة الأولى إلى تأكيد وجود الإستقلالية العضوية من هذا المنظور، لكن بجانبها، وجدت بعض الأحكام تخفي هذه الإستقلالية، منها عدم الإشارة إلى ظروف وأسباب إنهاء عضوية الأعضاء البقية للجنة خلال مدة نيابتهم، كما فعل بالنسبة لرئيس اللجنة، فكان على المشرع الجزائري حصر وتحديد ظروف وأسباب إنهاء عضويتهم.

وثانيا عدم تكريس مبدأ عدم تجديد مدة الإنتداب، حيث أنه بالرجوع إلى النصوص القانونية المتعلقة ببورصة القيم المنقولة، نلمس سكوت المشرع في مسألة تجديد أو عدم تجديد مدة إنتداب الرئيس والأعضاء، سواء بشكل صريح أو ضمني، وأمام غياب أحكام صريحة في هذا الشأن أمر يقرّ بقابلية تجديد مدة إنتداب رئيس وأعضاء اللجنة وذلك حسب تحليل أحد المؤلفين<sup>3</sup>، الأمر الذي يقلّص من الإستقلالية.

وعليه، وعلى ضوء مظهر قابلية تجديد مدة إنتداب رئيس وأعضاء اللجنة من جهة، وعدم حصر وتحديد ظروف وأسباب إنهاء عضوية أعضاء اللجنة خلال مدة إنتدابهم عدا

<sup>1</sup> المادتان 02 و06 على التوالي من المرسوم التنفيذي رقم 94-175، المؤرخ في 13 جويلية 1994، يتضمن تطبيق المواد 21، 22، 29، من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>2</sup> مرسوم تنفيذي رقم 94-175، مؤرخ في 13 جويلية 1994، يتضمن تطبيق المواد 21، 22، 29، من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>3</sup> « En l'absence de précision sur le caractère non renouvelable, on peut sans doute penser que le mandat peut être renouvelé. Cela tend à diminuer la garantie d'indépendance... ». Voir, GUEDON Marie-José, Les autorités administratives indépendantes, LGDJ, Paris, 1991, p.75.

الرئيس، من جهة أخرى، نتوصل إلى إضفاء الطابع الخيالي على إستقلالية اللجنة من الناحية العضوية.

أكثر من ذلك، فيمكن تأكيد غياب هذه الاستقلالية العضوية بمبررات أخرى.

### ب- نظام التنافى: **Le régime des incompatibilités**

قد يكون نظام التنافى مطلقا أو نسبيا، فيظهر النوع الأول عندما تكون وظيفة أعضاء أجهزة إدارة السلطات الإدارية المستقلة تتنافى مع ممارسة أي وظيفة أخرى سواء أكانت عمومية أو خاصة، وكذا مع أي نشاط مهني وأية إنابة انتخابية، بالإضافة إلى إمتناع إمتلاك الأعضاء للمصالح بصفة مباشرة أو غير مباشرة<sup>1</sup>.

كرّس المشرع الجزائري نظام التنافى المطلق، ضمن أحكام القانون المتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز<sup>2</sup>، ونظام التنافى الجزئي على مستوى قطاع المناجم<sup>3</sup>، وكذا القطاع المصرفي عند تنظيم اللجنة المصرفية<sup>4</sup>.

أما على مستوى بورصة القيم المنقولة، فقد أخضع المشرع الجزائري لجنة البورصة لنظام التنافى، لكن ليس بصفة مطلقة، حيث تنص أحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10 على أنه " يمارس رئيس اللجنة مهمته كامل الوقت، وهي تتنافى مع أية إنابة انتخابية أو وظيفة حكومية أو ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر، باستثناء أنشطة التعليم والإبداع الفني والفكري"<sup>5</sup>.

نلاحظ على ضوء أحكام المادة السالفة الذكر أن المشرع الجزائري لم يمنع رئيس اللجنة من امتلاك مصالح لدى مؤسسات قد تخضع لرقابتها ولسلطتها العقابية، أكثر من ذلك فقد اقتصر المشرع على تطبيق نظام التنافى على الرئيس فقط دون الأعضاء الآخرين، خاصة وأنه من بين أعضاء الغرفة التأديبية والتحكيمية المتواجدة على مستوى اللجنة، نجد عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة طوال مدة إنتدابهما، وعلى هذا الأساس كان لزاما

<sup>1</sup> ZOUAÏMIA Rachid, « Les fonctions répressives des autorités administratives indépendantes statuant en matière économique », Revue Idara, n° 28, 2004. p. 150.

<sup>2</sup> المادة 121 من القانون رقم 01-02، المؤرخ في 05 فيفري 2002، يتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز بواسطة القوات، مرجع سابق.

<sup>3</sup> المادة 49 من القانون رقم 01-10، المؤرخ في 03 جويلية 2001، والمتضمن قانون المناجم، مرجع سابق.

<sup>4</sup> المادة 14 من الأمر 03-11، المؤرخ في 26 أوت 2003، يتعلق بالنقد والقرض، مرجع سابق.

<sup>5</sup> المادة 24 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

على المشرع تعميم نظام التنافي على جميع أعضاء اللجنة ، زيادة على الرئيس قصد تفعيل و ضمان الإستقلالية العضوية للجنة البورصة.

نشير في هذا الصدد إلى أن المشرع الجزائري أحسن فعلا عندما تدخل في هذا الموضوع لسدّ الفراغات والثغرات الموجودة سابقا ضمن الأحكام والقواعد المنظمة لمختلف القطاعات وذلك بالتوسيع من حالات التنافي عن طريق إصدار الأمر رقم 01-07 ، المتعلق بحالات التنافي والإلتزامات الخاصة ببعض المناصب والوظائف<sup>1</sup> .

### ج- إجراء الإمتناع: Le procédé de l'empêchement

نقصد بإجراء الإمتناع تلك التقنية التي تستثني بعض أعضاء الهيئة من المشاركة في المداولات المتعلقة بالمؤسسات محل المتابعة بحجة وضعيتهم الشخصية تجاهها. حسب أحكام المرسوم التشريعي رقم 10-93، فإنه: " لا يجوز للرئيس ولجميع المستخدمين الدائمين في اللجنة أن يقوموا بأية معاملات تجارية حول أسهم مقبولة في البورصة"<sup>2</sup>.

يتبين لنا على ضوء أحكام المادة المذكورة أعلاه، ضعف وتقليص استقلالية اللجنة عضويا، بحجة أنه لا مانع لا للرئيس ولا لبقية الأعضاء من إمتلاك أسهم لدى الشركات المقبولة في البورصة، الأمر الذي يعرقل ويحدّ من الحياد والشفافية وبالتالي الإستقلالية. ضف إلى ذلك فإنّ رئيس الغرفة التأديبية والتحكيمية الذي هو بالذات رئيس اللجنة والعضوين الآخرين بإمكانهم المشاركة في مداولات قضايا قد تربطهم بها مصالح خاصة، بمعنى لا يخضعون لإجراء الإمتناع، وعليه نشك في شفافية وموضوعية القرارات الصادرة من الغرفة.

نخلص في الأخير إلى أنّ المشرع الجزائري كيّف اللجنة بسلطة ضبط مستقلة، إلا أنّ هذه الأخيرة تبقى جدّ محدودة، إذ لاتزال اللجنة في وضعية تبعية إزاء السلطة التنفيذية في جانبها العضوي، فهل يكون الوضع نفسه في التشريعات المقارنة؟

<sup>1</sup> أمر رقم 01-07 ، مؤرخ في 01 مارس 2007 ، يتعلق بحالات التنافي والإلتزامات الخاصة ببعض المناصب والوظائف ، جريدة رسمية عدد 16 ، صادرة في 7 مارس 2007 .  
<sup>2</sup> المادة 25 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 ، المؤرخ في 23 ماي 1993 ، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

بعدما توصلنا إلى إعتبار معظم سلطات الضبط العاملة في مجال بورصة القيم المنقولة ذات إستقلالية جدّ محدودة ونسبية من الناحية العضوية ، فهل تحتفظ بهذه الخاصية من الناحية الوظيفية ؟

## الفرع الثاني

### من الناحية الوظيفية

أنشئت أغلب سلطات ضبط أسواق الأوراق المالية قصد حماية الإدخار العام المستثمر وحسن سير أسواق الأوراق المالية وذلك عن طريق قيامها بعدة وظائف كالرقابة، التنظيم، العقاب، فهل تتمتع باستقلالية وظيفية إزاء السلطة التنفيذية، أم لا تزال هذه الأخيرة تمارس نفوذها وتأثيرها عليها.

### أولا : التشريع الفرنسي

رغم الإعتراف الصريح لكل من لجنة عمليات البورصة الفرنسية السابقة « COB » ، وسلطة السوق المالية الجديدة « AMF » بخاصية الاستقلالية، حيث كلفت الأولى على أساس " سلطة إدارية مستقلة" أمّا الثانية فهي " سلطة عامة مستقلة"، إلا أنّ المفهوم الحقيقي للإستقلالية يبرز ويظهر بصفة أكثر وضوح ضمن سلطة السوق المالية، أي السلطة الضابطة الجديدة « AMF »، وذلك لعدة أسباب، أهمها يكمن في الإعتراف ل « AMF » بالشخصية القانونية خلافا لما كان عليه الوضع على مستوى « COB »<sup>1</sup>، وأمام هذا الأمر، أصبح لسلطة السوق المالية عدة امتيازات لم تكن تتمتع بها سابقا منها:

أهلية التقاضي، حيث بإمكان رئيس « AMF » التقاضي أمام الجهات القضائية باسمها وليس باسم الدولة، وبالتالي ترتيب مسؤوليتها نتيجة أخطائها الجسيمة، وتوليها دفع التعويضات المالية اللازمة من ذمتها المالية الخاصة وليس من خزينة الدولة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Les contours de l'autorité des marchés financiers », in Mélanges AEDBF-France, 2003, p. 176.

<sup>2</sup> ECKERT Gabriel, « La responsabilité administrative des autorités de régulation », Revue de Droit Bancaire et Financier, Mars-Avril 2009, p. 23.

بمعنى أنّ الإستقلالية المالية تظهر من خلال تمويل نفسها بنفسها، وكذا في حرية تسيير وتنفيذ ميزانيتها<sup>1</sup>. كما أنّ الشخصية القانونية المخولة لسلطة السوق المالية، مسألة سمحت لها بالتمتع بالاستقلال المالي حيث تحدّد ميزانيتها بنفسها بعد اقتراح من أمينها العام، وتتولى تنفيذها دون رقابة سابقة.

لكن مقابل هذه المؤشرات الموضحة والمبينة للاستقلالية الوظيفية تتواجد ما يبين خلاف ذلك، بمعنى تدخل السلطة التنفيذية في مهام وصلاحيات سلطة السوق المالية، مثل ضرورة موافقة وزير الإقتصاد على النظام العام لسلطة السوق المالية، منشور في الجريدة الرسمية، كما أنّه في حالة قصور أو عجز السلطة، تتخذ بموجب مرسوم تدابير استعجالية<sup>2</sup>.

### ثانيا: التشريع المصري

إنّ المشرع المصري صريح بشأن العلاقة التي تربط الهيئة العامة لسوق المال بالسلطة التنفيذية حيث لم يعترف لها بأية استقلالية لا عضوية ولا وظيفية، حيث لاتزال هذه الهيئة تمارس مهامها ووظائفها تحت رقابة وإشراف وزير التجارة الخارجية<sup>3</sup>.

### ثالثا : في التشريع الجزائري

رغم التكليف الصريح للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها باعتبارها " سلطة ضبط مستقلة "، إلا أنّ هذه الإستقلالية غالبا ما تخفي نتيجة عدة أسباب.

#### 1- الوسائل القانونية:

من بين الوسائل القانونية التي قد تبين وجود أو غياب الإستقلالية الوظيفية للجنة نذكر:

#### أ- الشخصية القانونية:

لقد سلك المشرع الجزائري مسلك المشرع الفرنسي بخصوص الإعراف بالشخصية القانونية ل « AMF » ، إذ بعدما كانت اللجنة في ظل القانون المنشئ لها سلطة سوق القيم المنقولة، مجردة من الشخصية المعنوية، نجد أنّ المشرع الجزائري قد تراجع عن ذلك من خلال القانون رقم 03-04، حيث حوّل للجنة الشخصية المعنوية، الأمر الذي يدعّم ويضمن

<sup>1</sup> STORCH Olivier, « Les conditions et modalités budgétaires de l'indépendance du régulateur » in FRISON-ROCHE Marie-Anne, (sous la direction de), Les régulations économiques, légitimité et efficacité, Presses de Sciences Po et Dalloz, Paris, 2004, p. 65.

<sup>2</sup> OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, op. cit. p. 93.

<sup>3</sup> شعبان أحمد محمود رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون سوق المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية طبقا لأحدث التعديلات، مرجع سابق، ص1535.

إستقلاليتها الوظيفية مقارنة بوضعها السابق، وذلك نتيجة تمتعها بعدة إمتيازات لم تكن تتمتع بها في السابق منها:

### حرية التعاقد:

إنّ منح الشخصية المعنوية لهيئة ما، مسألة تخوّل لهذه الهيئة الحق في التعاقد، حيث بإمكانها إبرام عقود واتفاقات مع هيئات أو لجان أخرى.

### أهلية التقاضي:

تمنح الشخصية المعنوية لصاحبها الحق في التقاضي، حيث بعدما كان لرئيس اللجنة مجرد الحق في تأسيسه كطرف مدني في حالة وقوع جرائم في ظل المرسوم التشريعي رقم 10-93، أصبح له وبمقتضى القانون رقم 04-03 الحق في اللجوء إلى الجهات القضائية، بصفته مدعيا أو مدعى عليه، بمعنى اعتبار رئيس اللجنة بعد التعديل هو صاحب الصفة في الخصومة، بعدما كان يلجأ إلى القضاء باسم الدولة، أي ممثلا لها فقط واقتصار صاحب الصفة في الدعوى على الدولة ممثلة بوزير المالية.

### المسؤولية:

بجانب حرية التعاقد وأهلية التقاضي، تترتب عن التمتع بالشخصية المعنوية ترتيب مسؤولية اللجنة عن الأضرار الناجمة عن أخطائها الجسيمة، بعدما كانت الدولة هي المسؤولة الوحيدة عن هذه الأخطاء. تتجسد مسؤولية اللجنة في توليها دفع التعويضات المستحقة من ذمتها المالية الخاصة، وليس من ذمة الدولة.

على ضوء هذه الأحكام، أي الإقرار للجنة بالشخصية المعنوية، تظهر لنا إستقلالية اللجنة عن السلطة التنفيذية من هذا الجانب.

لكن في نفس الوقت، تجدر بنا الإشارة إلى عدم اعتبار الشخصية القانونية معيارا حاسما وفعالا لقياس مدى الإستقلالية، باعتبار أن كثيرا هي الهيئات التي لا تتمتع بالشخصية المعنوية، لكنها تتوفر على نسبة ودرجة من الإستقلالية إزاء السلطة التنفيذية مثل لجنة عمليات البورصة سابقا « COB » ، وكثيرا من الهيئات تتمتع بالشخصية المعنوية لكنها لا

تزال تابعة وخاضعة للسلطة التنفيذية في أداء مهامها مثل الهيئة العامة لسوق المال المصرية.

### ب- النظام الداخلي:

خوّل المشرع الجزائري للجنة البورصة الحق في إعداد نظامها الداخلي والمصادقة عليه خلال إجتماعها الأول<sup>1</sup>.

فمثل هذه الأحكام تترجم حرية اللجنة في اختيار مجموع القواعد التي من خلالها تقرّر كيفية تنظيمها وسيرها دون مشاركتها مع أي جهة مهما كانت طبيعتها، أكثر من ذلك، فلا يخضع النظام الداخلي للجنة لإجراء المصادقة من السلطة التنفيذية من جهة، وعدم قابليته للنشر من جهة أخرى، وعليه، ومن هذا الجانب تظهر إستقلالية وظيفية للجنة البورصة عن السلطة التنفيذية ، خلافا لبعض سلطات الضبط المستقلة الأخرى العاملة في قطاعات معينة كوكالتي ضبط القطاع المنجمي مثلا اللتان لا تتمتعان بالحق في وضع وإعداد نظامهما الداخلي ولا حتى حق المشاركة في وضعه ، حيث خوّل المشرع الجزائري صلاحية تحديد تنظيم الوكالتين وسيرهما إلى السلطة التنفيذية ، فتنص أحكام القانون المتعلق بالمناجم على " تتمتع كل من الوكالة الوطنية للممتلكات المنجمية والوكالة الوطنية للجيوولوجيا والمراقبة المنجمية بنظام داخلي ، يتخذ بموجب مرسوم ... " <sup>2</sup>.

### ج-إجراء الموافقة:

إنّ الإعراف الصريح للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالشخصية القانونية من جانب وحريتها في إعداد نظامها الداخلي من جهة أخرى بمثابة أوجه تساهم في ضمان وتأمين إستقلاليتها تجاه السلطة التنفيذية، لكن بتمعننا في الأحكام القانونية المنشأة للجنة، يتضح لنا أوجها أخرى تؤكّد غير ذلك كإجراء الموافقة مثلا، أين خوّل المشرع الجزائري للجنة ممارسة السلطة التنظيمية، عن طريق إصدار أنظمة<sup>3</sup>، لكن بعد موافقة وزير المالية

<sup>1</sup> المادة 26 من المرسوم التشريعي رقم 10-93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 51 من القانون رقم 10-01 ، مؤرخ في 3 جويلية 2001 ، يتضمن قانون المناجم ، مرجع سابق .

<sup>3</sup> المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 10-93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

عليها<sup>1</sup>، لتنتشر بعدها في الجريدة الرسمية مشفوعة بقرار وزير المالية المتضمن الموافقة عليها.

فدون إجراء الموافقة الذي تختص به السلطة التنفيذية مجسدة في وزير المالية، تبقى النصوص مجرد مشاريع ولا تعتبر بمثابة أنظمة، بمعنى آخر، أنّ الإختصاص الفعلي والحقيقي يعود للسلطة التنفيذية، ممّا يجعل اللجنة في وضعية تبعية إزاء السلطة التنفيذية، من هذه الزاوية.

## 2- الوسائل المالية:

لقد إعترف المشرع صراحة وفي نصوص قانونية واضحة ، بالاستقلال المالي للجنة البورصة، إلاّ أنّه في حقيقة الأمر، هذه الاستقلالية تبقى نظرية، بحجة أنّ مهمة تحديد نسب وآليات تحصيل هذه الأتاوى التي تتقاضاها اللجنة ليست من اختصاص هذه الأخيرة، إنّما تعود إلى إختصاص الوزير المكلف بالمالية<sup>2</sup>، وهذا خلافا لقواعد حساب العمولات التي تتقاضاها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن العمليات التي تجرى في البورصة، والتي يعود إختصاص إعدادها إلى لجنة البورصة<sup>3</sup>، ضف إلى ذلك ، فلا تزال اللجنة تعتمد في تمويلها على موارد الدولة، الأمر الذي يؤثر سلبا على إستقلاليتها الوظيفية، مما يجعلها في وضعية تبعية وخضوع للسلطة التنفيذية في الجانب المالي.

## 3- سلطة الحلول : Pouvoir de substitution

إضافة إلى ما سبق عرضه، فتكريس سلطة حلول السلطة التنفيذية محل اللجنة في أداء الصلاحيات المخولة لها، لدليل ومبرر آخر يوضح العلاقة التي تجمع بين السلطة التنفيذية ولجنة البورصة والتي هي علاقة تبعية وتأثير، حيث سمح وأجاز المشرع الجزائري للسلطة التنفيذية إمكانية الحلول محل اللجنة وذلك في حالات معينة منصوص عليها قانونا كما يلي:

<sup>1</sup> المادة 01 من المرسوم التنفيذي رقم 96-102، المؤرخ في 11 مارس 1999، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 18، صادر في 20 مارس 1996.

<sup>2</sup> القرار المؤرخ في 02 أوت 1998، يتضمن تطبيق المادة 3 من المرسوم التنفيذي رقم 78-170، المؤرخ في 20 ماي 1998، المتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، جريدة رسمية عدد 70، صادر في 20 سبتمبر 1998.

<sup>3</sup> نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 98-01، المؤرخ في 15 أكتوبر 1998، الذي يحدّد الأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، جريدة رسمية عدد 93، صادر في 13 سبتمبر 1998.

"... وإذا كان هذا الحادث ممّا يتطلب تعليقاً لمدة تتجاوز خمسة أيام كاملة، كان القرار من اختصاص الوزير المكلف بالمالية دون غيره"<sup>1</sup>.

وكذا " إذا ثبت عن اللجنة عجز أو قصور، تتخذ التدابير التي تتطلبها الظروف عن طريق التنظيم، بناءً على اقتراح الوزير المكلف بالمالية عقب الاستماع إلى رئيس اللجنة"<sup>2</sup>. وتجدر بنا الإشارة في هذا الصدد إلى أنّ مجلس الدولة الفرنسي في دراسة له حول السلطات الإدارية المستقلة، يقترح تمتع الحكومة بسلطة إتخاذ التدابير الواجبة والضرورية في حالة عجز وقصور السلطة الضابطة، لكن تحت رقابة القاضي<sup>3</sup>.

#### 4- إعداد تقرير سنوي :

أكثر من ذلك، وممّا يقلص من إستقلالية اللجنة إزاء السلطة التنفيذية من الناحية الوظيفية، ضرورة إعداد اللجنة لتقرير سنوي وإرساله إلى الحكومة، بمعنى إحفاظ الحكومة ببعض أوجه الرقابة على النشاطات السنوية للجنة<sup>4</sup>.

في الأخير نتوصل إلى عدم وجود إنفصال واستقلال بين كل من سلطات ضبط سوق المال وبين السلطة التنفيذية ، إذ لا تزال هذه الهيئات تمارس مهامها تحت رقابة و إشراف و نفوذ السلطة التنفيذية، وذلك سواء في التشريع الجزائري أو في التشريعات المقارنة، لكن بدرجات متفاوتة ، إذ تكون نسبة الإرتباط ضعيفة في التشريع الفرنسي وقوية في التشريع الجزائري ، أما في التشريع المصري ، فليس لنا الحديث عن الإستقلالية نتيجة وجود مصطلح " التبعية " .

بعد التعرض إلى طبيعة العلاقة التي تجمع هذه السلطات والسلطة التنفيذية، نتساءل عن مدى دستورية هذه السلطات باعتبارها تمثل طائفة أو نوع جديد من السلطات لم يذكر ضمن دساتير معظم دول العالم.

<sup>1</sup> المادة 2/48 من المرسوم التشريعي رقم 10-93، المؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 50 من المرسوم التشريعي رقم 10-93، المؤرخ في 23 ماي 1993 ، المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، مرجع سابق .

<sup>3</sup> ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, op. cit. p. 110.

<sup>4</sup> المادة 30 فقرة أخيرة من المرسوم التشريعي رقم 10-93 بعد تعديلها بموجب القرار رقم 04-03، المؤرخ في 17 فيفري 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10-93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

## المطلب الثاني

### مدى دستورية أحكام اللجنة

إنّ تكييف اللجنة كسلطة ضبط مستقلة، وعلى وجه الخصوص سلطة إدارية مستقلة، أمر يدفعنا إلى طرح التساؤل حول مدى دستورية هذا النوع من السلطات، على أساس أنّ معظم دساتير العالم كرست ثلاث سلطات فقط، ألا وهي السلطة التنفيذية، السلطة التشريعية، والسلطة القضائية، ومن جهة أخرى ونظرا إلى إضافة خاصية الإستقلالية بجانب السلطات الإدارية ، مسألة تميّزها عن السلطات الإدارية التقليدية التي تندرج ضمن السلطة التنفيذية كما أنّ سلطات الضبط ليست بسلطات قضائية وذلك لعدة مبررات سبق لنا شرحها سالفًا، كما أنّ رغم أوجه الشبه المتواجدة بين وظيفة الضابط ووظيفة القضاء، إلا أنّ هناك عدة إختلافات بينهما، إذ يتدخل الضابط في حالة وجود نزاع لتحديد قواعد اللعبة وإعادة التوازنات، فأهم تدخلاتها رغم وظيفتها الإصلاحية، إلا أنّها تندرج ضمن الإجراءات ذات الطابع الوقائي لتفادي كل مخالفة<sup>1</sup>.

ضف إلى ذلك فلا يمكن إعتبار سلطات الضبط بمثابة سلطة تشريعية، حيث لا يقع إختصاصها في سن القوانين، هذه المهمة يعود اختصاصها إلى البرلمان. على ضوء هذه الأحكام، نتساءل عن المكانة القانونية أو الوضع القانوني لهذه السلطات، كونها لا تعتبر لا سلطة قضائية ولا سلطة تنفيذية ولا تشريعية، فهل يمكن إعتبارها سلطة رابعة بجانب السلطات الثلاث؟ مع الإشارة إلى أنّ معظم دساتير دول العالم لم تدرج هذا النوع من السلطات ضمن أحكامها، ممّا يجعلنا نتوقف عند هذه المسألة لمعالجة الوضع، ولن يتسن لنا ذلك إلا بعد دراسة مدى دستورتها من جهة (الفرع الأول) ، ومدى دستورية سلطاتها من جهة أخرى (الفرع الثاني).

---

<sup>1</sup> DELICOSTOPOULOS Constantin, L'encadrement processuel des autorités de marché en droit français et communautaire, contentieux de la concurrence et de la bourse, LGDJ, Paris, 2002, p. 137.

## الفرع الأول

### المكانة القانونية للجنة ضمن التركيبة المؤسساتية

قصد التعرف على وضع اللجنة ضمن الهيكل المؤسساتي، رأينا أنه من الضروري التعرف على دستورية هذه اللجنة ودستورية سلطاتها من جهة أخرى. لم تنص أغلب دساتير العالم على السلطات الإدارية المستقلة والمسماة كذلك بالسلطات المستقلة والتي تعتبر مؤسسات جديدة من مؤسسات جهاز الدولة سواء في الجزائر أو في فرنسا<sup>1</sup>، إنما تجد هذه الأخيرة أساسها ومصدرها في التشريعات العادية، الأمر الذي يدفعنا إلى التساؤل عن علاقتها بالدستور، بتعبير آخر ألا يعتبر أمر إنشاء هذه السلطات بمثابة مخالفة للدستور أم لا؟

#### أولاً: في التشريع الفرنسي

لم يعرف ولم يعترف الدستور الفرنسي بالسلطات الإدارية المستقلة في بداية الأمر، لكن أمام كثرة التذبذبات والترددات في هذا الشأن، فقد توصل إلى عدم وجود أي داعي لإنشاء سلطة رابعة بجانب السلطات الثلاث، والإعتراف بها دستورياً، إنما مجرد الإكتفاء بالإعتراف الصريح بإمكانية استقلالية بعض السلطات الإدارية عن السلطة السياسية وذلك أثناء ممارسة السلطات المخولة قانوناً للحكومة أو للإدارة.

فالمجلس الدستوري الفرنسي يعترف بمركز مهجن (hybride) لصالح السلطات الإدارية المستقلة، إذ يقر بأنها تدخل ضمن الهيكلية أو التركيبة المؤسساتية وأن فكرة إنشائها لا تتنافى مع أحكام القانون الأساسي، كما أنه توصل إلى إستخلاص الصعوبة القائمة بين الطابع الإداري لهذه الهيئات من جهة والاستقلالية التي تتمتع بها إزاء السلطة التنفيذية من جهة أخرى، وذلك بشرط تأطير إستقلالية هذه الهيئات عن طريق إخضاعها للقانون وكذا تحديد اختصاصاتها التنظيمية بشكل يجعل الحكومة صاحبة الاختصاص لممارسة السلطة التنظيمية العامة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> لباد ناصر، " السلطات الإدارية المستقلة "، مجلة إدارة، عدد 01، لسنة 2001، ص 7-8.

<sup>2</sup> TEITGEN-COLLY Catherine., « Les instances de régulation et la constitution », Revue de Droit Public et de la Science Politique en France et à l'étranger, 1990, p. 231.

فإذا كانت فعلا هذه السلطات مجرد لجان، أو امتداد للإدارة، فإنّ إنشائها عن طريق التنظيم أمر لا يطرح أي إشكال، لكن اعتبار هذه السلطات مستقلة فإنّ إنشائها بموجب نصوص تنظيمية يبقى حاليا أسلوب استثنائي وغير مرغوب فيه، إنّما يجب أن تخوّل مثل هذه المهمة إلى النصوص التشريعية وذلك لعدة أسباب منها<sup>1</sup>:

- لقد تمّ إنشاء البعض من السلطات الإدارية المستقلة قصد التدخل في مجالات تتعلّق بالحقوق الأساسية للمواطن كما تمسّ بعض المجالات المخصصة للقوانين، وذلك بمقتضى المادة 34 من الدستور الفرنسي.

- تتمتع البعض من هذه السلطات الإدارية المستقلة بإمكانية ممارسة السلطة التنظيمية ضمن إطار محدّد، وعن طريق شروط محدّدة من طرف المجلس الدستوري، والتي لا تمس باختصاص الوزير الأول باعتباره صاحب اختصاص السلطة التنظيمية، حسب أحكام المادة 21 من الدستور، حيث تدخل المجلس الدستوري الفرنسي في هذا الشأن ليقرّ بأنّ أحكام المادة 21 لا تضع أية عرقلة في أن يخوّل المشرع لسلطات الدولة غير الوزير الأول مهمة تحديد قواعد تسمح بتطبيق القوانين، وذلك ضمن مجال معين، وخلال إطار محدّد بنصوص قانونية وتنظيمية. بمعنى أنّ المشرع هو الجهة الوحيدة المختصة بالسماح لسلطات الدولة غير الوزير الأول، وعلى وجه الخصوص السلطات الإدارية المستقلة بإمكانية ممارسة السلطة التنظيمية، ضمانا للتطبيق الفعلي للقانون.

- إنّ خاصية إستقلالية هذا النوع من السلطات، أي السلطات الإدارية المستقلة أمر يفترض قواعد التشكيلة، الضمانات، الإمتيازات (عقوبات، إخطار السلطة القضائية)، و التي لا يمكن تحديدها قانونا بموجب مرسوم<sup>2</sup>.

- لا يمكن تقدير مدى ملائمة السلطات الإدارية المستقلة عند دراسة نظام إنشائها، وعلى هذا الأساس وحسب التحليل الذي توصلت إليه لجنة التقرير والدراسات لمجلس الدولة الفرنسي المتضمّن إمتياز المشرع بإلزام الحكومة بضرورة تبرير في كل مرة وبشكل دقيق أمام مجلس الدولة، وكذا أمام البرلمان مسألة إنشاء سلطة إدارية مستقلة جديدة

<sup>1</sup> GENTOT Michel, Les autorités administratives indépendantes, op. cit. p. 49.

<sup>2</sup> Ibid, p. 50.

كوسيلة لازمة تسمح بالرقابة وأن اللجوء إلى هذا الطريق الذي هو ليس إجراء عادي للتنظيم الإداري، إنّما إجراء ملائم ومناسب<sup>1</sup>.

### ثانيا: في التشريع الجزائري

إنّ الدستور الجزائري نص على ثلاث سلطات فقط والمتمثلة في السلطة التشريعية المختصة بسن القوانين والسلطة التنفيذية التي تتولى السهر على تنفيذ القوانين، و السلطة القضائية المختصة بتطبيق القوانين، أمّا السلطات الإدارية المستقلة فلم يدرجها المشرع كسلطة رابعة، إنّما اكتفى بتبرير وتعليل وجودها وذلك وفقا للمادة 23 من الدستور الجزائري التي تنص "عدم تحييز الإدارة يضمّنه القانون".

لأن هدف المشرع من إنشاء السلطات الإدارية المستقلة لا يتمثل في تكريس إستقلالية هذه السلطات وإنّما في ضمان حيادها.

وعليه، فالإستقلالية ليست إلّا وسيلة تبرّر هدف ونهاية الدستور، وهي حياد هيئات الدولة التي تتولى وظيفة ضبط النشاطات الإقتصادية.

أمام هذه النتائج، نتوصل إلى القول بضرورة الأخذ بعين الإعتبار مسألة السلطات الإدارية المستقلة ضمن أحكام الدستور بطريقة تسمح بالإعتراف لها بالمشروعية وكذا بمركز خاص ضمن المنظومة المؤسسية<sup>2</sup>.

وعلى هذا الأساس يجب التفكير في تعيين السلطة المختصة بإنشاء هذه الهيئات، وفي هذا الصدد فإنّ المادة 29/122 من الدستور تنص على أن "إنشاء فئات المؤسسات" يدخل ضمن مجال تشريع البرلمان، يجب تعديلها وذلك بتوسيع اختصاص السلطة التشريعية لإنشاء السلطات الإدارية المستقلة<sup>3</sup>.

بعد التعرض إلى الأحكام المتعلقة بمسألة دستورية السلطات الإدارية المستقلة ضمن الهيكل المؤسسي سواء في التشريع الفرنسي أو الجزائري، نحاول التطرق إلى مدى دستورية سلطاتها.

<sup>1</sup> GENTOT Michel, Les autorités administratives indépendantes, op.cit. p. 50.

<sup>2</sup> ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, op. cit. p. 100.

<sup>3</sup> Ibid.

## الفرع الثاني

### مدى دستورية سلطات اللجنة على ضوء مبدأ الفصل بين السلطات

قصد السهر على حماية الادخار العام المستثمر، وحسن سير سوق القيم المقولة، خول المشرع الجزائري للجنة عدة سلطات أهمها السلطة التنظيمية، وسلطة توقيع العقوبات عند مخالفة النصوص التنظيمية.

#### أولا :مدى دستورية السلطة التنظيمية

تعتبر مسألة ممارسة السلطة التنظيمية من بين المواضيع المكرسة ضمن دساتير معظم دول العالم والتي يختص بها غالبا الحكومة مجسدة في الوزير الأول. أمام هذا الوضع، ونظرا لكون معظم السلطات الإدارية المستقلة، ومع وجه الخصوص تلك المختصة بضبط سوق الأوراق المالية، محل دراستنا، تتمتع بهذه السلطة، أمر يدفعنا إلى التساؤل عن مدى دستورية هذه السلطة، سواء على مستوى التشريع الجزائري أو في التشريعات المقارنة.

#### 1- في التشريع الفرنسي

بعد الجدل القائم بين الفقهاء ورجال القانون بخصوص دستورية السلطة التنظيمية المخولة دستوريا للسلطة التنفيذية، وقانونا لسلطات الضبط ، بما فيها سلطة ضبط السوق المالية، تدخل المجلس الدستوري الفرنسي في هذا الشأن، وذلك في عدة مناسبات. يرجع التدخل الأول لمجلس الدولة الفرنسي لتبرير دستورية السلطة التنظيمية المخولة قانونا لسلطات الضبط إلى سنة 1986، حيث أصدر قرار له في سبتمبر 1986، يؤكد فيه أن اختصاص الوزير الأول بسلطة إصدار أنظمة على المستوى الوطني حسب أحكام المادة 21 من الدستور الفرنسي ليس بأمر من شأنه عرقلة إمكانية منح المشرع لهيئات الدولة باستثناء الوزير الأول صلاحية تحديد قواعد تسمح بتطبيق القانون، بشرط أن يتم ذلك في مجال معين وضمن إطار محدد من خلال القوانين والأنظمة<sup>1</sup>.

بتعبير آخر، يتمثل دور تدخل المجلس الدستوري في هذا الشأن في تأطير ممارسة السلطة التنظيمية من طرف سلطات الدولة، غير الوزير الأول، وباعتبار أن مثل هذه

<sup>1</sup> GENTOT Michel, « Marchés et autorités administratives indépendantes », Petites affiches, 17 septembre 2001, n° 185, p. 12.

الهيئات تمارس السلطة التنظيمية في مجال حدده المشرع مسبقاً، أصبحت هذه السلطة التنظيمية ذات طبيعة خاصة و تطبيقية ، خلافاً لتلك التي يمارسها الوزير الأول ذات الطابع العام "سلطة تنظيمية عامة" أي ليست مقترنة بمجال أو نطاق محدد<sup>1</sup>.

كما عرف مجلس الدولة الفرنسي تدخلاً آخر في سنة 1989 بشأن السلطة التنظيمية المخولة قانوناً، (CSA) أين تم تقييد ممارسة هذه السلطة عن طريق وضع شروط تتعلق بمجالها ومضمونها<sup>2</sup>.

أما على مستوى سوق الأوراق المالية، فنشير إلى أن المجلس الدستوري الفرنسي تدخل بشأن السلطة التنظيمية المخولة لمجلس بورصة القيم (CBV) كهيئة مهنية، وقضى بدستورية السلطة التنظيمية التي يمارسها هذا المجلس بشرط أن تصدر تلك الأنظمة في مجال محدد قانوناً، مع وجوب مراعاة مبادئ قانونية وضعها المشرع إلى جانب الرقابة التي يمارسها وزير الاقتصاد عليها<sup>3</sup> ، أما بالنسبة للجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB) فقد إعترف لها المشرع الفرنسي بإمكانية ممارسة السلطة التنظيمية بموجب القانون رقم 85-1321، المؤرخ في 14/12/1985 فتخضع لنفس الأحكام السالفة الذكر، إذ يعتبر مجال ممارسة سلطاتها التنظيمية محدد بضرورة حماية الإدخار المستثمر في القيم المقولة أو المنتوجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للإدخار، مع ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها، وكذلك وجوب مصادقة وزير الاقتصاد والمالية على هذه الأنظمة<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> TEITGEN-COLLY Catherine, « Les instances de régulation et la constitution » op. cit. p. 172.

<sup>2</sup> CHEROT Jean-Yves, « Le premier ministre exerce le pouvoir réglementaire » Revue de Droit Prospectif, Presses Universitaires d'Aix Marseille, n° spécial, 2001, p. 2194.

<sup>3</sup> THOMASSET-PIERRE Sylvie, L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales, LGDJ, Paris, 2003, p. 27.

<sup>4</sup> GENEVOIS Bruno, « Le conseil constitutionnel et l'extension des pouvoirs de la commission des opérations de bourse », Revue Française de Droit Administratif, juillet-aout 1989, p. 674.

فتعتبر السلطة التنظيمية لـ (COB) ذات طابع خاص، إذ تمارس في نطاق جد محدود ، وكذا مقيدة وغير مباشرة تتوقف مسألة تطبيقها على ضرورة مصادقة وزير الاقتصاد والمالية<sup>1</sup>.

لكن وباعتبار أن السلطة الحالية المختصة بضبط سوق الأوراق المالية الفرنسية تتمثل في "AMF" فما هو وضعها في هذا الجانب.

تجدد بنا الإشارة، وتماشيا مع التعديلات التي عرفها المشرع الفرنسي بموجب إصدار القانون المتعلق بالأمن المالي، المؤرخ في 01 أوت 2003 إلى أن AMF تمارس السلطة التنظيمية عن طريق إعداد نظام عام ينشر في الجريدة الرسمية للجمهورية الفرنسية بعد الموافقة عليه عن طريق قرار الوزير المكلف بالإقتصاد وذلك حسب مضمون المادة 6-621 من التقنيين النقدي والمالي.

بمعنى أن المشرع الفرنسي عندما خول لـ AMF إمكانية ممارسة السلطة التنظيمية رجح تلك التي كان يمارسها CMF الذي يمارس سلطة تنظيمية بشكل نظام موحد، خلافا للسلطة التنظيمية التي تتمتع بها COB التي تأخذ صورة أنظمة مختلفة وعديدة<sup>2</sup>.

وعليه، وبالرجوع إلى الأحكام القانونية الفرنسية المطبقة على AMF نتوصل إلى أن المشرع أخذ بعين الاعتبار كل النتائج والمواقف التي ذكرت سابقا، ويتجلى ذلك في تحديد مجال ممارسة السلطة التنظيمية لـ AMF من جهة حيث بينت المادة 6-621 من التقنيين النقدي والمالي مجالات إعداد النظام العام وضرورة موافقة الوزير المكلف بالإقتصاد على النظام العام لـ AMF من جهة أخرى<sup>3</sup>. مما يؤدي إلى إضفاء دستورية السلطة التنظيمية لـ AMF.

فهل تتوفر نفس الأحكام على مستوى التشريع الجزائري؟

## 2- في التشريع الجزائري

بالرجوع إلى الأحكام القانونية المنظمة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، نجد أن المشرع الجزائري خول لها سلطة إصدار أنظمة، وذلك قصد تنظيم سوق القيم المنقولة،

<sup>1</sup> BERGEL Jean, Louis, « Pouvoir réglementaire et délégation de compétences normatives », *Revue de Droit Prospectif*, Presse Universitaires d'Aix Marseille, n° spécial, 2001, p. 2378.

<sup>2</sup> BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, *droit des marchés financiers*, op. cit. p. 255.

<sup>3</sup> NEUVILLE Sébastien, *Droit de la banque et des marchés financiers*, op. cit. p. 110.

مع العلم أن إختصاص ممارسة السلطة التنظيمية يعود حسب أحكام الدستور إلى السلطة التنفيذية ممثلة في رئيس الحكومة، المسمى حسب التعديل الجديد بالوزير الأول الذي يتولى السهر على تنفيذ القوانين والتنظيمات، وذلك طبقا لنص المادة 2/125 من الدستور الجزائري لسنة 1996 بعد تعديله<sup>1</sup>.

أمام إختصاص الوزير الأول بالسلطة التنظيمية في الدولة، حسب أحكام الدستور، نتوقف لنتساءل عن مدى دستورية السلطة التنظيمية التي تمارسها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؟

تجدر بنا الإشارة في هذا الصدد إلى أن المجلس الدستوري الجزائري لم يعرف أي تدخلا لتقرير مدى دستورية السلطة الإدارية المستقلة كصنف جديد من السلطات ضمن البنية المؤسساتية للدولة، بما فيها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، كما لم يتدخل كذلك بشأن مدى دستورية سلطاتها ، منها السلطة التنظيمية خلافا للوضع على مستوى التشريع الفرنسي.

أمام غياب أي مبرر قانوني وقضائي في هذا الموضوع، نحاول تحليل معظم الأحكام الدستورية والقانونية الواردة في هذا الموضوع.

بالتمعن في أحكام المواد القانونية التي تمنح السلطة التنظيمية للجنة من جهة، وأحكام المادة 125 من الدستور الجزائري من جهة أخرى نلاحظ اصطدام الأحكام فيما بينها، إذ كيف يمكن لنص تشريعي بأن يخول سلطة تنظيمية لتطبيق القوانين لهيئة أخرى غير الوزير الأول .

عندما تختص سلطة ضبط معينة باختصاص تنظيمي ذات طابع تقني فإن مسألة دستورية مثل هذا التأهيل لا تطرح بنفس الوتيرة، كما لو أنها تخص بسلطة تنظيمية حقيقية مثلما هو الوضع على مستوى COSOB.

<sup>1</sup> تنص المادة 125 من الدستور الجزائري لسنة 1996 بعد التعديل على أنه " يندرج تطبيق القوانين في المجال التنظيمي الذي يعود للوزير الأول" . مع الإشارة إلى أن التعديل كان بموجب القانون رقم 19-08 ، المؤرخ في 15 نوفمبر 2008 ، جريدة رسمية عدد 63، صادر في 16 نوفمبر 2008.

في مثل هذه الحالة، معظم قواعد تطبيق القانون تعود إلى السلطة التنظيمية للهيئة، كما أن مثل هذه السلطة أي التنظيمية لا يعود أساسها إلى التفويض الذي تمنحه السلطة التنفيذية.

وإنما النصوص القانونية بحد ذاتها هي التي تمنح السلطة التنظيمية للجنة، وعلى هذا الأساس لا يمكن لنا تبرير مثل هذه الصلاحيات بما يسمى "منح الامتياز" أو "التنازل" حسب تصريحات أحد مؤلفي القانون الفرنسي<sup>1</sup>.

نضيف إلى أن رغم إشتراط المشرع الجزائري ضرورة موافقة وزير المالية على أنظمة اللجنة من جهة، واختصاص اللجنة بإصدار أنظمة في مجالات جد محدودة<sup>2</sup>، إلا أنه كان لابد من تقرير دستورية مفهوم السلطات الإدارية المستقلة بشكل يعترف لها بالمشروعية اللازمة لممارسة مهامها المتعلقة بالضبط.

### ثانيا : مدى دستورية السلطة العقابية

نفس التساؤلات التي طرحت بشأن السلطة التنظيمية، يمكن إثارتها بالنسبة للسلطة العقابية التي تتمتع بها اللجنة كونها سلطة إدارية مستقلة، بمعنى ألا يعتبر اختصاص سلطات ضبط أسواق الأوراق المالية بسلطة توقيع العقوبات مساسا بمبدأ الفصل بين السلطات الذي يظهر في كون أن السلطة القضائية هي حامية الحريات والمجتمع وضامنة لحقوقهم الأساسية، كما يختص القضاة بإصدار الأحكام<sup>3</sup>.

### 1- في التشريع الفرنسي

بعد التساؤل عن الأساس القانوني لمنح المشرع سلطة توقيع عقوبات لصالح سلطة إدارية مستقلة، وبعد عدة نقاشات وجدالات في هذا الشأن ، تدخل المجلس الدستوري الفرنسي قصد إقرار دستورية السلطة العقابية المخولة لهذه الهيئات وعدم مساسها بمبدأ الفصل بين السلطات، حيث وضع المجلس الدستوري الفرنسي مجموعة من القواعد لتأطير مهمة منح القانون السلطة العقابية لفائدة السلطات الإدارية المستقلة.

<sup>1</sup> BERGEL Jean, Louis, « Pouvoir réglementaire et délégation de compétences normatives » *Revue de Droit Prospectif*, Presse Universitaires d'Aix Marseille, n° spécial, 2001, p. 2374.

<sup>2</sup> المادة 31 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 ، المؤرخ في 23 ماي 1993 ، يتعلق ببورصة القيم المنقولة ، مع الأخذ بعين الإعتبار الإستدراك الصادر في هذا الشأن.

<sup>3</sup> المادتان 139 و 1/146 على التوالي من الدستور الجزائري لسنة 1996.

- في الدرجة الأولى، يجب أن تكون العقوبة خالية وبعيدة كل البعد عن مظاهر سلب الحرية.  
- لا يمكن أن تتمتع السلطات الإدارية المستقلة بسلطة العقاب إلا في الحدود اللازمة لممارسة مهامها.

- أخيراً فإن تطبيق سلطة العقاب يجب أن تكون مرفقا بتدابير لحماية الحقوق والحريات المضمونة دستورياً، من بين هذه التدابير، نذكر خاصة، ضمانات الحياد ومراعاة حقوق الدفاع<sup>1</sup>.

وعند تطبيق هذه الأحكام على لجنة عمليات البورصة COB، فنشير إلى أن المجلس الدستوري الفرنسي أصدر قرار في 28 جويلية 1989، فيما يتعلق بالسلطات الخاصة بلجنة عمليات البورصة، يؤكد فيه أن مبدأ الفصل بين السلطات والذي لا يعد سوى قاعدة ذات قيمة دستورية لا يعد عقبة لأي سلطة إدارية في أن تمارس سلطة الجزاء، طالما أنها تتصرف في إطار إمتيازات السلطة العامة<sup>2</sup>.

كما أضاف المجلس الدستوري الفرنسي ضمن قراره السابق الذكر أي الصادر في 28 جويلية 1989، والخاص بلجنة عمليات البورصة إلى إمكانية الإدارة ممارسة سلطة الجزاء طالما أن هذا الجزاء ليس له طابع سلب الحرية، ووجوب مراعاة الجزاء للتدابير المخصصة لحماية الحقوق والحريات الدستورية المصونة<sup>3</sup>.

وفعلاً و بالرجوع إلى الأحكام المنظمة لاختصاصات COB، نجد أن ممارسة السلطة العقابية بعيد عن نطاق سلب الحرية، إضافة إلى تكريس المشرع الفرنسي العديد من الضمانات لحماية الحقوق والحريات الخاصة للأفراد، كحق الدفاع، مبدأ التناسب بين الجريمة والجزاء، والطعن في القرارات... إلخ<sup>4</sup>.

أما على مستوى السوق المالية الجديدة AMF فنشير إلى أن المشرع الفرنسي سلك نفس المسلك عند تنظيمه ل COB، ويعتبر إنشاء لجنة توقيع العقوبات بصفة منفصلة تماماً

<sup>1</sup> BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 278.

<sup>2</sup> SALOMON Renaud, « La réforme de la procédure de sanction de la COB par les décrets du 1<sup>er</sup> Aout 2000 », Revue de Droit Bancaire et Financier, n° 05 septembre/octobre, 2000, p. 312.

<sup>3</sup> DUCOULOUX-FAVARD Claude, « La double peine pour les infractions boursières », Revue Banque et Droit n° 78, juillet-aout 2001, p. 21.

<sup>4</sup> DEVOLVE Pierre, « Le pouvoir de sanction et le contrôle du juge », Petites affiches, 17 septembre 2001, p. 20.

عن المجمع، بمثابة إجابة لوجوب الفصل التام بين مهام المتابعة من جهة والعقاب من جهة أخرى، وذلك قصد التوصل إلى مطابقة أحكام الاتفاقية الأوروبية لحقوق الإنسان<sup>1</sup>، وعليه، وأمام هذه المبررات، نتوصل إلى اعتبار القضاء هو الحارس الطبيعي للحريات الفردية حسب أحكام المادة 66 من الدستور الفرنسي، بالتالي لا وجود للمساس لمبدأ الفصل بين السلطات.

فما هو الوضع على مستوى التشريع الجزائري ؟

## 2- في التشريع الجزائري

إن الوضع القائم على مستوى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية يختلف عن الوضع الموجود ضمن AMF الفرنسية ، بحجة أن العقوبات التي توقعها لجنة البورصة الجزائرية مجسدة في الغرفة التأديبية والتحكيمية ، ذات طابع تأديبي، بمعنى "عقوبات تأديبية" تمارسها اللجنة في مواجهة الوسطاء من جهة، وفئة هيئات التوظيف الجماعي من جهة أخرى.

مع الإشارة إلى أن في بداية الأمر كانت الغرفة التأديبية تمارس سلطتها التأديبية في مواجهة الوسطاء فقط وذلك وفقا للمرسوم التشريعي لسنة 1993، لكن بعد صدور التعديل لسنة 1996 وإنشاء هيئات التوظيف الجماعي، تم توسيع مجال ممارسة السلطة التأديبية، فأصبح يطبق على الوسطاء وهيئات التوظيف الجماعي.

تلجأ الغرفة التأديبية المنشئة على مستوى لجنة البورصة إلى ممارسة وتنفيذ سلطتها التأديبية عند مخالفة الوسطاء في عمليات البورصة ومديري شركة الإستثمار ذات رأس المال المتغير ومسيري الصندوق المشترك للتوظيف لإلتزاماتهم المهنية والأخلاقية.

كما تمارس السلطة التأديبية للجنة عند مخالفة الأشخاص السالفة الذكر للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم. تتراوح العقوبات التأديبية التي تسلطها الغرفة التأديبية بين العقوبات ذات الطابع المعنوي كالإنذار والتوبيخ، وتلك المقيدة أو السالبة للحقوق مثل منع ممارسة النشاط بصفة مؤقتة، السحب المؤقت للبطاقات المهنية التي تمنحها لجنة

---

<sup>1</sup> DUFOUR Olivia, « Article 6 de la C.E.D.H. : la COB revoit sa procédure de sanction », Petites affiches, 31 mars 2000, n° 65, pp. 3-4.

البورصة، المنع النهائي لمزاولة النشاط، وسحب الاعتماد، إلى جانب العقوبات المالية المتمثلة في الغرامات المالية<sup>1</sup>.

ولا داعي للتفصيل في مثل هذه الأحكام، لأنها تكون محل دراستنا في الجزء الثاني من البحث.

أمام هذه الأحكام، فنشير إلى أن المشرع الجزائري لم يكرس العقوبات الإدارية مثلما فعل المشرع الفرنسي، وإنما اكتفى بمجرد العقوبات التأديبية فقط<sup>2</sup>، كما أرفق مثل هذه العقوبات التأديبية بعدة ضمانات، مثل حق الدفاع<sup>3</sup>، تناسب العقوبة مع الجريمة<sup>4</sup>.

بعد التعرض إلى مسألة مدى دستورية كل من السلطة التنظيمية لسلطة ضبط سوق الأوراق المالية من جهة والسلطة العقابية من جهة أخرى، أثير نقاشا آخر بخصوص مدى دستورية الجمع بين سلطة التنظيم والعقاب على ضوء مبدأ الفصل بين السلطات.

فنشير في هذا الصدد إلى أن المحكمة العليا الأمريكية قضت بأن الجمع بين كل من سلطة التنظيم والعقاب معا أمر لا يمس بمبدأ الفصل بين السلطات بحجة أن SEC تخضع لمبدأ دستوري يتمثل في ضرورة مراعاة الإجراءات القانونية، وعليه فإن كل تحقيقات وإجراءات السلطة العقابية تستوجب مراعاة المبادئ التي يتضمنها إعلان الحقوق والمتضمن التعديلات العشرة الأولى للدستور الأمريكي، إضافة إلى الإلتزام بالإعلان المسبق لجلسات اللجنة وفتحها أمام الجمهور.

أكثر من ذلك، فرغم الجمع بين كل من سلطة التنظيم من جانب والعقاب من جانب آخر، إلا أن خضوع SEC الأمريكية لأساليب الرقابة والتأثير مسألة أضفت المشروعية الديمقراطية، وضمانة ضد أي تجاوز للسلطة، وذلك نظرا لأوجه الرقابة التي تمارسها

<sup>1</sup> أنظر المادتين 54-55 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق

<sup>2</sup> يكمن الفرق القائم بين كل من العقوبات الإدارية من جهة والعقوبات التأديبية من جهة أخرى، في كون العقوبات التأديبية تطبق على الشخص الذي تربطه علاقة بالهيئة الموقعة للعقوبة سواء كانت لائحة أو عقوبة كالوسطاء مثلا الذين يربطهم بسلطة الضبط قرار الاعتماد، خلافا للعقوبات الإدارية التي تطبق على أي شخص مخالف لأنظمة الهيئة دون اشتراط ضرورة توافر علاقة بينه وبين الهيئة، أنظر محمد سعد فوده، النظرية العامة للعقوبات الإدارية "دراسة فقهية قضائية مقارنة" دار الجامعة الجديدة، دون ذكر مكان النشر، 2008، ص 67.

<sup>3</sup> المادة 56 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>4</sup> المادة 55 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المرجع نفسه.

الجهات القضائية من جهة والكونجرس من جهة أخرى على قرارات سلطة الضبط الأمريكية  
SEC<sup>1</sup>.

أما على مستوى التشريع الجزائري، فنشير إلى أن تمتع لجنة البورصة بسلطة التنظيم والعقاب في نفس الوقت من شأنه أن يخلق مساسا للشفافية والنزاهة على مستوى سوق الأوراق المالية، وعليه، كان على المشرع توزيع هذه الاختصاصات بين هيئات أخرى بجانب لجنة البورصة.

نتوصل إلى أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تكيف على أساس أنها سلطة إدارية مستقلة لكن تبقى مسألة استقلاليتها محل شك أو غير أكيدة، نظرا لمختلف أوجه الرقابة والتأثير التي تمارسها السلطة التنفيذية على نشاطات ووظائف هذه اللجنة، وكذا تدخلها حتى في شأن تعيين أعضائها.

أما فيما يتعلق بدستورية مثل هذه اللجنة واستقبالها ضمن البنية المؤسساتية الجزائرية، فكان من الأجدر على المجلس الدستوري الجزائري التدخل في هذا الشأن والإشارة إلى مدى مطابقة أحكام هذه السلطات المبادئ الدستورية، كما فعل المجلس الدستوري الفرنسي، وكذا الإشارة إلى مدى دستورية سلطاتها وعدم الاكتفاء بالنقل الانتقائي للأحكام والقواعد القانونية الفرنسية، ثم نجد أنفسنا أمام تجريد مثل هذه المواضيع من معناها ومضمونها الحقيقي.

وعليه فتعتبر سلطات الضبط ونخص بالذكر في هذه الدراسة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أنها بمثابة وجه جديد لتدخل الدولة في المجال المالي والاقتصادي وليس زوال وتنازل الدولة عن ذلك، بحجة أن معظم نشاطاتها تستوجب ضرورة تدخل السلطة التنفيذية كي تأخذ بعدها الحقيقي، كالسلطة التنظيمية مثلا التي لا تزال بحوزة الوزير الأول في الدولة، وما تلك التي تمارسها اللجنة إلا بشبه سلطة تنظيمية، وذلك نتيجة اشراف موافقة وزير المالية عليها، واختصاصها في مجال جد محدود، أما بالنسبة لسلطة توقيع عقوبات، فهي بعيدة تماما عن منافسة إختصاص السلطة القضائية، إذ يتوقف إختصاص اللجنة في هذا

---

<sup>1</sup> CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers par la commission des opérations de bourse (COB) et la securities and exchange commission (SEC), LGDJ, Paris, 2002, p. 19.

المجال على مجرد الاختصاص التأديبي دون العقوبات الإدارية التي تعرفها التشريعات المقارنة مثل فرنسا، ناهيك عن العقوبات الأخرى كالسالبة للحرية التي تنفرد بها الجهة القضائية عبر معظم تشريعات العالم.

بعد التعرض و الإشارة إلى معظم أو مجمل الأحكام والقواعد المنظمة والمؤطرة بسلطة ضبط سوق الأوراق المالية، بدءا بالمتدخلين فيها، والقيم المنقولة محل المعاملات، وكذا السلطة الضابطة للسوق، نتوقف لنتساءل عن ميكانيزمات أو آليات تدخل اللجنة قصد تجسيد أو إبراز معالم مهمة الضبط على مستوى سوق الأوراق المالية؟

## خلاصة الباب الأول

نخلص في نهاية هذا الباب إلى أنّ سوق الأوراق المالية محاطة بعدة أحكام وقواعد قانونية تهدف إلى تنظيمها وحسن سيرها، بالتالي ضبطها، وهذا ما يشكل الإطار القانوني لها. يتطلب إذن وجود سوق أوراق مالية بمعناها الحقيقي ضرورة توفر عدة معطيات، يؤدي غياب أحدها إلى الزوال الفعلي لهذه السوق.

تتمثل هذه المعطيات أو المقتضيات في كل من الأشخاص الذين يتولون عملية تحريك وتنشيط سوق القيم المنقولة، إذ لا يمكن تصور سوق أوراق مالية بدون متدخلين على مستواها، هؤلاء يتمثلون في كل من المصدرين، المستثمرين، مرورا بفئة الوسطاء.

تتفق إذن أغلب تشريعات العالم في اشتراط هؤلاء الأشخاص ضمن سوق الأوراق المالية. يعدّ المصدر أول شخص يتدخل ضمن سوق الأوراق المالية، يتولى إصدار قيم منقولة لأول مرة على مستوى السوق الأولية، يليه المستثمر الذي يتولى استثمار إداره وذلك بشراء الأوراق المالية محل الإصدار، ضمن السوق الثانوية.

يتوسط هذين الشخصين الوسيط الذي يعتبر بمثابة حلقة وصل بين المصدر والمستثمر، يسعى إلى التقريب بينهما.

بعد الإشارة إلى اتفاق مختلف التشريعات على ضرورة تدخل كل من المصدر والمستثمر والوسيط ضمن سوق الأوراق المالية، إلا أنّها تختلف من حيث الأحكام القانونية التي يخضع لها هؤلاء المتدخلين، بما في ذلك الشروط والضوابط التي تشترط فيهم، الإلتزامات التي تقع على عاتقهم، طبيعة المسؤولية المترتبة على أفعالهم... إلخ.

من بين المعطيات كذلك التي يتطلبها وجود سوق أوراق مالية قصد ضبطها نذكر موضوع أو محل المعاملات التي تجمع بين هؤلاء الأشخاص، والمتمثل في الأوراق المالية أو القيم المنقولة، هذه الأخيرة التي تعتبر سندات طويلة الأجل، تختلف عن الأوراق التجارية من جهة والأوراق النقدية من جهة أخرى في عدة أوجه وجوانب.

ومن الناحية العملية والتطبيقية نذكر أنّ أهم الإستعمالات لهذه الأوراق المالية ينصبّ على الأسهم والسندات باعتبارها قيم منقولة تقليدية يتم التداول عليها عبر مختلف البورصات العالمية.

بجانب هذه القيم، إستحدثت أوراق مالية جديدة، يقتصر وجودها على مستوى الأسواق المالية المتطورة كالبورصات الأمريكية مثل عقود الخيارات والعقود المستقبلية. فبعد توفر كل من المتدخلين من جهة ومحل معاملاتهم من جهة أخرى، تتدخل بعد ذلك هيئة أو جهاز يتولى مهمة ضبط السوق بأكملها، هذه الهيئة الضابطة التي تختلف أحكامها وطبيعتها القانونية من تشريع إلى لآخر، إذ تعتبر في التشريع الفرنسي بمثابة سلطة عمومية مستقلة، وفي التشريع المصري هيئة إدارية، وفي التشريع الجزائري سلطة ضبط مستقلة.

إذن وجود مثل هذه السلطات الضابطة على مستوى أسواق الأوراق المالية أمر يترجم ويفسّر تنازل الحكومة المجسّدة في أحد وزرائها والمتمثل في - وزير المالية حسب التشريع الجزائري ، ووزير الإقتصاد حسب التشريع الفرنسي والمصري - على أهم صلاحياتهم لصالح هذه السلطات الضابطة.

إلاّ أنّه بالتمعّن وتحليل أغلب النصوص القانونية المنظمة لهذه السلطات عبر مختلف التشريعات، نتوصل إلى القول بأنّ دور الدولة لا يزال قائماً، حيث تتدخل الحكومة في عدة مناسبات وفي عدة أوضاع سواء عند ممارسة السلطة التنظيمية أو سلطة الرقابة أو العقاب. وعليه نجد أنّ تخويل مهمة الضبط لصالح هيئات إدارية لا يعني إختفاء وزوال دور الدولة في مجال بورصة القيم المنقولة، إنّما تبقى تحتفظ بعدّة أوجه للتدخل.

أمّا عن خاصية استقلالية مثل هذه السلطات، فنرى أنّ درجة هذه الاستقلالية تختلف من تشريع لآخر، إذ أنّه رغم تقليص نسبة إستقلالية سلطة ضبط السوق المالية الفرنسية « AMF » عضويًا ووظيفيًا، إلاّ أنّ استقلالية لجنة البورصة الجزائرية تكاد تختفي، بحجة التأثيرات والتدخلات العديدة التي تعرفها السلطة التنفيذية على مستواها سواء في جانبها العضوي أو الوظيفي.

## الباب الثاني

### آليات ضبط سوق القيم المنقولة

تتدخل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة قصد إرساء معالم مهمة ضبط سوق القيم المنقولة بعدة سلطات أهمّها تنظيم سوق القيم المنقولة عن طريق إصدار أنظمة تحكم وتنظم من خلالها تصرفات وسلوكيات المتدخلين ضمن سوق الأوراق المالية (الفصل الأول) وممارسة سلطة الرقابة على المتدخلين وكذا المعاملات السارية على مستوى سوق القيم المنقولة عن طريق البحث عن مدى تطبيق وتنفيذ الأحكام القانونية (الفصل الثاني)، إضافة إلى سلطة قمع المخالفت المرتكبة ضمن سوق الأوراق المالية و التدخل في حل وتسوية منازعات سوق الأوراق المالية عن طريق التحكيم (الفصل الثالث).

## الفصل الأول

### ضبط سوق القيم المنقولة عن طريق التنظيم

بعد أن تعرضنا إلى مسألة دستورية السلطة التنظيمية المخولة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة ضابطة لسوق القيم المنقولة الجزائرية ونظيرتها الفرنسية، نحاول التعرض من خلال هذا الفصل إلى أحكام أخرى تتعلق بمضمون هذه السلطة ووسائل ممارستها (المبحث الأول)، ونطاق تطبيق السلطة التنظيمية (المبحث الثاني)، وكذا تلك الأحكام المتعلقة بالرقابة الممارسة على سلطة التنظيم (المبحث الثالث).

## المبحث الأول

### مضمون السلطة التنظيمية ووسائل ممارستها

لقد حدّدت معظم تشريعات العالم مضمون السلطة التنظيمية، واعتمدت في ذلك عدة وسائل لممارستها.

## المطلب الأول

### مضمون السلطة التنظيمية

تمارس السلطة التنظيمية من طرف سلطات الضبط قصد حماية الإدخار وتحقيق السير الحسن لسوق القيم المنقولة، ويختلف مضمون هذه السلطة من تشريع لآخر.

## الفرع الأول

### التشريع الفرنسي

لا تتمثل مهام AMF في مجرد الجمع بين المهام المخولة لكل من COB و CMF و CDGF ، كما تحدده المادة 1-621 من التقنين النقدي والمالي، إذ تتولى AMF السهر على حماية الإدخار المستثمر في الأوراق المالية وفي كل توظيف آخر عن طريق اللجوء العلني للإدخار لإعلام المستثمرين وكذا السهر على تحقيق السير الحسن لسوق الأوراق المالية، وفي هذا الشأن، فقد وصف المشرع الفرنسي سلطة السوق المالية AMF « بمثابة حارس أو ساهر يلتزم بحماية المدخرين من جانب والسير الحسن للأسواق من جانب آخر<sup>1</sup> .

### ضمان السير الحسن للأسواق:

تقوم سلطة السوق المالية "AMF" بتحديد مبادئ تنظيم و سير مؤسسات السوق، غرف المقاصة، أنظمة التسوية – التسليم (REGLEMENT-LIVRAISON)، كما يتعين على AMF تنظيم ورقابة مجموع العمليات المالية القائمة على سندات الشركات المسعرة، كعملية الإدخال في البورصة، الرفع من رأسمال الشركات، عملية الإدماج... إلخ، كما تلتزم سلطة السوق المالية AMF في سبيل ضمان السير الحسن للأسواق بالسهر على حسن سير العروض العمومية.

---

<sup>1</sup> DE BOISSIEU Christian, « La réponse française : la loi de sécurité financière de 2003 », in PLIHON Dominique ,(sous la direction de) , Les désordres de la finance , op.cit , p. 78.

## ضمان حماية المدخرين:

تحقيقا لهذا الهدف، بمعنى حماية لمصالح المدخرين، تلتزم سلطة السوق المالية "AMF" بالتحقق والتأكد من أن الشركات قامت في المواعيد المحددة قانونا بعملية نشر معلومات كاملة وبصفة متساوية دون تمييز للمتدخلين (مدخرين، محللين، مسيرين، الجمهور... إلخ)، كما تلتزم كذلك بمنح ترخيص لإنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM)، مع الأخذ بعين الاعتبار مهمة الفحص والتأكد من صحة المعلومات الواردة ضمن المذكرة الإعلامية لكل منتج، مع تحديد الإلتزامات المفروضة على المهنيين المسموح لهم بأداء خدمات الإستثمار أو النصح في مجال الإستثمار المالي، كما يتعين عليها منح اعتماد لشركات تسيير محافظ الأوراق المالية.

أخيرا، يجب على AMF نشر تقرير سنوي يتعلق بدور وكالات التسجيل، ( AGENCE DE NOTATION)، كما تلتزم بضبط مجموع المحللين الماليين .

وقصد ممارسة رقابتها على المهنيين، فهي تشترك في ذلك مع كل من لجنة مؤسسات التأمين ولجنة مؤسسات القرض والإستثمار<sup>1</sup>.

هذه هي المهام العامة التي تتولى سلطة السوق المالية "AMF" السهر على تحقيقها وحمايتها وضمانها، وفي سبيل الوصول إلى مثل هذه النتائج، خول المشرع الفرنسي لسلطة الضبط "AMF" سلطة تنظيمية وذلك عن طريق وضع نظام عام موحد، تحدد ضمنه عدة مبادئ وقواعد تسري وفقها، وكذا تحديد مجالاته.

**محتوى النظام العام ل"AMF":** قصد تنفيذ المهام الموكلة لسلطة السوق المالية "AMF"، خول لها المشرع الفرنسي إمكانية إعداد نظام عام ينشر في الجريدة الرسمية للجمهورية الفرنسية، بعد الموافقة عليه بموجب قرار يصدره الوزير المكلف بالإقتصاد، وذلك طبقا لمضمون المادة 1-621 من التقنين النقدي والمالي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> DE VAUPLANE Hubert, « L' autorité des marchés financiers », in DAIGRE Jean-Jacques et DE VAUPLANE Hubert, (sous la direction de), La loi sur la sécurité financière, Editions d'Organisation, Paris, 2004, pp. 38-39.

<sup>2</sup> BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, 2<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris, 2002, p. 256.

ونشير في هذا الصدد إلى أن المشرع الفرنسي جسّد السلطة التنظيمية لـ "AMF" في شكل نظام موحد، كما كان عليه الوضع على مستوى مجلس السوق المالية « CMF » واستبعد الأنظمة المستقلة المنظمة لأوضاع مختلفة كما كان عليه الوضع على مستوى لجنة عمليات البورصة (COB)<sup>1</sup>، وقد أحسن فعلا، نظرا لسهولة الإطلاع على مضمون ومحتوى النظام العام مقارنة بالأنظمة العديدة المختلفة، كما هو عليه الحال في التشريع الجزائري.

بالرجوع إلى أحكام المادة 621-7 من التقنين النقدي والمالي الفرنسي، نجد أنّ مضمون السلطة التنظيمية لـ "AMF"، أو بتعبير آخر، مضمون النظام العام لـ "AMF" قد تمّ تحديده في جوانب معينة، ويمكن تعدادها في ثمان ميادين والمتمثلة في:

- 1- قواعد ذات طابع مهني والتي تفرض على المصدرين اللاجئين إلى إجراء الإعلان العلني للإدخار، وكذا القواعد الواجب إتباعها واحترامها من خلال العمليات التي تجري على الأوراق المالية الموظفة عن طريق الإعلان العلني للإدخار.
- 2- القواعد المتعلقة بالعروض العمومية للشراء المتضمنة الأوراق المالية الموظفة عن طريق الإعلان العلني للإدخار.
- 3- قواعد حسن السيرة، والإلتزامات المهنية الأخرى الواجب مراعاتها في كل وقت من طرف الأشخاص الخاضعين لرقابة "AMF".
- 4- القواعد المتعلقة بالمؤسسات المالية ومؤدي خدمات الإستثمار، مؤسسات السوق، أعضاء الأسواق المنظمة، غرف المقاصة ومنحرفيها.
- 5- القواعد المتعلقة بنشاطات التسيير لحساب الغير والتوظيف الجماعي.
- 6- القواعد المرتبطة بمحافظة وإدارة الأوراق المالية، المؤتمرات المركزية، والأنظمة المتعلقة بتسوية وتسلم الأوراق المالية.
- 7- القواعد المتعلقة بأسواق الأوراق المالية، سواء كانت أسواق منظمة أم لا.

---

<sup>1</sup> BLANCHET Jean-Hubert, Contribution à la théorie générale des autorités administratives indépendantes : La commission des opérations de bourse, thèse de doctorat en droit, université Paris V, avril 1997, p. 165.

## 8- القواعد المتعلقة بالتحليل المالي<sup>1</sup>.

هذه هي المجالات الثمانية المحددة والتي تمارس من خلالها سلطة السوق المالية الفرنسية "AMF" سلطتها التنظيمية.

وعلى هذا الأساس يمكن تلخيص وجمع هذه المجالات في ثلاث محاور أساسية.

### المحور الأول : مبادئ تنظيم وسير الأسواق

تشمل على تلك المبادئ وقواعد السوق والتسيير الواجب إعدادها من طرف مؤسسات السوق، غرف المقاصة، والمؤتمرات المركزية حسب الكتاب الخامس من النظام العام لـ "AMF".

### المحور الثاني : قواعد حسن السيرة

تتمثل في تلك القواعد الواجب مراعاتها من طرف المهنيين المؤدبين لخدمات الإستثمار، (الكتاب الثالث من نظام "AMF")، المهنيين المتدخلين للتسيير لحساب الغير (الكتاب الرابع من نظام "AMF")، تقديم النصائح في مجال الإستثمار المالي وكذا المحللين الماليين ووكالات التسجيل .

### المحور الثالث : القواعد المتعلقة بالعمليات المالية، سواءا كانت ترتبط بالإعلان العلني

#### للإدخار أو بالعروض العامة

وهذه الطائفة الأخيرة من القواعد تتعلق خاصة بفئة المصدرين، اللذين يقع على عائقهم الإلتزام بالمعلومة المالية وذلك في الباب الثاني من نظام "AMF" تحت عنوان "المصدرين والمعلومات المالية"، وكذا الكتاب السادس من نفس النظام تحت عنوان "التعسف في السوق « ABUS DE MARCHE »"<sup>2</sup>.

أكثر من ذلك، فلم يكتف المشرع الفرنسي بالإعتراف لـ "AMF" بسلطة إعداد نظام عام يتضمن مبادئ وقواعد تنظم المعاملات الجارية على مستوى السوق وكذا المهنيين والمتدخلين الآخرين، إنما سمح لها قصد تطبيق نظامها العام وممارسة الإختصاصات الأخرى، بإمكانية

<sup>1</sup> DE VAUPLANE Hubert, « L'autorité des marchés financiers », in DAIGRE Jean- Jacques et DE VAUPLANE Hubert, (Sous la direction de), La loi sur la sécurité financière, Edition d'Organisation, Paris, 2004. pp. 40-43.

<sup>2</sup> NEUVILLE Sébastien, Droit de banque et des marchés financiers, op. cit. pp. 110-111.

إتخاذ قرارات فردية، حيث يجوز لها نشر تعليمات " INSTRUCTIONS " وتوصيات بهدف توضيح وتبيان تأويل وتفسير نظامها العام<sup>1</sup>.

## الفرع الثاني

### التشريع الجزائري

لقد كرّس المشرع الجزائري السلطة التنظيمية المخولة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وذلك تحت تسمية "الوظيفة القانونية"، ضمن القسم الثاني من القانون المنشئ لها، بمعنى المرسوم التشريعي رقم 10-93، وطبقا لذلك، فنتولى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر خاصة على:

- حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتوجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للإدخار.

- السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها<sup>2</sup>.

وتحقيقا لذلك وتقييدا لتطبيق هذه السلطة أي السلطة التنظيمية، نجد أنّ المشرع الجزائري مثله مثل التشريع الفرنسي قد حدّد مجال أو نطاق ممارسة السلطة التنظيمية، وعلى هذا الأساس تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم سير سوق القيم المنقولة وبسنّ قواعد متعلقة على وجه الخصوص بما يأتي:

- رؤوس الأموال التي يمكن إستثمارها في عمليات البورصة.

- إعتداد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية المطبقة عليهم.

- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات الواجب الإيفاء بها تجاه زبائنهم.

- الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته.

- القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للسندات.

- القواعد المتعلقة بتسيير التسوية وتسليم السندات.

<sup>1</sup> DE BOISSIEU Christian, « La réponse française : la loi de sécurité financière de 2003 », in PLIHON Dominique ,(sous la direction de) , Les désordres de la finance , op. cit. p. 79.

<sup>2</sup> المادة 30 من المرسوم التشريعي رقم 10-93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، بعد تعديلها وتتميمها بموجب المادة 14 من القانون رقم 04-03، المؤرخ في 17 فيفري 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10-93، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

- شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات<sup>1</sup>.
- ونشير في هذا الصدد إلى أن المشرع الجزائري لم يكتف بهذه المجالات، إنما أبقى على تلك المجالات المذكورة سابقا ضمن المادة 31 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، وذلك عن طريق إصدار استدراك في هذا الشأن يتضمن المجالات التالية:
- الشروط الخاصة بأهلية الأعوان المرخص لهم بإجراء مفاوضات في مجال البورصة
- الإصدار في أوساط الجمهور .
- قبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها .
- تنظيم عمليات المقاصة.
- الشروط التي يتفاوض ضمنها حول القيم المنقولة في البورصة ويتم تسليمها.
- تسيير حافظات القيم المنقولة وسنداتها المقبولة في البورصة.
- محتوى الشروط الإلزامية الواجب إدراجها في عقود التفويضات بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبونهم.
- العروض العمومية لشراء القيم المنقولة.
- القيام دوريا بنشر المعلومات التي تخص الشركات المحددة أسعار قيمتها<sup>2</sup>.
- على ضوء هذه الأحكام، يتبين لنا إمتداد وتوسيع المشرع الجزائري لدائرة ممارسة السلطة التنظيمية من طرف اللجنة، ويمكن إرجاع سبب ذلك إلى ظهور أجهزة جديدة على مستوى بورصة القيم المنقولة، بجانب لجنة البورصة وشركة تسيير بورصة القيم كالمؤتمن المركزي مثلا<sup>3</sup>. إلى جانب تكريس بعض الأنظمة الجديدة المعمول بها في الدول المتقدمة

<sup>1</sup> المادة 31 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، بعد تعديلها وتنميتها بموجب المادة 15 من القانون رقم 03-04، المؤرخ في 17 فيفري 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 31 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، بعد تعديلها وتنميتها بموجب المادة 15 من القانون رقم 03-04، المؤرخ في 17 فيفري 2003، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، (استدراك).

<sup>3</sup> تتمثل مهام المؤتمن المركزي على السندات التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة وبالتراضي، على وجه الخصوص في:

- حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر.
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- الترقيم القانوني للسندات.
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.
- أنظر المادة 19 مكرر 2 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، معدل ومتمم، مرجع سابق.

تماشيا مع التطورات التي تشهدها أسواق الأوراق المالية الأجنبية كنظام التسوية وتسليم السندات الذي يسمح بالإنجاز الآلي والمتزامن لتسوية السندات التي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء المؤهلين وتسليمها<sup>1</sup>.

دائما وفي إطار السلطة التنظيمية المخولة للجنة، نشير إلى أنّ المشرع الجزائري استعمل عبارة " على وجه الخصوص"، ممّا قد يدفعنا إلى إمكانية تدخل اللجنة في مجالات أخرى غير تلك الواردة ضمن أحكام المادة السالفة الذكر، بتعبير آخر، قد نفهم عدم حصر وتحديد مجال تدخل اللجنة في إصدار الأنظمة، وعليه نقترح حذف وإلغاء عبارة " على وجه الخصوص"، حتى لا نكوّن أي مساس وإضرار لدستورية هذه السلطة على ضوء مبدأ الفصل بين السلطات.

### الفرع الثالث

#### التشريع المصري

المشرع المصري ، فلم يخوّل للهيئة العامة لسوق المال ممارسة السلطة التنظيمية ، كما هو الوضع في التشريع الفرنسي والجزائري ، إنما إكتفى بمجرد منحها سلطة الإقتراح و مراقبة و تنفيذ القوانين واللوائح فقط<sup>2</sup> .

#### المطلب الثاني

##### وسائل ممارسة السلطة التنظيمية

قصد تنظيم سوق القيم المنقولة، خولت أغلب تشريعات العالم سلطة تنظيمية لصالح سلطات الضبط، هذه السلطة التي تختلف باختلاف التشريعات، فهناك من تمارسها في شكل نظام واحد كالتشريع الفرنسي، وهناك من تمارسها في صورة أنظمة عديدة مختلفة كالتشريع الجزائري، إلا أنه قد تشوب هذه الأنظمة غموضات، أو قد تحتل عدة تأويلات ، لذلك تم وضع عدة طرق أو أساليب قصد توضيح وتفسير مضمون هذه الأنظمة .

<sup>1</sup> الباب الثالث من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-01 ، مؤرخ في 18 مارس 2003 ، يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات ، جريدة رسمية عدد 73 ، صادر في 30 نوفمبر 2003 .  
<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص ، الأسواق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2006 ، ص 72 .

## الفرع الأول

### الأنظمة

تعتبر الأنظمة الوسيلة أو الأسلوب الأكثر إستعمالا من طرف سلطات ضبط أسواق الأوراق المالية ، وذلك بغية تنظيم هذه الأسواق .

نقصد بالأنظمة أو اللوائح تلك القواعد التي يتم إصدارها لتطبيق نصوص تشريعية وتنظيمية سابقة ، وهي تتميز بكونها مقيدة من حيث ممارستها وتطبيقها ، ويتجلى ذلك في عدم تمتعها بالقوة الإلزامية إلا بعد موافقة وزير المالية عليها حسب أحكام التشريع الجزائري ، ووزير الإقتصاد حسب أحكام التشريع الفرنسي ، لتنتشر بعد ذلك في الجرائد الرسمية ، ويلتزم بأحكامها كل المخاطبين بها ، وفي حالة مخالفتها خضعوا لعقوبات بشتى أنواعها .

كما تتميز الأنظمة أو اللوائح التي تصدرها هذه السلطات بأنها محدودة ومحصورة النطاق ، حيث تصدر في مجالات معينة ومحددة مسبقا من طرف المشرع ، مما يضيف عليها الطابع الخاص والتطبيقي .

نشير في هذا الموضوع إلى أن المشرع الجزائري خول للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة سلطة إصدار أنظمة مستقلة عن بعضها البعض ، تنظم العديد من الجوانب والمعاملات وتحكم العلاقات الناشئة بين مختلف الأجهزة ( شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، المؤتمر المركزي ، صندوق الضمان ...إلخ) ، والمتدخلين العاملين على مستوى بورصة القيم المنقولة الجزائرية ( كالوسطاء ، هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ، الأعران المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة ...إلخ) ، وفعلا قامت هذه اللجنة بإعداد العديد من هذه اللوائح ، خلافا للمشرع الفرنسي الذي غير من موقفه ، إذ بعدما كانت COB تتمتع بإعداد وإصدار لوائح عدة ، أصبحت AMF حاليا تتمتع بإعداد نظام موحد يشمل ويتضمن العديد من الأحكام .

## الفرع الثاني

### التعليمات Les instructions

تعتبر التعليمات بمثابة نصوص تطبيقية، تتخذ خاصة في مجال القرارات الفردية، تسمح بتحديد الشروط العامة والتي على أساسها تتخذ سلطات الضبط قرارا فرديا معيناً، كما تبين كذلك مجموعة العناصر والبيانات التي يجب أن تتضمنها المذكرة الإعلامية<sup>1</sup>.

#### أولا - في التشريع الفرنسي:

ف نجد على مستوى التشريع الفرنسي تكريس مثل هذه التقنية، حيث يمكن ل AMF في سبيل تحديد وتفسير نظامها العام، نشر تعليمات. أكثر من ذلك، فكانت لجنة عمليات البورصة " COB " سابقا تلجأ إلى تقنية التعليمات كوسيلة للتدخل، وذلك قبل الإعراف لها صراحة بالسلطة التنظيمية، وعليه كانت " COB " تحدد شروط الإستفادة من القرارات الفردية التي هي من إختصاصاتها ، كما تدعو المخاطبين بها من إتخاذ أو سلوك مسلك معين<sup>2</sup>.

وتطبيقا لذلك قامت لجنة عمليات البورصة الفرنسية " COB " بتطبيق التعليمات الأوروبية ( directive européenne ) حول البيان الإعلامي (le prospectus) المؤرخة في 17 مارس 1980 عن طريق تعليمات مؤرخة في فيفري 1982 والتي تحدد المعلومات الواجب توافرها لدى المصدرين، قصد إصدار قيمهم المنقولة، أو لقبولها في التسعيرة الرسمية، كما قامت بتحديد مختلف نماذج المذكرات الإعلامية، سواء لتأسيس شركة عن طريق الإعلان العلني للإدخار، أو لرفع رأسمالها... الخ<sup>3</sup>.

#### ثانيا- في التشريع الجزائري:

كرس المشرع الجزائري هو الآخر تقنية أو وسيلة التعليمات، حيث خول للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة سلطة إصدار تعليمات، وذلك لتطبيق نصوص تنظيمية تتضمن أمور تفصيلية، وبالفعل، نجد أنّ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، قد قامت بإصدار عدة تعليمات، منذ نشأتها<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> DE VAUPLANE Hubert et BORNET Jean-Pierre, Droit de la bourse, op. cit. p. 18.

<sup>2</sup> BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 260.

<sup>3</sup> ROBERT Marie-Claude et LABBOZ Béatrice, La commission des opérations de bourse, collection que sais-je ? P.U.F. Paris, 1991, p. 19.

<sup>4</sup> من بين التعليمات التي أصدرتها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة نذكر: - تعليمات رقم 01-98، صادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مؤرخة في 30 أبريل 1998، تتعلق بقبول القيم المنقولة في البورصة.

تجدر بنا الإشارة إلى أن التعليمات تفتقد إلى الطابع الرسمي، حيث لا تخضع إلى عملية النشر في الجرائد الرسمية، ولا إلى إجراء الموافقة التي يبديها وزير المالية، خلافاً للأنظمة.

### الفرع الثالث

#### التوصيات Les recommandations

يتمثل الهدف من إصدار التوصيات في تقديم تفسير وتوضيح لمختلف النصوص التشريعية والتنظيمية والتعليق عليها.

تصدر التوصيات خاصة في المجالات التي لا تتمتع فيها سلطات الضبط بسلطة اتخاذ قرارات فردية، خلافاً للتعليمات<sup>1</sup>.

ولقد نص المشرع الفرنسي من خلال التقنين النقدي والمالي على هذه التقنية بجانب التعليمات، وأكد واعترف بطابعها التفسيري "interprétatif".

فكانت لجنة عمليات البورصة كذلك تستعمل طريقة التوصيات قبل الاعتراف لها بالسلطة التنظيمية.

لكن نتوقف أمام مسألة مدى إلزامية التوصيات والتعليمات، بتعبير آخر هل تتوفر التعليمات والتوصيات على قيمة قانونية مثلها مثل الأنظمة؟

نشير في هذا الصدد إلى أن القيمة القانونية لكل من التوصيات والتعليمات تعتبر من المسائل التي شغلت اهتمامات الفقهاء.

---

- تعليمة رقم 01-99، صادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مؤرخة في 03 مارس 1999، تتعلق بنموذج اتفاقية فتح الحساب.

- تعليمة رقم 02-99، صادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مؤرخة في 03 مارس 1999، تتعلق بالسجلات الواجب مسكها من طرف الوسطاء في عمليات البورصة.

- تعليمة رقم 03-99، صادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مؤرخة في 16 جوان 1999، تتعلق بإصدار البطاقات المهنية.

- تعليمة رقم 05-99، صادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مؤرخة في 17 أكتوبر 1999، تتعلق بكيفية مسك حسابات السندات من طرف الوسطاء في عمليات البورصة.

- تعليمة رقم 01-2000، صادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مؤرخة في 11 مارس 2000، تتعلق بقواعد الحذر في تسبير القيم المنقولة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة.

<sup>1</sup> نجد مجال تطبيق التوصيات خاصة في مجال المحاسبة، أنظر،

ROBERT Marie-Claude et LABBOZ Béatrice, La commission des opérations de bourses, op. cit. p. 21.

فرغم الإعراف والتأكيد بطابعها التفسيري، إلا أنّ ذلك لم يحل المشكل ولم يزل الشكوك، إذ طرحت عدة تساؤلات واستفهامات في هذا الموضوع نذكر منها:

- هل يمكن للقاضي أن يتقيد بهذه التفسيرات؟

- هل يمكن للمتقاضين تأسيس طعنهم على هذه التفسيرات؟

أم أنّ هذه التوصيات والتعليمات خالية من أية قيمة قانونية؟<sup>1</sup>

ففي هذا الشأن تم تشبيهه وتقريب مفهوم كل من التوصيات والتعليمات بالمنشورات الإدارية التفسيرية "Les circulaires administratives interprétatives" التي جردها مجلس الدولة الفرنسي من أية قيمة قانونية، حيث وضح بأنّه لا يمكن أن تكون محل التقاضي أمام القضاء، ولا الإستناد عليها.

إلا أنّ هذا لا يعني أنّ هذه التعليمات والتوصيات مجردة من أية قيمة أو اعتبار، إذ من جهة فهي تلزم سلطة السوق بعدم اتباع تأويلات وتفسيرات غير تلك التي تتضمنها، وذلك في حالة إصدار القرارات الفردية، ومن جهة أخرى، ونظرا إلى المكانة والسلطة التي يتمتع بها صاحبها، أمر يمنح لها قيمة عملية أكيدة.<sup>2</sup>

بالإضافة إلى التعليمات والتوصيات، قد تستند كذلك سلطات الضبط على وسيلة أخرى لتنظيم سير سوق القيم المنقولة.

## الفرع الرابع

### الآراء Les avis

تعتبر عملية إبداء الآراء وسيلة من بين الوسائل المعتمدة قصد تنظيم سوق القيم المنقولة، رغم طابعها غير الرسمي، خلافا للأنظمة.

تسمح الآراء لسلطات الضبط بتقديم وجهة نظرها حول المسائل المطروحة على مستواها، هذه الآراء يمكن أن تكون كتفسير وتوضيح للأحكام التشريعية أو التنظيمية، أو تعبير عن رأي سلطة السوق حول المواضيع أو التساؤلات التي لم تنظّم بصورة صريحة من خلال النصوص القانونية.

<sup>1</sup> BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op. cit. pp. 260-261.

<sup>2</sup> BONNEAU Thierry, Droit des marchés financiers, Economica, Paris, 2001, p. 241.

هذه الآراء مجردة من أية قيمة قانونية، لكنّها تؤثر بصفة أكيدة على تصرفات وسلوكات المعنيين بالأمر.

نشير في هذا الموضوع إلى أنّ لجنة عمليات البورصة الفرنسية قد لعبت دورا هاما جدا في مجال تفسير النصوص وإصدار الفتاوى، حيث قامت بإصدار أكثر من فتوى بيّنت فيها المقصود بالإكتتاب العام، وكذا في مسائل متفرقة مثل إستقالة مراقبي الحسابات... الخ. فرغم عدم تمتع الآراء بقوة الإلزام، إلا أنّها تحضى بنوع من الإحترام نتيجة السلطة التي تتمتع بها الهيئة الضابطة في مباشرة أعمالها<sup>1</sup>.

أما على مستوى التشريع الجزائري، وبرجعنا إلى القوانين المنظمة لبورصة الجزائر، فنلاحظ أنّ المشرع الجزائري بدوره هذا حذو المشرع الفرنسي، حيث خوّل للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة سلطة إبداء آراء لوزير المالية تتعلّق بالأحكام المطبقة على شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من جهة والمؤتمن المركزي على السندات من جهة أخرى، باعتبارهما هيئتين تعملان ضمن البورصة تحت رقابة اللجنة، وذلك من خلال القانون رقم 03-04<sup>2</sup>.

هذه الآراء التي تبديها سلطات ضبط الأسواق المالية كترجمة أو تفسير للسلطة التنظيمية، لا يجب خلطها مع تلك الآراء المقدمة للسلطات القضائية عند وقوع جرائم متعلقة بالبورصة.

---

<sup>1</sup> DE VAUPLANE Hubert et BORNET Jean-Pierre, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 137.

<sup>2</sup> تنص الفقرة الأولى من المادة 19 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 93-10 بعد تعديله بموجب القانون رقم 03-04: " يجب أن يخضع وضع القانون الأساسي وتعديلاته، وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها". تنص الفقرة الثانية من المادة 19 مكرر 2 من نفس القانون: " يخضع وضع القانون الأساسي وتعديلاته، وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين للمؤتمن المركزي على السندات إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها".

## الفرع الخامس

### المقترحات

تعتبر المقترحات تقنية أو آلية من بين الآليات المعتمد عليها قصد تنظيم سوق الأوراق المالية، وتختلف طبيعة وطريقة تقديم هذه المقترحات باختلاف التشريعات.

#### أولاً: في التشريع الفرنسي

لقد كرّس المشرع الفرنسي سلطة إقتراح التعديلات، وذلك ضمن التقنين النقدي والمالي، إلا أنّ شروط ممارسة هذه السلطة لم يتم تحديدها، ممّا يجعلها ذات طابع جنيني أو أولي، لكن نظراً إلى تعقيد الأسواق من جهة والمكانة التي تشغلها سلطة السوق المالية AMF من جهة أخرى، استدعى الأمر ضرورة إحداث تطورات على هذه السلطة.

إنّ سلطة إقتراح تعديلات تشريعية من طرف سلطة السوق المالية AMF منصوص عليها ضمن أحكام المادة 621-19 من التقنين النقدي والمالي<sup>1</sup>.

فقد أخذ المشرع الفرنسي بعين الإعتبار المكانة الخاصة التي تتمتع بها سلطات الضبط على مستوى قطاعات النشاط التي تتولى ضبطها، باعتبارها الأولى بتقدير التدابير التشريعية اللازمة لحسن سيرها.

ولتجسيد سلطة إقتراح التعديلات التشريعية، فقد أوجد المشرع الفرنسي أسلوبين.

#### 1- سلطة الإقتراح المباشر عن طريق المشاركة في الأعمال التشريعية:

تشارك سلطة السوق المالية "AMF" في الأعمال التشريعية سواء بطريقة تلقائية أو بعد طلب من السلطة التنفيذية أو التشريعية.

#### أ - المشاركة التلقائية:

تتمثل هذه الصورة في تلك الإقتراحات الموجهة أو المقدمة إلى الحكومة، حيث تتولى سلطة السوق المالية AMF مهمة إقتراح تعديل التنظيم إلى الحكومة وليس إلى البرلمان خلافاً

---

<sup>1</sup> L'article 621-19 alinéa 2 du code monétaire et financier énonce que « L'AMF peut formuler des propositions de modifications des lois et règlements concernant l'information des porteurs d'instruments financiers et le statut des prestataires de services d'investissement ».

لوضع على مستوى لجنة البورصة الأمريكية "SEC" التي تقدم الإقتراحات إلى الكونجرس الأمريكي مباشرة<sup>1</sup>.

كما يمكن ل"AMF" أن تشترك في وضع التشريعات بناء على طلب.

### ب - المشاركة المطلوبة: *une participation demandée*

لقد نص المشرع الفرنسي على عدة فرضيات أين بإمكان منتج القاعدة استشارة سلطة السوق المالية قبل إعداد هذه القواعد أو النصوص، وهذه الأحكام ليست جديدة، حيث كان وزير الإقتصاد والمالية مثلاً يلتزم باستشارة "COB" قبل الموافقة على النظام العام لمجلس بورصة القيم المنقولة ومجلس السوق الآجلة.

وقد يكون الهدف من طلب مشاركة سلطة الضبط في العمل التشريعي هو الإستعانة باختصاصاتها التقنية وكذا خبرتها في المجال .

فعلى سبيل المثال نجد عدة أحكام قانونية تلزم الوزير باستشارة السلطة الضابطة، فالمادة 611-3 من التقنين النقدي والمالي تنص على إلتزام وزير الإقتصاد بأخذ رأي سلطة السوق المالية AMF في حالات منصوص عليها قانوناً<sup>2</sup>.

كما يلتزم مجلس الدولة كذلك في حالات محدودة باستشارة AMF<sup>3</sup>.

نشير في هذا الصدد إلى غياب أي نص قانوني يلزم الحكومة باستشارة AMF عند تحضيرها لمشروع قانون تتضمن أحكامه أو البعض منها أوجه تأثير على الأسواق المالية.

---

<sup>1</sup> CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés financiers par la commission des opérations de bourse (COB) et la securities and exchange commission (SEC), op. cit. p. 58.

<sup>2</sup> Le ministre chargé de l'économie doit prendre l'avis de l'AMF lorsqu'il arrête « La réglementation applicable aux prestataires des services d'investissement définis à l'article L.531-1 et, en tant que de besoin, aux membres des marchés réglementés non prestataires de services d'investissement, aux personnes morales ayant pour activité principale ou unique la compensation d'instruments financiers et aux personnes morales ayant pour activité principale ou unique la conservation et l'administration d'instruments financiers et concernant le montant du capital exigé en fonction des services qu'entend exercer le prestataire de services d'investissement et les normes mentionnées aux 5, 6, 7 et 10, le cas échéant, 8 de l'article L.611-1 ».

<sup>3</sup> L'article L 225-136 du code de commerce prévoit la fixation du prix d'émission des actions dans le cadre d'une opération par appel public à l'épargne, sans droit préférentiel de souscription par décret en conseil d'Etat pris après consultation de l'AMF lorsque les titres de la société concernée sont admis aux négociations sur un marché réglementé et dans la mesure où les valeurs mobilières à émettre leur sont assimilables.

قد تبدو لنا هذه الوضعية بأنها غريبة بحجة أنه لا بد من ضرورة تدخل هيئة ذات إختصاص تقني مثل AMF، إلا أنه يمكن الإعتقاد أنّ هذه الاستشارة تتم بصفة غير رسمية بين مصالح الوزارة و AMF .

## 2 - سلطة الإقتراح غير المباشرة عن طريق نشر التقارير السنوية:

يعتبر التقرير السنوي الذي تقدمه سلطة السوق المالية AMF لكل من رئيس الجمهورية والبرلمان قيد لإستقلالية الضابط أو بمثابة وسيلة إضفاء المشروعية عليه، لكن من جهة أخرى فتلجأ AMF إليه لاستعماله كوسيلة تتضمن إقتراح التعديلات التشريعية التي تراها ضرورية قصد تحسين سير الأسواق المالية.

لكن رغم الإعتراف ل "AMF" بهذه السلطة أي "إقتراح تعديلات تشريعية ضمن التقارير السنوية"، إلا أنه تم المناداة بضرورة تعزيز وتقوية مكانة الضابط في الإجراء التشريعي، ولا يتحقق ذلك إلا بمنح AMF الحق في المشاركة في إعداد كل مشروع أو اقتراح للقانون.

هذه المشاركة تأخذ شكل طلب رأي ، تعدّه الحكومة أو النواب، وذلك قبل إعداد أي مشروع أو نص<sup>1</sup>، كما يبقى هذا الرأي ذو طابع إستشاري، لأنّ غير ذلك من شأنه أن يعرقل ويقيد سلطة الإقتراح المنصوص عليها ضمن أحكام الفقرة الأولى من المادة 39 من الدستور<sup>2</sup> يجب نشر هذا الرأي وذلك في سبيل تحسين الطبيعة الديمقراطية لعملية إعداد وسن القوانين، كما تساهم في إعلام المواطنين والنواب بموقف الضابط، ومساعدة النواب في تحسين نوعية النقاشات.

كذلك تم اقتراح وسائل أخرى قصد تفعيل مشاركة AMF في الإجراء التشريعي، وذلك عن طريق السماح لها بالمشاركة في مناقشات مشاريع القوانين بين النواب، حيث أنّ إعطاء الرأي التمهيدي ل AMF أمر ليس من شأنه منع هذه الأخيرة من التدخل في المناقشات بين النواب، بل العكس، فكان من الأجدر تعزيز دور الضابط على هذا المستوى عن طريق

<sup>1</sup> يستحسن أن يكون الرأي مسبقا وليس لاحقا، لأنّ مشاريع القوانين تكون محل دراسة من طرف مجلس الدولة أولا، وعليه فأبداء رأيين على نفس المشروع من شأنه أن يرتب صعوبات عملية تطبيقية.  
<sup>2</sup> حسب هذه المادة، سلطة الإقتراح هي من اختصاص الوزير الأول وكذا أعضاء البرلمان.

مشاركة AMF مع اللجنة النيابية المكلفة بدراسة مشروع القانون وكذا مقرر اللجنة، وذلك بهدف توضيح المقترحات والمستجدات العملية للأحكام المتعلقة بالأسواق المالية<sup>1</sup>.

### ثانيا: في التشريع الجزائري

لقد أجاز المشرع الجزائري للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التدخل في السلطة التشريعية حيث سمح لها بتقديم للحكومة مقترحات نصوص تشريعية وتنظيمية تخص إعلام حاملي القيم المنقولة والجمهور، وتنظيم بورصة القيم المنقولة وسيرها والوضعية القانونية للوسطاء في عمليات البورصة<sup>2</sup>.

على ضوء هذه الأحكام، نلمس أنّ مجال ممارسة سلطة إقتراح نصوص تشريعية وتنظيمية تخضع لنفس القواعد التي تخضع لها السلطة التنظيمية المباشرة، أي سلطة إصدار أنظمة من طرف اللجنة، ويبرز ذلك في تحديد مجالها، حيث حصر المشرع الجزائري نطاق تدخل اللجنة في ممارسة سلطة الإقتراح، هذه المجالات تتمثل في كل من:

- مجال إعلام حاملي القيم المنقولة والجمهور.

- مجال تنظيم بورصة القيم المنقولة وسيرها.

- مجال الوضعية القانونية للوسطاء في عمليات البورصة<sup>3</sup>.

إذن خارج نطاق هذه المجالات، لا يمكن للجنة تقديم أي إقتراح سواء لإعداد نص تشريعي أو تنظيمي.

نتساءل الآن عن القوة الإلزامية لهذه المقترحات، لنقول أنّه يمكن للحكومة أخذها بعين الإعتبار، كما يمكن لها استبعادها، بمعنى ليست ملزمة، رغم أنّ مركز هذه اللجنة يجعلها في مكانة ودرجة هامة لمنح هذه الإقتراحات وأخذها بعين الإعتبار، بحجة أنّها أكثر دراية ومعرفة بمجال بورصة القيم المنقولة.

<sup>1</sup> TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op. cit. p. 123.

<sup>2</sup> المادة 34 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>3</sup> المادة 34 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، نفس المرجع.

## المبحث الثاني

### نطاق تطبيق السلطة التنظيمية

تمارس السلطة التنظيمية في مواجهة فئة المتدخلين ضمن سوق الأوراق المالية، حيث يتم إعداد ووضع قواعد تحكم تصرفاتهم (المطلب الأول)، إلى جانب وضع قواعد أخرى تحكم معظم العمليات التي تتم في إطار سوق الأوراق المالية (المطلب الثاني).

### المطلب الأول

#### النطاق الشخصي لتطبيق السلطة التنظيمية

نقصد بالنطاق الشخصي لتطبيق السلطة التنظيمية، تلك القواعد المنظمة لمجموع الأشخاص المتدخلين على مستوى سوق القيم المنقولة، بما فيهم مصدر القيم المنقولة (الفرع الأول) المستثمر في القيم المنقولة (الفرع الثاني)، والشخص الوسيط بينهما (الفرع الثالث).

### الفرع الأول

#### تطبيق السلطة التنظيمية على المصدر

من بين الأشخاص المخاطبين بأنظمة اللجنة، نذكر الشخص المصدر باعتباره الطرف الأول في العقد، وقد أعدت اللجنة عدة أنظمة تنظم من خلالها بعض الأحكام المتعلقة بالمصدر.

ونشير في هذا الصدد إلى أنّ الأحكام المتعلقة بهوية المصدر، سواء كان يأخذ شكل الدولة والهيئات المحلية أو شركة أسهم، أو هيئات التوظيف الجماعي بنوعها بمعنى شركة الإستثمار ذات رأس المال المتغير أو الصناديق المشتركة للتوظيف، قد سبق الإشارة إليها، فلاداعي لإعادتها، وإنما نكتفي بذكر بعض القواعد الأخرى التي يخضع لها المصدر.

## أولاً: تنظيم المعلومات الواجب نشرها من طرف المصدر

لقد حدّدت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة شروط نشر المعلومات من طرف المصدر<sup>1</sup>.

وقد أوجبت اللجنة على المصدر إعلام الجمهور على الفور، بكل تغيير أو واقعة مهمة إن كانت معروفة، وقد تؤثر بصفة ملموسة على سعر القيم المنقولة.

كما يمكن للمصدر إذا كان قادراً على ضمان السرية أن يؤجل تحت مسؤولية نشر معلومة مهمة إذا رأى أنّ نشرها يسبّب له ضرراً جسيماً، وفور زوال الظروف التي اقتضت هذه السرية، يجب على المصدر نشر المعلومة.

من بين الشروط التي فرضتها اللجنة في المعلومة الموجهة للجمهور هي:

- وجوب كونها صحيحة.

- وجوب كونها دقيقة.

- وجوب كونها صادقة.

وتشكل كل معلومة يتضح أنّها خاطئة أو غير محددة أو مغرصة مساساً بحسن إعلام الجمهور وتعرّض صاحبها إلى عقوبات.

كما يمكن للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إذا اقتضت حماية المستثمرين أو حسن سير السوق، مطالبة المصدر بنشر بعض المعلومات حسب الشكل والأجل اللذين تحدّدهما.

وفي حالة عدم التزام المصدر بواجباته، يمكن للجنة القيام بنشر هذه المعلومات، وعلى المصدر أن يتحمل تكاليف نشرها<sup>2</sup>.

إضافة إلى هذه القواعد، فقد فرضت اللجنة على المصدر ايداع لديها ولدى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة تقريراً سنوياً يحتوي على الجداول المالية السنوية وتقرير مندوب

<sup>1</sup> نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-2000 مؤرخ في 20 جانفي 2000، يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، جريدة رسمية عدد 50، صادر في 16 أوت 2000.  
<sup>2</sup> المادة 2/6 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-2000، مؤرخ في 20 جانفي 2000، والمتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، مرجع سابق.

أو مندوبي الحسابات والمعلومات الأخرى التي تتطلبها تعليمة اللجنة وذلك خلال 30 يوما على الأكثر قبل إجتماع الجمعية العامة العادية للمساهمين<sup>1</sup>.

وتخضع هذه الجداول المالية إلى عملية نشر في جريدة أو عدّة جرائد ذات توزيع وطني. في حالة تعديل الحسابات السنوية المقرّرة من طرف الجمعية العامة للمساهمين، يلزم المصدر بأن يرسل إلى اللجنة وشركة تسيير بورصة القيم، التعديلات المذكورة وينشرها كذلك، في خلال 30 يوما التي تلي انعقاد الجمعية العامة<sup>2</sup>.

زيادة على التقرير السنوي، فيلتزم الشخص المصدر كذلك بأن يودع لدى اللجنة وشركة تسيير بورصة القيم تقريرا عن التسيير السداسي يحتوي على جداول المحاسبة السداسية وشهادة مندوب أو مندوبي الحسابات في 90 يوما التي تلي نهاية السداسي الأول للسنة المالية<sup>3</sup>.

تتضمن الجداول الحسابية السداسية جدول حسابات النتائج ومذكرات ملحقة بجدول الحسابات السداسية<sup>4</sup>.

يمكن للجنة أن تعفى المصدر من إدراج بعض المعلومات في التقرير السنوي أو السداسي عندما تقدّر أن نشرها يمكن أن يسبّب له ضررا خطيرا. وفي سبيل إلزام المصدر بمراعاة واحترام هذه الأنظمة، كعدم إيداع ونشر البيانات الصحفية والتقرير السنوي والتقرير السداسي في الأجال المحددة، يتعرّض المصدر إلى العقوبات المنصوص عليها في الأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بهما<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> تحتوي الجداول المالية على ما يلي:

- الميزانية .  
- جداول حسابات النتائج.  
- مشروع تخصيص النتائج.  
- المذكرات الملحقة بالجدول المالية كما تتضمن كذلك السنة المالية الأخيرة، أنظر المادتين 8 و9 على التوالي من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-2000 ، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 13 من نفس المرجع.  
<sup>3</sup> يجب على المصدر كذلك أن يرسل أو يضع تحت تصرّف المساهمين التقرير السداسي وينشره في جريدة أو عدة جرائد ذات توزيع وطني.

<sup>4</sup> المادة 16 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02-2000، مؤرخ في 20 جانفي 2000 ،مرجع سابق.

<sup>5</sup> المادة 21 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02-2000، المؤرخ في 20 جانفي 2000، نفس المرجع.

## ثانيا : تنظيم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة:

لقد سبق وأن أشرنا سابقا إلى اعتبار هيئات التوظيف الجماعي من بين طائفة الأشخاص المصدرة للقيم المنقولة، وعليه فقد اهتمت اللجنة بها، حيث أعدت نظام خاص بها يهدف إلى تحديد إجراءات تأسيسها، وتسييرها، وقواعد الحذر والإعلام والمراقبة المتعلقة بها<sup>1</sup>.

### أ- تأسيس هيئات التوظيف الجماعي:

تتمثل هيئات التوظيف الجماعي في كل من شركة الإستثمار ذات رأس مال متغير والصندوق المشترك للتوظيف، وقصد تأسيسها، فلا بد من إعتناء مشاريع قوانينها الأساسية أو مشروع نظامها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وعلى هذه الأخيرة إخبار مؤسسي هيئات التوظيف الجماعي عن منح أو رفض الإعتناء عن طريق رسالة مسجلة مع وصل التسليم في مدة لا تتجاوز شهرين من تاريخ إيداع الملف الكامل لطلب الإعتناء<sup>2</sup>. ويخضع كل تغيير في القوانين الأساسية لشركات الإستثمار ذات رأس مال متغير، ونظام الصندوق المشترك للتوظيف إلى الموافقة المسبقة التي تسلم من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

يتضمن القوانين الأساسية لشركات الإستثمار ذات رأس مال متغير على عدة معلومات إشرطتها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>3</sup>.

بعد الحصول على اعتماد من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تودع نسخة من القانون الأساسي لدى المركز الوطني للسجل التجاري.

كما يلتزم المؤسسون، وتحت مسؤوليتهم، بنشر مذكرة إعلامية في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية، والتي تحتوي على عدة عناصر أساسية تتعلق بشركات الإستثمار ذات رأس مال متغير.

ويجب على شركات الإستثمار ذات رأس مال متغير إتمام إجراءات التسجيل في السجل التجاري خلال فترة 30 يوم التي تلي التأسيس، وإبتداء من تاريخ التسجيل تكتسب

<sup>1</sup> نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04-97، مؤرخ في 25 نوفمبر 1997، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، جريدة رسمية عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.

<sup>2</sup> المادة 8 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 04-97 مؤرخ في 25 نوفمبر 1997 مرجع سابق.

<sup>3</sup> المادة 11 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 04-97 مؤرخ في 25 نوفمبر 1997 نفس المرجع .

شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير، الشخصية المعنوية، كما تلتزم بنشر مذكرة إعلامية في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية التي تحتوي على ملخص من محضر الجمعية العامة التأسيسية<sup>1</sup>.

#### ب- تسيير هيئات التوظيف الجماعي:

يجب أن يمنح تسيير شركات الإستثمار ذات رأس مال متغير وصناديق التوظيف الجماعي لأشخاص يكتسبون كفاءات مهنية معمّقة تمكّنهم من تحقيق في ظروف حسنة الوظائف والمهام المنوطة بهم.

يجب على المسير أن يكون لديه على الأقل 10 % من أصول الصندوق المشترك للتوظيف الذي يسيّره دون أن يقل هذا المبلغ عن 500.000 دج.

يجب أن يكون لديه أيضا موظفون مؤهلون ومحلّ مجهزّ بكل الوسائل المادية الضرورية للقيام بنشاطه<sup>2</sup>.

#### ج- مراقبة هيئات التوظيف الجماعي:

يخضع إصدار الأسهم والحصص إلى مصادقة مسبقة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة للنشرة الإعلامية التي تبين خصائص هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة المعنية، وتقدم حسب النموذج المقرّر في تعليمة اللجنة.

يجب أن توضع النشرة الإعلامية تحت تصرف الجمهور وتوضع مسبقا عند أول إكتتاب.

يجب على هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة أن تنشر كل يوم مفتوح، القيمة التصفوية وكذلك العمولات المكتتبه وإعادة شراء في مجالات الشركات الإستثمارية، لمسير الصندوق المشترك للتوظيف والمؤسسات المكلفة بالإكتتاب وإعادة الشراء<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المادة 14 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 04-97، مؤرخ في 25 نوفمبر 1997، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 47 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 04-97، مؤرخ في 25 نوفمبر 1997، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي، نفس المرجع.

<sup>3</sup> المادة 37 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 04-97، المؤرخ في 25 نوفمبر 1997، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي، نفس المرجع.

يخضع نشاط هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة إلى رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث يمكن للجنة القيام في أي وقت بمهمة التفتيش على نشاط كل هيئة توظيف جماعي في القيم المنقولة المعنية<sup>1</sup>.

هذه إذن هي أهم القواعد التنظيمية التي قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بوضعها أو إعدادها في شكل أنظمة خاضعة لموافقة وزير المالية ومنشورة في الجرائد الرسمية والمتعلقة بالشخص المصدر.

بجانب الشخص المصدر ، وضعت كذلك لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة قواعد أخرى تنظم من خلالها الشخص الوسيط .

## الفرع الثاني

### تطبيق السلطة التنظيمية على الوسيط

يعدّ الوسيط الشخص المتوسط بين المصدر من جهة والمستثمر من جهة أخرى، ونظرا للأهمية البالغة للمركز الذي يتمتع به والدور الذي يقوم به ضمن سوق القيم المنقولة، فقد لقي إهتماما كبيرا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، و يبرز ذلك على وجه الخصوص في تلك الأحكام والقواعد المخصصة ضمن الأنظمة الصادرة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليلا البورصة، تنظم من خلالها نشاطاته، حقوقه، وإلتزاماته<sup>2</sup>.

#### أولا: نشاطات الوسيط

يختلف نشاط الوسيط باختلاف نطاق الإعتماد المتحصل عليه، وعلى على هذا الأساس نميّز بين الوسيط ذوي النشاط المحدود والوسيط ذوي النشاط غير المحدود.

#### 1- الوسيط ذوي النشاط المحدود:

قد يتحدّد نشاط الوسيط وذلك بطلب منه، أو بقرار يصدر من اللجنة تلقائيا دون طلب تحديده من طرف الوسيط.

<sup>1</sup> المادة 38 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04-97 ، المؤرخ في 25 نوفمبر 1997 ، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي ، مرجع سابق .  
<sup>2</sup> بالنسبة لشروط اكتساب صفة الوسيط، فقد سبق التعرض إليها سالفا.

يكون نشاط الوسيط محدودا، إذا كان موقوفا على تفاوض القيم المنقولة لحساب الزبائن فقط، دون تقديم خدمات أخرى، بمعنى لا يتدخل الوسيط في البورصة إلا لحساب زبون معين، دون إجراء عمليات لحسابه الخاص<sup>1</sup>.

وعليه فيقتصر التزام الوسيط تجاه زبونه في البحث عن أفضل مشتري للقيم المنقولة التي يريد الزبون شراءها، تنفيذا لأوامره.

## 2-الوسطاء ذوي النشاط غير المحدود:

في هذه الحالة، لا يتوقف دور الوسيط عند التفاوض على القيم المنقولة داخل البورصة أو خارجها، وإنما يتعدى دوره ذلك، حيث يسعى إلى تقديم خدمات أخرى تتمثل فيما يلي:

### أ- تسيير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل:

يتولى الوسيط ذو النشاط غير المحدود بتسيير حافظات القيم المنقولة لحساب شخص معنوي أو طبيعي، بموجب وكالة تسيير، معهود بها للوسيط، أو بموجب عقد تفويض، حسب أحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10<sup>2</sup>.

نشير في هذه المسألة إلى أن أحكام عملية التسيير هذه كانت منظمة في السابق بموجب النظام رقم 97-05<sup>3</sup>، إلا أنه في سنة 2003، وبعد إنشاء المؤتمر المركزي على السندات وتكريس نظام التسوية والتسليم تم إلغاء هذا النظام ليحلّ محله النظام رقم 03-02<sup>4</sup>.

يهدف النظام رقم 03-02 إلى تحديد شروط تأهيل نشاط السندات وإدارتها الموصوف بمسك الحسابات - الحفظ، وممارسة هذا النشاط طبقا لأحكام المادة 19 مكرر 1 من المرسوم التشريعي رقم 93-10<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> المادة 2 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03، المؤرخ في 03 جويلية 1996، يتعلّق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، جريدة رسمية عدد 36، صادر في 1 جوان 1997.

<sup>2</sup> المادة 13 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>3</sup> نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 97-05، مؤرخ في 25 نوفمبر 1997 يتعلّق باتفاقيات الحساب بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم، جريدة رسمية عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997. (ملغى).

<sup>4</sup> نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-02، مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلّق بمسك الحسابات وحفظ السندات، جريدة رسمية عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.

<sup>5</sup> تنص المادة 19 مكرر 1 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 على " 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 إلا لدى وسيط مؤهل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفته مسك الحسابات وحافظ السندات. تحدد شروط التأهيل ومسك حسابات السندات والرقابة على النشاط بموجب لائحة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها".

يتمثل مسك الحسابات- الحفظ ، في مفهوم هذا النظام ، في تسجيل السندات باسم صاحبها في الحساب ، من جهة، أي الإقرار بحقوق صاحب السندات على هذه السندات ، ومن جهة أخرى حفظ الأرصدة بالسندات المطابقة حسب كفيات خاصة بكل إصدار للسندات<sup>1</sup> .  
يمكن أن تؤهل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لممارسة نشاط مسك الحسابات- حفظ السندات البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة .  
زيادة على ماسكي الحسابات – حافظي السندات ، يرخص بممارسة نشاط مسك الحسابات- الحفظ:

- للمؤسسات المرخص لها بالقيام بعمليات البنوك المنصوص عليها في الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكمها .

- للأشخاص المعنويين المصدريين ، من أجل مسك الحسابات – حفظ السندات التي يصدرونها<sup>2</sup> .

يجب على المؤسسات التي تلتزم بالتأهيل بصفة ماسك الحسابات- حافظ السندات أن تقوم بالخصوص بما يأتي :

- تقديم طلب تأهيل إلى اللجنة.
- الإلتزام باحترام دفتر الشروط.
- الإلتزام باحترام قواعد مسك الحسابات- الحفظ المحددة من طرف اللجنة .
- تعيين مسؤول مكلف بنشاط مسك الحسابات- حفظ السندات حائز على شهادة في التعليم العالي ويتوفر على تجربة مهنية كافية<sup>3</sup>.

تبتّ اللجنة في طلب الملتزم بالأخذ بعين الإعتبار ، على الخصوص تنظيمه ووسائله التقنية والمالية وكفاءة المسيرين ونزاهتهم ، وتفصل اللجنة في أجل شهرين بعد إيداع الملف. ويعلق هذا الأجل إلى غاية إستيلاء العناصر التكميلية الضرورية لدراسة الملف.

<sup>1</sup> المادة 02 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02-03 ، مؤرخ في 18 مارس 2003 ، يتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات ، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 03 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02-03 ، مؤرخ في 18 مارس 2003 ، يتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات ، نفس المرجع .

<sup>3</sup> المادة 05 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02-03 ، مؤرخ في 18 مارس 2003 ، يتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات ، نفس المرجع .

ينبغي أن يبرر رفض التأهيل ويبلغ إلى المعني بالأمر.  
يدرج ماسك الحسابات- الحافظ في دفاتر الحسابات السندات والنقود التي يستلمها لحساب  
مصدر الأوامر في حسابات مفتوحة باسم مصدر الأوامر هذا .  
يعدّ ماسك الحسابات- الحافظ قبل أي إدراج للسندات في دفاتر الحسابات ، إتفاقية فتح  
الحساب مع مصدر الأوامر.

تحدد إتفاقية فتح الحساب مبادئ سير حسابات سندات الزبائن وتتضمن عدة بنود<sup>1</sup>.  
تتأكد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بواسطة سلطة الرقابة من مدى إحترام هذا  
النظام وتعليماته التطبيقية من قبل ماسكي الحسابات- الحافظين . ويمكنها أن تستعين  
بالمؤتمن المركزي على السندات .  
كما يمكن للجنة إصدار قرار سحب التأهيل من ماسك الحسابات- الحافظ في الحالات  
التالية :

- بطلب من المؤسسة .
- تلقائيا إذا أصبحت المؤسسة غير مستوفية لشروط تأهيلها .
- إذا لم يمارس تأهيله في أجل إثني عشر شهرا .
- إذا لم يمارس نشاطه لمدة ستة أشهر على الأقل .
- إذا كان من شأن مواصلة نشاطه الإضرار بمصالح زبائنه<sup>2</sup>.

#### ب- تداول القيم المنقولة لحسابه الخاص:

يختلف الوسيط ذو النشاط غير المحدود عن الوسيط ذو النشاط المحدود، في إمكانية  
الأول القيام بتداول القيم المنقولة لحسابه الخاص سواء كان ذلك بصفة رئيسية أو ثانوية.

<sup>1</sup> من بين هذه البنود نذكر :

- هوية الشخص أو الأشخاص مع من تم إعداد الإتفاقية والتوقيع عليها.
- الخدمات موضوع الإتفاقية وكذا أصناف السندات التي تنصب عليها الخدمات .
- تحديد أسعار الخدمات .
- مدة صلاحية الإتفاقية . إلى جانب بنود أخرى نصت عليها المادة 09 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات  
البورصة رقم 02-03 ، مؤرخ في 18 مارس 2003 ، يتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات ، مرجع سابق.
- <sup>2</sup> المادة 24 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02-03 ، مؤرخ في 18 مارس 2003 ، يتعلق بمسك  
الحسابات وحفظ السندات ، نفس المرجع.

### ج- توظيف القيم المنقولة لحساب الغير:

تتجسد هذه المهمة في البحث عن مكتتبي ومشتري الأصول المالية الجديدة المصدرة لأول مرة لحساب الشركة المصدرة التي تلجأ إلى الإصدار عن طريق الإدخار العلني<sup>1</sup>، كما قد يكتفي الوسيط بمهمة الإرشاد والنصح في مجال التوظيف دون القيام بعملية التوظيف ذاتها<sup>2</sup>.

أما بالنسبة للسعي المصفاي الذي نقصد به اتصال الشخص الوسيط بالأفراد سواء في منازلهم وأماكن عملهم، أو في الأماكن العمومية، عن طريق مكالمات هاتفية، رسائل، مناشير... الخ، قصد إستشارة زبونه، أو عرض عليه إقتراح شراء أو بيع قيم منقولة، إذا تراءت للوسيط فرصة مناسبة. ونشير في هذا الموضوع إلى أن المشرع الجزائري لم ينص على هذا النشاط في ظل القانون رقم 03-04.

#### ثانيا: إلتزامات الوسطاء

لقد خصصت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في الباب الثالث من نظامها رقم 03-96 وضع قواعد تبين من خلالها إلتزامات الوسطاء، هذه الإلتزامات تختلف باختلاف طبيعة الطرف الثاني في الإلتزام، وعليه فهناك إلتزامات تجاه الزبائن وإلتزامات تجاه اللجنة.

#### 1- إلتزامات الوسيط تجاه الزبون:

- يلتزم الوسطاء في إطار علاقاتهم مع الزبائن، وتنفيذا للوكالة المخولة لهم بالحرص على تنفيذ الأوامر على أساس أحسن ظروف السوق وذلك اعتبارا لأمر الزبائن.
- على الوسيط أن يفصح لزبونه عن طبيعة الإعتماد الذي بواسطته يباشر نشاطه ومرجعياته.
- يجب على الوسيط إرسال لزبونه إشعارا بالتنفيذ كشوفا للحسابات فور تنفيذ الأوامر، حسب الكيفية والآجال المحددة في الاتفاق.

<sup>1</sup> المادة 02 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-96، المؤرخ في 03 جويلية 1996، المتعلق بشروط إعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 07 من المرسوم التشريعي رقم 10-93، بعد تعديلها بموجب القانون رقم 04-03، مرجع سابق.

- يلتزم الوسيط بالحفاظ على السر المهني، بخصوص المعلومات التي ترد إليه بمناسبة أدائه لوظائفه، وإلا خضع للعقوبات المقررة في المادة 301 من قانون العقوبات<sup>1</sup>.

علاوة على هذه الإلتزامات، تقع على عاتق الوسيط إلتزامات أخرى يجب عليه مراعاتها<sup>2</sup>.

## 2- إلتزامات الوسيط تجاه اللجنة: يلتزم الوسيط بما يلي:

- يجب على الوسيط مسك سجلات خاصة بنشاطه، وقد حدّدت اللجنة أنواع السجلات

الواجب مسكها وكيفية ذلك<sup>3</sup>.

- على الوسيط في عمليات البورصة احترام قواعد الحذر في معاملاته مع الزبون وفي

العمليات المنجزة داخل أو خارج المقصورة، وفي هذا الموضوع، قامت اللجنة بتحديد قواعد

الحذر هذه ضمن تعليمة صادرة منها<sup>4</sup>.

- يلتزم الوسيط بإيداع نسخة من وثيقة التأمين لدى اللجنة، لضمان مسؤوليته تجاه

الزبون ضد مخاطر ضياع وإتلاف أو سرقة الأموال والقيم المنقولة المودعة لديه، مع تجديد

هذا الإلتزام كل سنة.

- يجب على الوسيط دفع مستحقات للجنة، تتمثل في أتاوى لقاء الخدمات التي تقدمها

هذه الأخيرة، ودفع أتاوى مستحقة لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة<sup>5</sup>.

- يلتزم الوسيط كذلك بدفع المساهمات في صندوق الضمان، الذي يمّون في جزء منه

من المساهمات الإلجبارية التي يقدمها الوسيط.

وتقابل هذه الإلتزامات الواقعة على عاتق الوسطاء، تمتعهم ببعض الحقوق تتمثل أهمها

في تلقي العمولات لقاء أتعابهم والخدمات التي يقدمونها لحساب زبائنهم<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> المادة 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>2</sup> الباب الثالث من نظام اللجنة رقم 96-03، المؤرخ في 03 جويلية 1993 المتعلق بشروط إعتقاد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، مرجع سابق.

<sup>3</sup> تعليمة رقم 99-02، مؤرخة في 3 مارس 1999، صادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، متعلقة بالسجلات الواجب مسكها من طرف الوسيط.

<sup>4</sup> تعليمة رقم 2000-01، مؤرخة في 11 مارس 2000، صادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، المتضمنة قواعد الحذر في تسيير القيم المنقولة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة.

<sup>5</sup> نظام اللجنة رقم 98-01، مؤرخ في 15 أكتوبر 1998، يحدّد الأتاوى التي تحصلها اللجنة، جريدة رسمية عدد 93، صادر في 13 ديسمبر 1998.

<sup>6</sup> تخضع مسألة تحديد هذه العمولات للمنافسة الحرة، بمعنى الوسيط هو الذي يتولى تحديدها، على أن تعلق هذه التعريفات في محلات الوسيط وتدرج في بنود اتفاقية فتح الحساب بين الوسيط والزبون، مع إمكانية إطلاع اللجنة على كل هذه التعريفات في أي وقت لتفادي المغالاة فيها، أنظر المواد 46، 47، 48 من نظام اللجنة رقم 96-03، المؤرخ في 03 جويلية 1999، المتعلق بشروط إعتقاد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، مرجع سابق.

## الفرع الثالث

### تطبيق السلطة التنظيمية على المستثمر

يعدّ المستثمر الطرف الثاني في العقد بعد الشخص المصدر، يتولى شراء الأوراق المالية، كما يمكن له القيام بعمليات البيع و الشراء، فبالنسبة لهوية الشخص المستثمر، فقد سبق لنا التعرّض إليها في الباب الأول من الدراسة، حيث تتسع دائرة المستثمرين لتتراوح بين أشخاص طبيعية وأخرى معنوية<sup>1</sup>.

إلاّ أنّه إضافة إلى تحديد طبيعة الشخص المستثمر، فقد وضعت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، بعض الأحكام القانونية المطبقة على الشخص المستثمر، وذلك سعياً لتحقيق حماية لمصالحه.

ومن بين القواعد التي وضعتها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لتنظيم وضبط أعمال المستثمر، نذكر تلك الأحكام التي أصدرتها بشأن تلك الأوامر التي يرسلها المستثمر للوسيط قصد شراء أو بيع أوراق مالية على مستوى البورصة.

#### أولاً - تنظيم أوامر البورصة:

تتمثل أوامر البورصة في تلك التعليمات التي يقدّمها أي شخص طبيعي أو معنوي يرغب في شراء أو بيع قيم منقولة، كما تعرّف أوامر البورصة بأنّها تفويض من العميل للوسيط في إجراء عمليات البيع والشراء لورقة محددة، أو ذلك الإذن المعطى للسمسار بواسطة العميل لبيع أو شراء ورقة مالية بالبورصة، وهذا الأمر يشترط صدوره من صاحب الحق في التصرف في هذه الأوراق المالية سواء أكان فرداً أم جماعة وموجه إلى صاحب السلطة الشرعية في التداول، ليقوم هذا الأخير بتنفيذه وفقاً لشروط عمليات البورصة كما وأنّ الوسيط لا يمكنه رفض تنفيذه.

ومهما تواترت واختلفت أوامر البورصة، إلاّ أنّها تندرج حتماً تحت راية واحدة ذات أركان متعدّدة وهي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> يمكن اعتبار كذلك الوسيط في عمليات البورصة مستثمراً، وذلك حينما يقوم بعمليات ذات مقابل (البيع والشراء لحسابه الخاص)، يمكن إدراج ضمن فئة المستثمرين البنوك والمؤسسات المالية عند تدخلها في البورصة لشراء أوراق مالية متداولة فيها باعتبارها عمليات تابعة للنشاط المصرفي.

<sup>2</sup> نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية - دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية - مرجع سابق، ص 109.

- أنّها عبارة عن إعلان أو إخطار أو إذن أو إفصاح عن النية في التعاقد.
- أن يكون هذا الإعلان صادرا من المالك الحقيقي أو ممّن له سلطة على الصكوك.
- أن يكون الأمر صادرا لمن له الصفة القانونية في عمليات التداول ، كشركات السمسرة في مصر، أو للسمسار الفرد كما هو الحال في بعض الدول، أو لشركات البورصة sociétés de bourse كما هو الحال في فرنسا.
- أن يكون هذا الإعلان أو الإفصاح مقترنا بالتفويض لإجراء التبادل (شراء أو بيع).
- أن يكون هذا الأمر منصبا على ورقة محدّدة.
- ألا يكون للسمسار الحرية في رفض أو قبول هذا الأمر بسبب إحتكار السماسرة لعمليات التداول في البورصة، وبمفهوم المخالفة فإنّ السمسار لا يمكنه التحرك من تلقاء نفسه دون إشارة البدء أو الأمر في اتخاذ الإجراءات<sup>1</sup>.
- وقد أوردت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ضمن نظامها رقم 03-97 تعريفا لأوامر البورصة وذلك كما يلي: " أمر البورصة هي تعليمة يقدمها زبون إلى وسيط في عمليات البورصة أو يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل"<sup>2</sup>.
- وعلى هذا الأساس تمثل أوامر البورصة الوسيلة أو الآلية التي يتدخل بموجبها المستثمر على مستوى بورصة القيم المنقولة والتي بمقتضاها يتصل بالوسيط قصد تنفيذ هذا الأخير لإلتزاماته ومباشرة وظيفة الوساطة<sup>3</sup>.
- ونظرا لأهمية تنفيذ هذه الأوامر أو التعليمات في تنشيط و تحريك سوق الأوراق المالية، فقد لقت إهتماما من قبل سلطات الضبط، وذلك عن طريق تبيان مضمون هذه الأوامر، أنواعها،.... الخ.

<sup>1</sup> نصر علي طاحون ، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية ، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية ، مرجع سابق .

<sup>2</sup> المادة 89 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.

<sup>3</sup> Guide de l'investisseur, Collection les guides COSOB , 1997, p. 20.

## ثانيا - مضمون أوامر البورصة:

يعتبر أمر البورصة بمثابة وكالة يمنحها المستثمر الأمر للوسيط المنفذ له، إذ يبدأ التعامل بينهما منذ التوقيع على إتفاقية فتح الحساب التي بموجبها يودع المستثمر أو الزبون السندات والنقود في حساب الوسيط، ليتصرف فيها عند تلقيه لأوامره. ففي حالة إرسال أمر البورصة كتابيا، يجب أن يكتب وفقا لنموذج وشكل معين، وأن يوقع من طرف الأمر، ويجب أن تتضمن أوامر البورصة البيانات التالية:

- بيان اتجاه العملية (شراء أو بيع).
  - تعيين القيمة محل التداول أو خصائصها.
  - عدد السندات المزمع تداولها.
  - إشارة أو حدّ السعر.
  - مدة صلاحيته.
  - مراجع صاحب الأوامر.
- وبصفة عامة، كل البيانات اللازمة لحسن تنفيذه، كما أجازت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة أن تشترط أي بيان تكميلي ضروري لمعالجة الأوامر<sup>1</sup>.
- أما في حالة إرسال أمر البورصة عن طريق الهاتف، فيجب على الأمر تأكيد إرسال الأمر كتابيا<sup>2</sup>.

## ثالثا - أنواع أوامر البورصة:

لقد صنفت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تلك الأوامر التي يصدرها العميل للوسيط في عمليات البورصة إلى عدة أنواع تختلف باختلاف الزاوية التي ينظر منها.

1- من حيث سعر التنفيذ: تنقسم أوامر البورصة إلى:

أوامر بسعر السوق، أوامر لأفضل سعر، أوامر بسعر محدد.

<sup>1</sup> المادة 92 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 97 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، نفس المرجع.

## أ- أوامر بسعر السوق:

يعتبر السعر من أهم المسائل التي تتضمنها أوامر البورصة، وعليه، فتعدّ أوامر بسعر السوق تلك التعليمات التي بمقتضاها يطلب العميل من الوسيط تنفيذ العملية على وجه السرعة، وبأفضل سعر يمكن أن يجري عليه التعامل سواء كان الأمر بيعاً أو شراءً، فإذا كان الأمر بالبيع، فعلى الوسيط أن ينفذ الأمر عند أعلى سعر تصل إليه الورقة خلال اليوم، و إذا كان الأمر شراءً فيجب تنفيذ الصفقة عند أقل سعر ممكن<sup>1</sup>.

أمّا أنظمة اللجنة فقد عرّفت أوامر سعر السوق بتلك الأوامر التي لا تتضمن أيّة إشارة إلى السّعر، والتي يقع تنفيذها تبعاً للأوامر الموجودة في السوق، هذه الأوامر التي تجد تطبيقها في التسعيرة المتواصلة<sup>2</sup>.

## ب- الأوامر بسعر أفضل:

هذا النوع من الأوامر كذلك يتفق مع سابقه بحجة أنّه لا يتضمن أيّة إشارة إلى السّعر الذي تنفذ عنده الصفقات، فلا يحدّد المشتري أي سعر أقصى ولا يحدّد البائع أيّ سعر أدنى لمعاملته، ويقع تنفيذ الأمر بالأولوية، وبأحسن ما تسمح به إمكانيات السوق<sup>3</sup>. وأهم ما يميّز هذه الأوامر، بمعنى الأوامر بسعر أفضل عن الأوامر بسعر السوق هو تطبيق الأولى في التسعيرة الثابتة، بينما تطبق الثانية في التسعيرة المتواصلة.

## ج- الأوامر بسعر محدد:

هي تلك الأوامر التي يحدّد بمقتضاها المستثمر السّعر الأقصى الذي يقبل دفعه لشراء السندات أو السّعر الأدنى الذي بموجبه يقبل التنازل عن السندات. وفي حالة عدم وجود إشارة بخصوص الحدّ، يعالج الأمر كأمر بسعر السوق في حالة التسعيرة المتواصلة، وكأمر بسعر أفضل في حالة التسعيرة الثابتة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 95.  
<sup>2</sup> المادة 93 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.  
<sup>3</sup> المادة 93 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97، نفس المرجع.  
<sup>4</sup> المادة 93 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-97، نفس المرجع

وما يميّز هذا النوع من الأوامر، هو أنّ المستثمر يعرف مسبقاً وعى وجه اليقين الحدّ الأقصى للقيمة التي سيدفعها إذا كان أمر شراء والحدّ الأدنى للقيمة التي يحصل عليها إذا كان الأمر بيعاً.

**2- من حيث مدة الصلاحية :** تنقسم أوامر البورصة حسب هذا المنظور إلى:

**أ- الأمر الملغى:**

هو الأمر الذي تدوم صلاحيته إلى غاية آخر حصّة التسعيرة للشهر الذي يرسل خلاله الوسيط في عمليات البورصة<sup>1</sup>.

**ب- الأمر ليومه:**

نقصد به ذلك الأمر الذي يكون صالحاً فقط أثناء إجتماع البورصة الموالي لإرساله إلى الوسيط في عمليات البورصة، فإذا تلقى الوسيط من عميله أمراً متضمناً عبارة " أمر ليومه" فعليه تسجيله عند إفتتاح حصّة البورصة الموالية لتلقيه الأمر، وإلاّ اعتبر ملغى.

**ج- الأمر للتنفيذ:**

هو أمر لا يتضمن أيّ حدّ لصلاحيته، تحدّد مدّة تقديمه إلى السوق بثلاثة أسابيع.

**د- الأمر لمدة محدّدة:**

هو أمر يتضمن أجلاً محدّداً، لا تتجاوز مدّته ثلاثين يوماً والذي يحلّل كأمر صالح إلى غاية نهاية إجتماع البورصة المنصوص عليه. وتجدر بنا الإشارة في هذا الموضوع، أنّه في حالة عدم وجود معلومات بخصوص الصلاحية، يعدّ الأمر ليومه<sup>2</sup>.

**3- من حيث شروط تنفيذ الأوامر:** تصنّف الأوامر بالنظر إلى هذه الزاوية إلى:

**أ- الأوامر بدون شرط:**

هي تلك الأوامر التي بمقتضاها تحلّل كمية السندات كأقصى كمية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المادة 94 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-97، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 94 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97 ، نفس المرجع.

<sup>3</sup> المادة 95 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97، نفس المرجع.

## ب- أوامر الكل أو اللاشيئ :

تتمثل في تلك الأوامر التي لا يمكن الإجابة عليها جزئياً، بمعنى يشترط على الوسيط في عمليات البورصة تنفيذ الأمر بكامله على كل الكمية الواردة فيه، وإن لم يستطع فلا ينفذه إطلاقاً<sup>1</sup>.

هذه هي أهم تقسيمات وأصناف أوامر البورصة التي نظمتها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، والتي بواسطتها يتصل المستثمر بالوسيط لتحريك وتعجيل نشاط سوق القيم المنقولة، إلا أنه في التشريعات المقارنة نجد بجانب هذه الأوامر، أصناف أخرى نظراً للتطورات السريعة والأساليب الحديثة التي تستعملها بورصات هذه الدول<sup>2</sup>.

فإلى جانب وضع قواعد تخص أنواع أوامر البورصة، نظمت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة عملية إرسال أوامر البورصة.

### رابعاً- إرسال أوامر البورصة:

يتم إرسال أمر من الأمر المستثمر إلى الوسيط المنفذ بأية وسيلة ووفق الشروط المحددة بينهما في إتفاقية الحساب الموقعة من طرفهما عند فتح حساب السندات<sup>3</sup>. على الوسيط في عمليات البورصة أن يسجل على كل أمر مرسل من الأمر تاريخ وساعة الإستيلاء وذلك بمجرد إستيلاءه.

### خامساً - سلطات المستثمر أو الأمر:

للأمر إمكانية تعديل أو إلغاء أمره في كل وقت إلى غاية عشية حصة التسعيرة، وفيما يخص التعديلات التي تتم يوم التسعيرة، فلا يمكن أن يتحمل الوسيط في عمليات البورصة مسؤولية عدم إدخالها.

<sup>1</sup> المادة 95 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97، نفس المرجع.  
<sup>2</sup> من بين هذه الأوامر نذكر: أوامر مستحقة الدفع الفوري وأوامر مستحقة الدفع الشهري، وكذا أوامر الكل أو اللاشيئ بأقصى كمية، وأوامر الكل أو اللاشيئ بأدنى كمية. أنظر

DEFOSSE Gaston et BALLEY Pierre, La bourse des valeurs, collection que sais-je ? Edition Bouchene, Paris, 1990, p. 28.

<sup>3</sup> المادة 96 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97، مرجع سابق.

في حالة أي تعديل على مستوى معالجة الأوامر من قبل الوسيط في عمليات البورصة يأخذ الأمر المعدل المرتبة التي تعود إليه بالنسبة للأوامر الموجودة في الدفتر عدا ما يتعلق بخفض المقدار<sup>1</sup>.

تجدر بنا الإشارة في هذا الموضوع إلى أن النطاق العضوي أو الشخصي لممارسة أو تطبيق السلطة التنظيمية لا تتوقف فقط عند الشخص المصدر والمستثمر والوسيط ، إنما تمتد حتى إلى كل من المؤتمن المركزي وعلاقته بالمستفيدين من خدماته ، باعتباره جهاز مستحدث بموجب القانون رقم 03-04 ، يتولى على وجه الخصوص مهمة حفظ السندات ومتابعة حركتها ، إضافة إلى مهام أخرى ، وكذا صندوق الضمان<sup>2</sup>.

## المطلب الثاني

### النطاق الموضوعي لتطبيق السلطة التنظيمية

تمارس اللجنة سلطتها التنظيمية على عدة عمليات متعلقة بالقيم المنقولة على مستوى البورصة، ومن بين هذه العمليات نذكر: القبول ، الإدخال ، الشطب .

### الفرع الأول

#### قبول القيم المنقولة للتداول

تتجسد تنظيم عملية قبول القيم المنقولة للتداول وضع إجراءات تنظم طلب قبول القيم المنقولة من جهة، وشروطه من جهة أخرى.

#### أولاً: إجراءات طلب قبول القيم المنقولة

لقد اهتمت اللجنة بعملية تنظيم قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، حيث إشترت أن يكون قبول القيم المنقولة في عمليات التداول في البورصة محل طلب قبول لدى اللجنة وإيداع مشروع مذكرة إعلامية يخضع لتأشيرة اللجنة.

<sup>1</sup> المادة 99 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 97-03، نفس المرجع.

<sup>2</sup> DE VAUPLANE Hubert, « L' autorité des marchés financiers », in DAIGRE Jean- Jacques et DE VAUPLANE Hubert, (sous la direction de), La loi sur la sécurité financière, Edition d'Organisation, Paris, 2004. pp. 14-62.

يجب على أية شركة تطلب قبول سنداتها في عمليات التداول في البورصة أن تعيّن وسيطاً في عمليات البورصة يكلف بمتابعة إجراءات القبول و الإدخال<sup>1</sup>.  
كما يتعيّن تقديم طلب قبول القيم المنقولة في عمليات التداول في البورصة في أجل لا يتعدى 60 يوماً وذلك قبل تاريخ التسعيرة المشار إليها في البورصة، ما لم تقرّر اللجنة خلاف ذلك<sup>2</sup>.  
يطلب القبول لكل السندات التي تنتمي إلى نفس صنف تلك السندات التي سبق إصدارها.

يكون قبول القيم المنقولة في عمليات التداول في البورصة محل مقرّر يصدر عن اللجنة، ثم يرسل هذا المقرّر إلى شركة تسيير بورصة القيم من أجل نشره في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

تتخذ اللجنة قرارها خلال الشهرين اللذين يتبعان إستيلاء شركة تسيير بورصة القيم ملف طلب القبول، أما إذا طلبت اللجنة معلومة تكميلية، فيتخذ القرار في مهلة الشهر الذي يلي إستيلاء الطلب<sup>3</sup>.

كما تلزم اللجنة ضمن نفس النظام الذي أعدته أي النظام رقم 03-97 ، الشركة التي تطلب قبول سندات إضافية من نفس صنف السندات التي سبق قيدها في جدول الأسعار أن تعرض مذكرة إعلامية على اللجنة للتأشير عليها ، وأن تقدم طلب قبول يكون مرفقاً بملف مختصر تحدّد اللجنة مضمونه، كما يتعيّن على الشركة العارضة أن ترفع إلى علم اللجنة كل تعديل يطرأ على عنصر من العناصر المكونة لملف القبول بين تاريخ إيداع الملف وتبليغ مقرر اللجنة<sup>4</sup>.

يتضمن طلب القبول الوثائق القانونية والإقتصادية والمالية والحسابية للشركة التي تطلب قبول قيمها المنقولة في عمليات التداول في البورصة، وبإمكان اللجنة طلب تقديم معلومة تكميلية . بالإضافة إلى كلّ الأحكام السالفة الذكر، فيستوجب على الشركة التي تطلب قبول قيمها المنقولة في التداول في البورصة أن ترسل إلى اللجنة كل البلاغات والإعلانات

<sup>1</sup> Guide de l'admission, collection les guides COSOB, 1997, p. 16.

<sup>2</sup> المواد 16، 17 على التوالي من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97، مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، متعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>3</sup> المادة 22 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-97 ، مرجع سابق .

<sup>4</sup> المادتين 25، 32 على الترتيب من نفس المرجع.

ذات الطابع المالي والنشرات التي تتولى الشركة توزيعها وكذا كلّ وثيقة للإعلان الإقتصادي أو المالي التي تنشرها الشركة.

ويتعيّن على الشركة الحصول على تصديق اللجنة لتوزيع هذه الوثائق خلال مرحلة تقييم ملف القبول<sup>1</sup>.

في الأخير وبعد هذه الإجراءات، تمّ الإعتراف للجنة بسلطة تقديرية في هذا المجال، إذ يمكن لها رفض طلب قبول تداول سند إذا رأت أنّ الطلب مخالف لمصلحة السوق والمدخرين<sup>2</sup>.

### ثانياً: شروط القبول

بعد تنظيم اللجنة لإجراءات قبول القيم والمتمثلة على وجه الخصوص في تقديم طلب القبول، وضعت اللجنة قواعد أخرى تنظم من خلالها شروط القبول، ومن بين هذه الشروط نذكر:

- وجوب نشر الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تمّ خلالها تقديم طلب القبول، ما لم تقرّر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة خلاف ذلك<sup>3</sup>.
- إلتزام الشركة التي تكون سندات محل طلب القبول، تقديم تقرير تقييمي لأصولها ينجزه عضو من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير مندوب الحسابات للشركة أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه عدا أحد أعضائها.
- يجب أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً خلال السنة المالية التي تسبق طلب القبول، ما لم تقرّر اللجنة خلاف ذلك.
- يجب أن تكون الأسهم محلّ طلب القبول مدفوعة بكاملها.

<sup>1</sup> المادتين 26، 218 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 29 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97، مرجع سابق .

<sup>3</sup> المادة 31 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-97، نفس المرجع .

- وجوب تبرير وجود هيئة للمراقبة الداخلية تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة، وفي عكس ذلك، يتم تنصيب هذه الهيئة خلال السنة المالية التي تلي قبول سندات الشركة في التداول في البورصة<sup>1</sup>.
  - وجوب تقديم مذكرة إعلامية تتعلق بالقيم المنقولة محل طلب القبول مؤشرا عليها من قبل اللجنة<sup>2</sup>.
  - على الشركة التي تقدّم طلب قبول سندات رأس المال في التداول في البورصة :
    - أن لا يقل رأس مالها الذي تمّ وفاؤه عن خمسة مائة مليون دينار.
    - أن توزّع على الجمهور سندات تمثل 20 % من رأس المال الإجمالي للشركة على الأقل وذلك يوم الإدخال على أبعد تقدير.
    - يجب توزيع سندات رأس المال الموزعة على الجمهور على 300 مساهم على الأقل يملكون فرادى على الأكثر 5 % من رأس المال الإجمالي وذلك يوم الإدخال على أبعد تقدير.
    - يجب أن يكون سعر سندات الديون التي يقدم بشأنها طلب قبول في التداول في البورصة يساوي على الأقل مائة مليون دينار يوم الإدخال.
    - يجب أن تكون سندات الديون التي يقدم بشأنها طلب قبول في التداول في البورصة موزعة على الأقل بين 100 حائز وذلك يوم إدراجها على أبعد تقدير<sup>3</sup>.
- هذه هي أهم المسائل التي نظمتها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بشأن عملية قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة.

<sup>1</sup> المواد 33، 34 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97، مرجع سابق .

<sup>2</sup> المادة 2/41 من نفس المرجع.

<sup>3</sup> المواد من 43 إلى 46 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97 ، مؤرخ في 18 نوفمبر 1997 ، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة ، نفس المرجع .

## الفرع الثاني

### إدخال القيم المنقولة في البورصة

يتم إدخال السندات التي قرّرت اللجنة قبولها في البورصة بموجب اتفاق بين الشركة المصدرة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة ، وذلك وفق أحد الإجراءات الآتية:

#### أولاً: إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت

هو ذلك الإجراء المتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معيّن من السندات بسعر محدّد سلفاً<sup>1</sup>.

بعد اتفاق الأطراف على هذا الإجراء، تتولى شركة تسيير البورصة إعلام الجمهور عن طريق النشرة الرسمية بنوع العملية المزمع القيام بها، عدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور ، السعر القار المقترح لهذه السندات وكيفية توزيعها.

#### توزيع السندات على الأمرين:

تحدّد كيفية التوزيع ونسبته داخل مضمون الإتفاقية المبرمة مع شركة تسيير بورصة القيم، ويتم تحديد الحد الأقصى من نسبة الأسهم التي يمكن أن يمتلكها كل صنف من مقدمي الأوامر.

#### العرض الإسمي:

هو أحد الشروط التي تتضمنها الإتفاقية، مقتضاها أن تكون أوامر الشراء المقدمة إسمية، ولا يجوز لأي مشتري أن يصدر إلاّ أمر شراء واحد يودع لدى وسيط في عمليات البورصة<sup>2</sup>.

#### ثانياً: إجراء العرض العمومي بسعر أدنى

يتضمن هذا الإجراء وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معيّن من السندات بسعر أدنى يقبل به المدخلون للتنازل عنها<sup>3</sup>.

يحدد البيان المعلن عن الإدخال عن طريق العرض العمومي للبيع بسعر أدنى شروط قبول وتبليغ أوامر الشراء إلى شركة تسيير بورصة القيم عدد السندات الموضوعة تحت

<sup>1</sup> المادة 64 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97، مرجع سابق .

<sup>2</sup> المادة 67 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97 ، نفس المرجع .

<sup>3</sup> المادة 59 من نفس المرجع.

تصرف الجمهور من قبل المدخلين والسعر الأدنى الذي يقبل به هؤلاء للتنازل عنها، وكيفيات توزيع السندات بين الأمرين وكذا عند الإقتضاء شروط الإدخال الخاصة<sup>1</sup>.

لتحقيق العرض العمومي للبيع بسعر أدنى، تتولى شركة تسيير بورصة القيم جمع كل أوامر الشراء المرسلة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة ثم تقوم بالفرز، وبعد ذلك، فلا تقبل إلا الأوامر المتوافقة مع العرض وذات السعر المحدد<sup>2</sup>، أمّا الأوامر التي يبتعد حدّها عن العرض الأدنى بصورة غير عادية، فهي أوامر ملغاة<sup>3</sup>.

### ثالثاً: الإجراء العادي

يقصد به ذلك الإجراء الذي يساعد شركة تسيير بورصة القيم ، عندما يكون رأس مال الشركة موزعاً بين الجمهور بمقدار كاف، من تسجيل قيمة في جدول الأسعار مباشرة للتداول عليها ضمن شروط التسعيرة في السوق وذلك ابتداءً من سعر إدخال تصادق عليه شركة تسيير بورصة القيم على أساس شروط السوق<sup>4</sup>.

يستعمل الإجراء العادي في الحالات التالية:

- إدخال سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية.
- إدخال سندات الدين التي تصدرها شركات الأسهم.
- إدخال القيم المثيلة للسندات المسعرة سابقاً<sup>5</sup>.

بعد تنظيم عملية قبول تداول القيم المنقولة، وعملية إدخالها، إهتمت اللجنة كذلك ضمن الأنظمة التي أعدتها بتنظيم عملية شطب القيم المنقولة.

<sup>1</sup> المادة 60 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97 ، مؤرخ في 18 نوفمبر 1997 ، مرجع سابق .  
<sup>2</sup> المادتين 61 ، 32 ، من نفس المرجع .  
<sup>3</sup> تحدّد شركة تسيير بورصة القيم بالاتفاق مع المدخل، الفارق الأقصى لحدّي السعر الذي يتم توزيع الأوامر داخله بعد تطبيق معامل تخفيض عند الإقتضاء، أنظر المادة 63 من نظام اللجنة رقم 03-97، مؤرخ في 18 نوفمبر 1997 ، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة ، نفس المرجع .  
<sup>4</sup> المادة 56 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97 ، مؤرخ في 18 نوفمبر 1997 ، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة ، مرجع سابق .  
<sup>5</sup> المادة 57 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97 ، نفس المرجع .

## الفرع الثالث

### شطب القيم المنقولة

لقد إهتمت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتنظيم قواعد شطب القيم المنقولة من جدول الأسعار بصفة مؤقتة أو نهائية، إذا ما استدعى الأمر ذلك، بهدف حماية المستثمرين وعلية، فقد تشطب القيمة من الجدول الرسمي لتسعيرة البورصة وذلك وفقا لحالات ثلاث .

#### أولاً: شطب القيم المنقولة بطلب من شركة تسيير البورصة

إنّ تحليل سوق القيمة ومصالح الحاملين يمكن أن يؤدي بشركة تسيير بورصة القيم إلى أن توصي بشطب القيمة وذلك مع تقدير على وجه الخصوص العناصر الآتية.

- المعدّل اليومي للمعاملات المعبر عنها بالدينار وبالسندات، وكذا عدد أيام التداول، مقدر على السنة التي كانت فيها السندات محل تسعيرة.
- دفع الأرباح خلال السنوات المالية الثلاث الأخيرة.
- نسبة رأس المال الموزع على الجمهور<sup>1</sup>.

تحدّد اللجنة بالاتفاق مع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة الحدود الدنيا التي تؤخذ بالاعتبار في تقدير شطب القيمة، وتكون مراجعة الحدود الدنيا محل إعلان ينشر من قبل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

إنّ شطب سند رأس المال يعني أنّ كلّ السندات المرتبطة به أو التي ترجع إليه، مثل سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى سندات رأس مال، وكذا القسائم والحقوق المتعلقة بهذه السندات مشطبة هي الأخرى من جدول الأسعار<sup>2</sup>.

غير أنّه يمكن لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة أن توصي بشطب بعض خطوط التسعيرة فقط .

أمّا سندات الديون، فتبقى في جدول الأسعار سندات الاستحقاق إلى غاية تسديدها.

<sup>1</sup> المادة 71 فقرة أخيرة من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97 ، مرجع سابق .  
<sup>2</sup> المادتين 72 و 73 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97، نفس المرجع .

## ثانياً: شطب القيم المنقولة تلقائياً

يتم شطب القيم المنقولة تلقائياً، عند دخول أجل السند<sup>1</sup>، ولاسيما في حالة تسديد سندات الدين، أو بمناسبة زوال الشركة المصدرة<sup>2</sup>.

## ثالثاً: شطب القيم المنقولة طوعياً

يتم الشطب الطوعي لقيمة منقولة من طرف المصدر عن طريق عرض عمومي للسحب (ع.ع.س) المبيّن فيما يأتي<sup>3</sup>:

- تقدّم طلبات سحب السندات المسعّرة إلى شركة تسيير بورصة القيم، للتحقيق وترسل إلى لجنة البورصة للحصول على التأشير المسبقة.
- تنشر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بلاغ فتح العرض العمومي للسحب بمجرد أن يتم التصريح بقبوله.
- يوضح هذا البلاغ أنّه في تاريخ إغلاق العرض العمومي للسحب، ومهما تكن النتيجة، يتم الإعلان عن شطب مجموع سندات الشركة المعنية والأسهم وغيرها، من جدول الأسعار.
- تنشر شركة تسيير بورصة القيم عن طريق بيان، السعر والشروط التي بموجبها تعرض الشركة خلال ثلاثين (30) يوماً على الأقل متتالية إعادة شراء كل السندات التي ستقدم إليها.
- يتم نشر بيان الشطب من طرف شركة تسيير بورصة القيم، أمّا عن كيفية شطب هذه القيم من جدول الأسعار، فيكون محل مقرر يصدر عن اللجنة، يحدد ضمنه تاريخ دخول التدبير حيّز التطبيق و ينشر في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة<sup>4</sup>.
- هذا بإيجاز عن أهم القواعد المنظمة للأشخاص المتدخلين على مستوى سوق القيم المنقولة، وكذا العمليات القائمة على مستواها.

<sup>1</sup> كما هو الحال على مستوى شركة الخطوط الجوية الجزائرية التي حل أجل إستحقاقها في سنة 2009 .

<sup>2</sup> المادة 70 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97، مرجع السابق.

<sup>3</sup> وهو الأسلوب الذي إتخذته "الرياض سطيّف" عند مغادرتها لسوق البورصة .

<sup>4</sup> المادة 75 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97 ، مؤرخ في 18 نونبر 1997 ، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة ، مرجع سابق .

نتوقف لنتساءل عن مدى ممارسة السلطة التنظيمية من طرف سلطات ضبط سوق الأوراق المالية بمختلف أنواعها؟ بتعبير آخر هل تمارس السلطة التنظيمية بكل حرية دون خضوعها لقيود معينة، أم تمارس هذه السلطة في حدود معينة نتيجة الرقابة الممارسة عليها؟

### **المبحث الثالث**

#### **خضوع السلطة التنظيمية للرقابة**

تخضع السلطة التنظيمية المخولة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية ونظيراتها في الأنظمة المقارنة إلى عدة أشكال للرقابة، وذلك بغية ممارستها ضمن الشروط والقيود المحددة قانونا، وكذا عدم التعسف أو تجاوز السلطة من طرفها، وعلى هذا الأساس، نميز بين الرقابة السابقة لممارسة السلطة التنظيمية والتي تتولاها السلطة التنفيذية، وتلك الرقابة اللاحقة التي تتكفل بها السلطة القضائية.

#### **المطلب الأول**

##### **الرقابة السابقة على السلطة التنظيمية**

تختلف آليات وأوجه الرقابة السابقة الممارسة على السلطة التنظيمية باختلاف التشريعات، إذ هناك من يقيدها بإجراء الموافقة الذي يبديه وزير الإقتصاد كالتشريع الفرنسي أو وزير المالية كالتشريع الجزائري، إلى جانب حالة عجز وقصور سلطة الضبط، وهناك من التشريعات، تضيف آليات أخرى للرقابة السابقة كدور مندوب الحكومة.

#### **الفرع الأول**

##### **إجراء الموافقة**

تتبلور معالم الرقابة السابقة التي كرّستها مختلف التشريعات على السلطة التنظيمية المخولة قانونا لسلطات ضبط أسواق الأوراق المالية، في ذلك الإجراء الذي يمارسه الوزير على الأنظمة الصادرة، قصد تنظيم وحسن تسيير الأوراق المالية.

##### **أولا: في التشريع الفرنسي**

يعتبر إجراء الموافقة بمثابة وجه لتلك الرقابة السابقة التي تمارسها السلطة التنفيذية مجسّدة في وزير الإقتصاد على السلطة التنظيمية لـ "AMF".

تنص المادة 6-621 من التقنين النقدي والمالي الفرنسي على أنّ سلطة السوق المالية AMF تتخذ نظاما عاما، ينشر في الجريدة الرسمية بعد الموافقة عليه بموجب قرار من طرف الوزير المكلف بالإقتصاد.

يعتبر إجراء الموافقة (homologation) آلية أولى لممارسة الرقابة على السلطة التنظيمية المخولة للضابط.

وبالفعل، فلا يمكن تصوّر فرض وإلزامية النظام العام لسلطة السوق المالية "AMF" على المتدخلين في السوق، دون تدخل وزير الإقتصاد.

وتجدر بنا الإشارة في هذا الموضوع إلى عدم إعتبار آلية الموافقة بمثابة تقنية جديدة في المجال المالي، حيث كان كل من مجلس السوق المالي (CMF)، وقبله كل من مجلس بورصة القيم (CBV) ومجلس السوق لأجل (CMT) يخضعون إلى إجراء الموافقة من طرف وزير الإقتصاد والمالية، عند إعدادهم لنظامهم العام<sup>1</sup>.

كما كانت أنظمة لجنة عمليات البورصة (COB) تخضع كذلك إلى ضرورة موافقة وزير الإقتصاد والمالية على أنظمتها، وذلك طبقا لنص المادة 6-621 من التقنين النقدي والمالي<sup>2</sup>.

### مضمون آلية الموافقة

يتساءل كل من MERKIN و SAINT MARS على الحقيقة التي تخفيها تقنية الموافقة، فهل يعتبر إجراء الموافقة مجرد تسجيل (enregistrement) أم، هو بمثابة حق الفيتو يستعمله الوزير؟

توصل المؤلفين المذكورين أعلاه، بعد دراسة وتحليل إلى إستبعاد كل من التسجيل وحق الفيتو ضمن مفهوم آلية الموافقة، فحسب رأيهما فلا تعتبر تقنية الموافقة مجرد تسجيل، لأنّ الوزير يراقب ويتأكد من جهة، بأنّ سلطة السوق المالية "AMF" تتصرّف في إطار

<sup>1</sup> BLANCHET Jean-Hubert , Contribution à la théorie générale des autorités administratives indépendantes : la commission des opérations de bourse , op. cit. p. 109.

<sup>2</sup> DE VAULPLANE Hubert, BORNET Jean-Pierre, Droit des marchés financiers, p. 135.

إختصاصها باتخاذ نظام عام، ومن جهة أخرى، نلمس مطابقة النظام العام للمبادئ العامة المتعلقة بالمساواة ومراعاة الصالح العام، المفروضة على الإدارة.<sup>1</sup>

كما لا يمكن تشبيه "الموافقة" بحق الفيتو، بحجة أنّ القانون يؤهل AMF لوحدها في اتخاذ النظام العام، وأن رفض الموافقة من طرف وزير الإقتصاد أمر لا يسمح لهذا الأخير من إنتزاع وسحب السلطة التنظيمية من يد سلطة السوق المالية (AMF).<sup>2</sup>

### ثانيا: في التشريع الجزائري

بالرجوع إلى أحكام القانون المنشئ لبورصة القيم المنقولة الجزائرية، نجد أنه تتم الموافقة على اللوائح التي تسنها اللجنة عن طريق التنظيم، وتنشر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية مشفوعة بنص الموافقة.<sup>3</sup>

وفعلا تم إصدار التنظيم المتعلق بمثل هذه الأحكام، حيث تطبقا للمادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، السابقة الذكر، فإن أنظمة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، يوافق عليها الوزير المكلف بالمالية.<sup>4</sup>

هكذا إذن يعتبر تدخل الوزير المكلف بالمالية عن طريق إبداء موافقته على الأنظمة التي تعدها اللجنة بمثابة رقابة سابقة، إذ بإمكان هذا الوزير رفض الموافقة على تلك الأنظمة خاصة إذا لم تحترم اللجنة المجالات المخصصة لها.

الأمر الذي يؤدي إلى زوال أثرها وعدم دخولها حيّز النفاذ، بحجة أنّ دون اجراء موافقة وزير المالية، تبقى النصوص التنظيمية التي وضعتها اللجنة مجرد مشاريع غير قابلة للتطبيق ولا للتنفيذ ومجردة من أية قوة إلزامية.

## الفرع الثاني

### سلطة الحلول

يمثل كذلك الإجراء المنصوص عليه في حالة عجز أو تقصير الضابط، في أداء مهامه، ميكانيزم لرقابة السلطة التنظيمية التي تتمتع بها سلطة السوق المالية "AMF"، والذي

<sup>1</sup> TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, thèse de doctorat en Droit, Université Paris I – Panthéon – Sorbonne, 2008, pp. 69-70.

<sup>2</sup> TEYSSIER David, La régulation des marchés financier, op. cit. p. 70.

<sup>3</sup> المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>4</sup> المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، مؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، نفس المرجع.

يقتضي بالسماح للحكومة أن تحل محل الضابط عند معاينة عجز هذا الأخير في ممارسة سلطته التنظيمية، وبالتالي يمكن للحكومة تكملة أو تعديل النظام العام إذا رأت ذلك ضروري. أما المشرع الجزائري، فقد نصّ هذا هو الآخر على هذه التقنية ضمن المرسوم التشريعي رقم 93-10، حيث "إنّ ثبت عن اللجنة عجز أو قصور، تتخذ التدابير التي تتطلبها الظروف عن طريق التنظيم بناء على اقتراح الوزير المكلف بالمالية عقب الاستماع إلى رئيس اللجنة"<sup>1</sup>.

نشير هنا إلى أن المشرع الجزائري إكتفى بنص جاء بصورة عامة وشاملة ، دون أن ترد توضيحات عليه ، حيث أنه بمجرد وجود حالة عجز أو قصور لدى اللجنة ، تتخذ التدابير اللازمة عن طريق التنظيم بناء على إقتراح الوزير المكلف بالمالية ، مما يوسع من مجال تدخل الحكومة في صلاحيات اللجنة ، خلافا للوضع على مستوى التشريع الفرنسي الذي حدد سلطة الحكومة في تعديل أو تكملة النظام العام ل AMF في حالة عجزها أو قصورها .

### الفرع الثالث

#### دور مندوب الحكومة

من الناحية العملية، نجد أنّ المصالح الموجودة ضمن سلطة السوق المالية " AMF " وتلك الموجودة على مستوى وزارة الإقتصاد، تربطها علاقة عمل، والتي تسمح بالتوصل إلى إجماع بخصوص النصّ المقدم إلى وزير الإقتصاد قصد الموافقة عليه ، وعلى هذا الأساس، فوجود وحضور مندوب الحكومة ضمن الضابط أمر يؤدي به إلى تقديم وجهة نظر السلطة التنفيذية في إعداد مشروع النظام العام، وهذا الأساس يمكن اعتبار إجراء الموافقة بمثابة شكلية بسيطة، بحجة أنّ الإشكالات والصعوبات قد تمّت دراستها وحلّها مسبقاً<sup>2</sup>.

أما في التشريع الجزائري ، فيجسد هذا النوع من الرقابة حضور ذلك العضو المقترح من طرف الوزير المكلف بالمالية ، وهو مستحدث بموجب القانون رقم 03-04 ، وعليه تعتبر موافقة وزير المالية على أنظمة اللجنة مجرد إجراء شكلي .

<sup>1</sup> المادة 50 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>2</sup> Il faut d'ailleurs remarquer qu'aucun règlement de la COB ou du CMF ne s'est vu refuser l'homologation, voir TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op. cit. p. 70.

## المطلب الثاني

### الرقابة اللاحقة على السلطة التنظيمية

تتمثل الرقابة اللاحقة الممارسة على السلطة التنظيمية المخولة قانونا لسلطات ضبط أسواق الأوراق المالية في تدخل الجهات القضائية للنظر في تلك الطعون المرفوعة أمامها، نظرا لتجاوز هيئات الضبط لسلطاتها.

### الفرع الأول

#### التشريع الفرنسي

يعتبر النظام العام لسلطة السوق المالية الفرنسية "AMF" بمثابة تصرف إداري قابل للطعن، وعلى هذا الأساس فهو قابل لأن يكون محل الطعن لتجاوز السلطة أمام مجلس الدولة المختص كدرجة أولى وأخيرة، ويجب على ملتزم الطعن تبيان أسباب طلب إلغاء التصرف كعدم الإختصاص، خرق القانون، عدم مراعاة الشروط الشكلية...إلخ. نشير في هذا الصدد إلى وجود أمثلة قضائية متعلقة بالطعن لتجاوز السلطة ضدّ التصرفات التنظيمية لسلطات ضبط الأسواق المالية، لكنّها تبقى قليلة العدد، ويعود ذلك إلى إرادة الضابط في اشتراك المخاطبين بالنصوص في مهمّة إعدادها. ففي هذا الإطار، تدخل مجلس الدولة الفرنسي إثر مناسبتين، ليصدر قرارين في الموضوع، الأول في 9 أكتوبر<sup>1</sup> 1999، أمّا الثاني في 20 ديسمبر 2000<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Une société avait demandé à la commission des opérations de bourse d'annuler le règlement n° 90-05 relatif à l'utilisation abusive des pouvoirs ou des mandats au motif que ces dispositions n'étaient pas rédigées en termes suffisamment clairs et précis. Le régulateur ayant rejeté sa demande, elle a formé un recours pour excès de pouvoir contre cette décision. Le conseil d'Etat l'a rejeté au motif que le règlement de la COB ne méconnaissait pas le principe de légalité des peines et qu'en conséquence, le régulateur n'avait pas commis d'erreur de droit en rejetant la demande d'abrogation de la société. Voir TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op. cit. p. 71.

<sup>2</sup> Un requérant a attaqué l'arrêté du ministre de l'économie, des finances et de l'industrie homologuant les règlements n° 98-01, 98-07, 98-08, 98-09 et 98-10 de la COB. Il reprochait notamment aux articles 12-5b, 19, 25, 26, 36, et 37 du règlement n° 98-01 et à l'article 05 du règlement n° 98-08 qui ouvraient aux émetteurs de titres négociés en France la possibilité de rédiger le prospectus visant à l'information du public dans une « langue usuelle en matière financière », et de n'établir qu'un « résumé » en langue française, de violer les articles 2, 4 et 5 de la loi du 4 août 1994 sur l'emploi de la langue française. Le conseil d'Etat a fait droit à cette demande et a annulé l'arrêté d'homologation pour violation de la loi rendant ainsi sans effet les règlements de la COB. Ibid.

بجانب الرقابة السابقة بمختلف أوجهها – الموافقة، حضور مندوب الحكومة – سلطة الحلول، وكذا الرقابة اللاحقة المتمثلة في الطعن لتجاوز السلطة، فقد تمّ إقتراح لنوع آخر من الرقابة ضمن التشريع الفرنسي والمتمثلة في الرقابة النيابية.

ففعلا تمارس "AMF" سلطتها التنظيمية تحت رقابة المتعاملين والسلطات العامة وخاصة الحكومة، هذه الرقابة رغم فعاليتها، إلاّ أنّها تبقى غير كافية، فمسألة تفويض إعداد القواعد للضابط خلقت نوعا من التهميش للمشرع ، ضف إلى ذلك فإنّ AMF لا تعتبر كممثلة للحكومة ولا ممثلة للمتدخلين ، على مستوى الأسواق المالية، تتوقف مشروعيتها كمنتجة للقواعد على اختصاصها، فعاليتها وكذا استقلاليتها، كما أنّ النتائج المترتبة عن تدخلاتها، ذات أهمية كبرى نظرا للأهمية الإقتصادية للأسواق المالية، وأمام هذا الوضع، كان من الأجدر، لو أنّ البرلمان يمارس رقابة أكثر دقة حول ضبط الأسواق المالية. بمعنى ضرورة تقوية وتعزيز مهمّة البرلمان كآلية لتكملة الرقابة السابقة المذكورة سالفًا.

وأمام هذه الأوضاع، وقصد تحسين الوضعية من المنظور الديمقراطي ،فقد تمّ تقديم عدّة إقتراحات في هذا الموضوع<sup>1</sup>، إلا أنّ الفكرة الأساسية تتبلور في ضرورة توضيح وتفسير أعمال ونشاطات النواب عن طريق إلزام رئيس AMF بتقديم تقرير سنوي عن نشاطاته للبرلمان باعتباره ممثل للشعب.

وفي الدول الأنجلوساكسونية، تسمى هذه الآلية ب: "accountability" والتي يمكن ترجمتها بعبارة "reddition des comptes"، لأنّها تسمح باضفاء المشروعية على الضابط خاصة تجاه الرأي العام.

وفي هذا الشأن، نذكر أن لجنة البورصة الأمريكية "SEC" تخضع عند ممارسة سلطتها التنظيمية إلى رقابة الكونجرس ، ممّا يضيف عليه خاصة المشروعية والديمقراطية<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> AUBERGER PH, propose une modalité de contrôle de l'action de l'AMF : la mission du régulateur pourrait faire l'objet d'un examen par l'office parlementaire de la législation et des politiques. Si le principe n'est pas en lui-même contestable, sa mise en oeuvre apparaît difficile car cet office éprouve actuellement des difficultés à assurer un fonctionnement régulier. Voir TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op. cit. p. 74.

<sup>2</sup> PAOLI Vanina, Les commissions des valeurs mobilières, étude comparative, thèse de doctorat en droit, université Paris V, 1998, p. 299.

## الفرع الثاني

### في التشريع الجزائري

لقد كرسّ المشرع الجزائري الرقابة اللاحقة ضمن أحكام القانون المنشئ لبورصة الجزائر، حيث قضى أنّه يمكن في حالة حصول طعن قضائي أن يؤمر بتأجيل تنفيذ أحكام اللائحة المطعون فيها، إذا كانت هذه الأحكام ممّا يمكن أن تنجز عنه نتائج واضحة الشدة والإفراط، أو طرأت وقائع جديدة بالغة الخطورة منذ نشرها<sup>1</sup>.

فيمثل مضمون الرقابة اللاحقة هذه في الطعن ضدّ تجاوز السلطة في مواجهة أنظمة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

إن أحكام المادة 33 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 السابق الإشارة إليها إستعملت عبارة غامضة تتمثل في " الطعن القضائي " ، بمعنى أن هذه الأحكام تبين نية المشرع في إخضاع أنظمة اللجنة إلى رقابة قضائية ، لكن دون تبيان القضاء المختص في ذلك ، الأمر الذي يدفعنا إلى البحث عن بعض الأسانيد والمبررات التي تبين ذلك<sup>2</sup>.

إن المنازعات الخاصة بالقرارات الفردية التي تتخذها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة حولها المشرع بصريح العبارة لمجلس الدولة ، وعليه وأمام غياب أحكام صريحة بشأن الرقابة على القرارات التنظيمية تجعل الإختصاص صراحة للقاضي العادي ، فنطبق القواعد العامة للإختصاص حسب ما نص عليه القانون العضوي المتعلق بمجلس الدولة في مادته التاسعة . ونشير في هذا الصدد إلى أن هذه المادة عرفت تعديلا ، والذي نلمس من خلاله إتساع دائرة إختصاص مجلس الدولة نتيجة إستعمال المشرع لعبارة القرارات الإدارية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المادة 33 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلّق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.  
<sup>2</sup> ZOUAIMIA Rachid , « Le régime contentieux des autorités administratives indépendantes en droit algérien » Revue Idara , n° 29. p. 19.

<sup>3</sup> " يختص مجلس الدولة كدرجة أولى وأخيرة بالفصل في دعاوى الإلغاء والتفسير وتقدير المشروعية في القرارات الإدارية الصادرة عن السلطات الإدارية المركزية والهيئات العمومية الوطنية والمنظمات المهنية الوطنية " ، أنظر القانون العضوي رقم 98-01 ، المؤرخ في 30 ماي 1998 ، يتعلّق باختصاصات مجلس الدولة وتنظيمه ، جريدة رسمية عدد 37، صادر سنة 1998 بعد تعديله وتنظيمه بموجب القانون العضوي رقم 11-13 ، المؤرخ في 26 جويلية 2011 ، جريدة رسمية عدد 43 ، صادر في 03 أوت 2011 .

تجدد بنا الإشارة في هذا الصدد إلى تدخل المجلس الدستوري الجزائري بشأن الفقرة الثانية من المادة التاسعة من القانون العضوي رقم 98-01 بعد تعديلها وتتميمها والمتمثلة في عبارة " يختص أيضا بالفصل في القضايا المخولة له بموجب نصوص خاصة " والذي إنتهى بصدر رأي رقم 02/ ر.م.د / 11 ، مؤرخ في 06 جويلية 2011 ، يتعلّق بمراقبة مطابقة القانون العضوي المعدل والمتمم للقانون العضوي رقم 98-01 ، المؤرخ في 30 ماي 1998 ، والمتعلّق باختصاصات مجلس الدولة وتنظيمه وعمله ، للدستور . فإذا كان المقصود بعبارة " نصوص خاصة " القانون العضوي ، فإن المادة التاسعة مطابقة للدستور، أما إذا كان المقصود بها القوانين العادية فهذا يؤكد عدم دستوريته .

وترجع الحكمة أو الهدف من جرّاء خضوع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إلى رقابة القاضي عند ممارسة سلطتها التنظيمية في تلك المخاطر التي تتضمنها هذه السلطة، وكذا قصد ضمان حقوق الأشخاص المخاطبين.

نشير في هذا الصدد إلى وجود إختلاف وتناقض بين الأحكام المتعلقة بالنقد والقرض، حيث لا يرتب الطعن ضدّ أنظمة مجلس النقد والقرض أي أثر موقف للتنفيذ، على خلاف الطعن ضدّ أنظمة لجنة البورصة، كما أنّ الطعن لا يمكن أن يرفعه إلاّ الوزير المكلف بالمالية، كتلك القضية التي جمعت كل من يونين بنك ومحافظ بنك الجزائر<sup>1</sup>، عكس تلك الأحكام المتعلقة بلجنة البورصة والتي تتصف بالعمومية والشمول حيث لم يحدّد المشرع الجزائري صفة ومركز رافع الطعن ضدّ تجاوز السلطة.

كما يثار تساؤل في الموضوع يتمثل في محل الطعن، هل يرفع الطعن ضدّ النظام المصدر من طرف لجنة البورصة أو ضدّ قرار موافقة وزير المالية<sup>2</sup>؟ هذا بإيجاز عن أهم القواعد المنظمة للأشخاص المتدخلين على مستوى سوق القيم المنقولة، وكذا العمليات القائمة على مستواها.

بعد دراسة السلطة التنظيمية التي تتمتع بها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كآلية أو ميكانيزم أول لضبط سوق القيم المنقولة عن طريق وضع قواعد وضوابط تنظم سلوك المتدخلين وعملياتهم، فقد حوّل المشرع الجزائري للجنة كذلك سلطة أخرى تهدف إلى السهر على مدى احترام ومراعاة الأحكام والقواعد التنظيمية، وذلك في سبيل حماية مصالح المدخرين وحسن سير سوق القيم المنقولة، هذه السلطة تتمثل في الرقابة.

---

<sup>1</sup> مجلس الدولة قرار صادر في 8 ماي 2000 قضية إتحاد البنك المؤسسة المالية في شكل شركة المساهمة ( يونين بنك ) ضد محافظ بنك الجزائر ، مجلة مجلس الدولة عدد 6 ، 2005 ، ص 75.

<sup>2</sup> ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie , op. cit. p. 115.

## الفصل الثاني

### ضبط سوق القيم المنقولة عن طريق الرقابة

إنّ سلطة الرقابة كميكانيزم أو آلية ثانية، تتبعها سلطات الضبط بمختلف أنواعها، قصد ضبط سوق القيم المنقولة لا تقل أهمية عن السلطة التنظيمية السابق الإشارة إليها، حيث عن طريقها تتأكد وتتحقق سلطات الضبط بمدى مراعاة واحترام القواعد التنظيمية، كالشروط والإجراءات المطلوبة قانونا سواءا لدى المهنيين أو العمليات الجارية على مستوى سوق الأوراق المالية.

هكذا إذن تلعب سلطة الرقابة دورا هاما في تحقيق الشفافية والنزاهة على مستوى المعاملات المالية من جهة، وكذا القضاء على التلاعبات وحماية الإدّخار المستثمر من جهة أخرى.

وقصد تحقيق مثل هذه الأهداف المرجوة من جراء سلطة الرقابة، خولت مختلف تشريعات دول العالم عدة آليات وتقنيات لممارسة وتجسيد سلطة الرقابة على الواقع العملي، وذلك عن طريق عدة أساليب نذكر منها تأكّد سلطات الضبط من مدى الإستجابة للشروط والضوابط القانونية المطلوبة.

وعلى هذا الأساس يمكن إبراز تجسيد سلطة الرقابة التي تمارسها سلطات الضبط على مستوى سوق الأوراق المالية في تلك التأكيدات والتحققات التي تتولاها سلطات الضبط من خلال المعلومات المقدمة لها، (المبحث الأول)، إضافة إلى أوجه الرقابة التي تمارسها على مجموع الأشخاص اللذين تجمعهم علاقة بسوق الأوراق المالية (المبحث الثاني).

## المبحث الأول

### الرقابة على المعلومات

تتبلور الرقابة على المعلومات المالية في تلك القرارات الفردية التي تتولى سلطات الضبط مهمة إصدارها سواء تعلقت هذه القرارات بالعمليات ذاتها (المطلب الأول) وبالأشخاص القائمين بهذه العمليات (المطلب الثاني).

### المطلب الأول

#### إصدار القرارات الفردية

تلعب القرارات الفردية التي تصدرها سلطات الضبط دورا كبيرا في تحقيق السير الحسن لسوق الأوراق المالية وحماية مصالح المستثمرين من جهة أخرى، وتمارس سلطات الضبط سلطة إصدار القرارات الفردية سواء تجاه المهنيين أو قصد تحقيق بعض العمليات. تتمثل القرارات الفردية التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية ونظيراتها الأجنبية في قرار التأشير الذي تصدره في مواجهة الشخص المصدر للقيم المنقولة (الفرع الأول)، وكذا قرار الإعتماد الذي تصدره إزاء فئة الوسطاء وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (الفرع الثاني).

### الفرع الأول

#### قرار التأشير

يعتبر قرار التأشير من أهم القرارات التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إذ بمقتضاها تسمح للشخص المصدر بعملية إصدار القيم المنقولة على مستوى السوق الأولية، حتى يتمكّن بعد ذلك من طلب قبول تداول قيمه المنقولة داخل السوق الثانوية، أي البورصة.

#### أولاً: مضمون قرار التأشير

يتعلق قرار التأشير بتلك المعلومات التي يقدمها الشخص مصدر الأوراق المالية للجمهور، والتي تلعب دورا مهما في مجال حماية المستثمرين في الأوراق المالية، وضمان الشفافية والسير الحسن لسوق رؤوس الأموال.

تؤثر المعلومات التي يقدمها المصدر على وجهين، فمن جهة فهي تساعد المستثمرين في مسألة اتخاذ قرارهم المتعلق بعملية عرض رؤوس أموالهم وفوائض سيولتهم داخل البورصة لاستثمارها، ومن جهة ثانية فهي تساهم في مساعدة اللجنة في اتخاذ قراراتها سواء بالموافقة أو الرفض.

وعلى هذا الأساس يعدّ قرار التأشير بمثابة آلية تستخدمها اللجنة لفرض رقابتها على المعلومات التي يقدمها الشخص المصدر للقيم المنقولة، وذلك من خلال تأكد وتحقق اللجنة من صحة وصدق ودقة كافة البيانات والمعلومات التي تتضمنها المذكرة الإعلامية. فقرار التأشير أو الموافقة إذن ما هو إلا إجابة وتأكيدا لصحة وصدق المعلومات لا غير. وتجدر بنا الإشارة في هذا الموضوع إلى أن أغلب تشريعات دول العالم قد كرّست إجراء الموافقة أو التأشير أو الترخيص، كما ظهرت إجتهدات قضائية لتبيّن مضمون هذا الإجراء.

### 1- التشريع الفرنسي:

لقد علّق المشرع الفرنسي السير في الإجراءات على موافقة لجنة عمليات البورصة سابقا (COB)، والتي كانت تتمتع بحرية كبيرة في اتخاذ ما تراه مناسبا من إجراءات وما تطلبه من معلومات إيضاحية.

ويلاحظ أنّ اللجنة الفرنسية لا تخضع لأيّ ضوابط زمنية معينة بخصوص إصدار موافقتها، ومع ذلك فإنّ هذه اللجنة لا تتباطئ على الإطلاق في دراسة المعلومات وإصدار قرارها في فترة تعدّ نسبيا قليلة جدًا.

وإذا كانت اللجنة في فرنسا لا تلتزم عند إصدار قرار الموافقة بتسبيب قرارها، إلا أنّه في حالة الرفض، يتعيّن عليها تسبيب قرارها، وهذا تطبيقا لنص المادة الأولى من المرسوم الصادر في 28 سبتمبر 1987.

فباعتبار أنّ لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB) تسهر على تحقيق الشفافية على مستوى السوق عن طريق الرقابة، هذه الرقابة قد تكون لاحقة من خلال سلطة الأمر والعقاب، أو سابقة بواسطة القرارات الفردية كالترخيص مثلا، وذلك بعد التأكد من احترام ومراعاة قواعد السوق.

ففي إطار العرض العمومي، نجد أنّ مهمة الرقابة هذه موزعة بين كل من COB من جهة و CMF من جهة أخرى<sup>1</sup>.

فمن بين هذه القرارات الفردية التي تصدر لفرض الرقابة، نذكر قرار التأشير. نشير في هذه المسألة إلى عدم وجود أي شك بخصوص الطبيعة القانونية للتأشير، فهي عبارة عن عمل إداري، بينما أثارت مسألة مضمونها نقاشات عديدة لمدة طويلة، كوّنت موضوع منازعات هامة أثارها المستثمرون.

وضعت محكمة إستئناف باريس عدّة عناصر توضح من خلالها هذه المسألة، وعلى هذا الأساس، لا يعتبر القضاة منح التأشير على المذكرة أو الوثيقة الخاضعة لرقابة سلطة الضبط بمثابة موافقة على جدوى وأهمية العملية، أو تقدير إيجابي لوضعية الشركة من طرف الضابط، إنّما يمثل منح التأشير مجرد فحص وتأكّد بسيط لتنظيم ومطابقة العملية. بتعبير آخر، يمثل إصدار التأشير قيام الضابط بمهمة مراقبة مدى ملاءمة وانسجام المعلومة المقدمة للعملية المقترحة للمستثمرين.

سمحت هذه الإجتهاادات القضائية للضابط بتعديل إعداد التأشيرات وذلك لتفادي كل غموض حول مضمونها<sup>2</sup>.

## 2- التشريع المصري:

تعدّ الهيئة العامة لسوق المال المصرية سلطة إدارية لها دور رقابي من الناحية الإقتصادية، حيث تضمن نوعاً من الرقابة على المعلومات الحقيقية والمنشورة من قبل الشركات وكذلك مراقبة سوق الأوراق المالية ضدّ الأعمال غير المشروعة. نصّت المادة الثانية من قرار إنشاء هيئة سوق المال في مصر، على أنّ هدف الهيئة هو العمل على تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة حسن قيام هذه السوق بوظائفها وتوجيه رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة في التنمية الإقتصادية وكذلك خلق وتنمية وتدعيم المناخ الملائم للإدخار والاستثمار اللازمين لعملية التنمية الإقتصادية، لهذا فإنّ الوظيفة الحقيقية للهيئة أكبر من إطار مفهوم رقابة المعلومات ورقابة عمليات سوق المال.

<sup>1</sup> DU COULOUX-FAVARD Claude, « Surveillance et information de la COB : jusqu'ou ? », Petites Affiches, 05 février 2002, n°. 26. p. 21.

<sup>2</sup> TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op. cit. p. 62.

وعلى هذا الأساس، تتمتع الهيئة العامة لسوق المال بمصر بسلطة رقابة سلامة هذه المعلومات الخاصة بالإكتتاب العام عموماً من حيث الكم والكيف<sup>1</sup>.

فكل مشروع تتوافر فيه الشروط المطلوبة قانوناً يخضع في قيامه بنشاطه المتصل بالإدخار العام للموافقة التي تصدرها هيئة سوق المال، بل أنّ لهذه الجهة أن تطلب من القائمين على هذه المشاريع أي إيضاحات أو مستندات تبيّن صحة المعلومات التي تضمن في نشرات الإعلان أو الدعاية أو الدعوة العامة الموجهة للجمهور.

فإذا تعلّق الإكتتاب بإصدار أسهم أو سندات فإن قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية قد نصّاً صراحة على أنّه لا يجوز طرح أسهم الشركة للإكتتاب العام إلاّ بعد إقرار الهيئة لنشرة الإكتتاب التي توجّه إلى الجمهور في هذا الشأن، ويجب أن تشتمل نشرة الإكتتاب على الأقل على جميع البيانات الواردة في اللائحة<sup>2</sup>.

إجراء الموافقة : - visa - هو مستند رئيسي، تلتزم الشركة القائمة أو التي في مرحلة التأسيس بالحصول عليه من الهيئة العامة لسوق المال.

يعتبر إصدار قرار الموافقة أو الرفض قراراً في قمة الأهمية، لأنّ بدونه لن تستطيع شركة في مرحلة التأسيس أن تسير في هذه المرحلة أو إصدار الإكتتاب العام.

وعلى ذلك فإنّ الهيئة العامة لسوق المال المصرية تتمتع بسلطة تقديرية كبيرة، وهذا يتضح من خلال النصوص التي تشترط حصول من سيقوم بتوجيه النشرة للإكتتاب العام على الموافقة دون أن توضّح تلك النصوص ضوابط صدور الموافقة، باستثناء تأسيس شركات المساهمة، فإنّ المادة 14 من اللائحة تلزم الهيئة بإصدار قرارها في خلال 15 يوماً، وإلاّ اعتبر قرارها السلبي بعدم الردّ هو قرار الموافقة.

إضافة إلى هذه الأحكام، فإنّ الهيئة العامة لسوق المال في مباشرة نشاطها تتمتع كذلك بسلطة تقديرية واسعة في طلب كافة المعلومات اللازمة بالبيانات السليمة، كي يتم إعلام الكافة بحقيقة هذه البيانات سواء فيما يتعلّق بالقيم المنقولة أو بحقيقة وضع الشخص المعنوي من الناحية المالية.

<sup>1</sup> عبد الرافع موسى، الهيئة العامة لسوق المال، مرجع سابق، ص 100.

<sup>2</sup> عبد الحميد أحمد عبد الغفار، مدخل إلى أسواق المال- متغيرات ومؤشرات ومنهجيات- مركز البحرين للدراسات والبحوث، دون ذكر مكان النشر، 2006، ص 79.

وبالمقارنة بالنظام المطبق في الولايات المتحدة الأمريكية وكذلك في الدولة البلجيكية، فإن رقابة الجهة المختصة سواء في فرنسا أو في تلك الدول لا تتعلق إلاً بسلامة المعلومات المقدّمة من الشركات أو المشروعات صاحبة الإصدار، فليس لهذه الجهة صاحبة الرقابة دراسة جدوى المشروعات من الناحية الإقتصادية الخاصة أو العامة، وإنما يقتصر دور هذه الرقابة على أن تتأكد من صحّة المعلومات التي تقدّمها هذه المشروعات وذلك حماية للمدخريين وتشجيعاً لهم، حتى أنّ الصيغ التي تصدر بها موافقة الجهة المختصة سالفه الذكر تقتصر على بيان صحة المعلومات وتذيل الصيغة عادة بهذه العبارة: " **إنّ الموافقة لا تعني بيان فوائد أو أهمية المشروع ولا تعتبر تقديراً منها لموقف الشركة**" ، وأساس ذلك حكم محكمة إستئناف باريس الصادر في 18 نوفمبر 1977<sup>1</sup>.

### 3-التشريع الجزائري:

يلتزم مصدر الأوراق المالية باللجوء العلني إلى الإدخار بوضع مذكرة ترمي إلى إعلام الجمهور، تتضمن العناصر الإعلامية التي من شأنها مساعدة المستثمر في مسألة إتخاذ قراره عن دراية.

تحتوي المذكرة الإعلامية على معلومات تتعلق خاصة بما يلي:

- تقديم مصدر القيم المنقولة، أي التعريف به وتنظيمه.
- وضعيته المالية.
- تطور نشاطه.
- موضوع العملية المزمع إنجازها وخصائصها.

تؤرخ هذه المذكرة ويوقع عليها الممثل الشرعي للمصدر<sup>2</sup>.

قبل أيّة عملية إكتتاب، يتعيّن على كل شركة أو مؤسسة عمومية ترغب بإصدار قيم منقولة إيداع مشروع مذكرة إعلامية لدى اللجنة، وذلك في أجل أقصاه شهرين على الأقل، قبل التاريخ المقرّر للإصدار وذلك قصد الحصول على قرار التأشير، هذه التأشيرة لا تتضمن أيّة

<sup>1</sup> Bulletin mensuel COB, Juillet 1978, p. 180.

<sup>2</sup> المادة 03 من نظام اللجنة رقم 96-02، المؤرخ في 22 جوان 1996 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، جريدة رسمية عدد 36، صادر في 01 جوان 1997.

ملاحظة على العملية المقترحة ولا مدى جدواها وفعاليتها، إنّما ينصب تركيزها على نوعية الإعلام المقدم للجمهور، ومدى مطابقته للنصوص التشريعية والتنظيمية السارية المفعول. سعيا نحو تحقيق مصالح المستثمر، أجاز القانون للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إمكانية توجيه طلب للمصدر بغية توضيح المعلومات المقدمة، تعديلها، إتمامها، تحيينها<sup>1</sup>.

تتمتع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بسلطة تقديرية بخصوص مسألة منح أو رفض قرار التأشير.

### ثانيا: أهمية قرار التأشير ومجال تطبيقه

يتمتع قرار التأشير بأهمية كبيرة على مستوى السوق المالية، ويعرف تطبيقات مختلفة.

#### 1- أهمية قرار التأشير:

إنّ قرار التأشير كوجه أو تقنية للرقابة تسمح للضابط بجذب أنظار الجمهور حول المخاطر التي قد ترتبها هذه العمليات، والتي قد ترتبط سواء بخصوصية العمليات أو المنتوجات المقترحة أو بالمصدر، أو بالسوق ذاته.

وعليه، فتظهر التأشير كوسيلة فعالة في يد سلطة ضبط السوق قصد تنفيذ وممارسة مهمتها العامة والمتمثلة في حماية الإدخار العام.

ضف إلى ذلك، فهذا النوع من الرقابة يسمح بالتأكد والتحقق من أنّ الأحكام والقواعد التنظيمية التي قامت بإعدادها وكذا الأحكام التشريعية المطبقة قد تمّ مراعاتها من طرف المهنيين<sup>2</sup>.

#### 2- مجال تطبيق إجراء التأشير:

إنّ منح قرار الموافقة أو التأشير على مستندات الإعلام يمثل إجراء أساسيا وإلتزاما يقع على عاتق الشركات التي تقوم بالإكتتاب العام وتخضع إلى مثل هذا الإجراء كل من عملية إصدار الأوراق المالية من جانب وقيدتها في الجدول الرسمي من جانب آخر<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المادة 05 من نظام اللجنة رقم 02-96، المؤرخ في 22 جوان، 1996 المتعلق بالإعلام الواجب نشره...، مرجع سابق.

<sup>2</sup> TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op. cit. p. 262.

<sup>3</sup> صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية وإقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص179.

## أ- قرار التأشير عند إصدار الأوراق المالية:

يطبق الإلتزام بإيداع مذكرة إعلامية لدى اللجنة متضمنة معلومات معينة على كل شركة أو مؤسسة عمومية ترغب في إصدار قيم منقولة عن طريق اللجوء العلني للإدخار، لتنتهي بإصدار قرار التأشير أو الرفض حسب نوعية المعلومات الواردة ضمن المذكرة، صحتها، صدقها، دقتها.

لكن مقابل هذه القاعدة أو الأصل العام، نجد أنّ المشرع الجزائري حذا حذو المشرع الفرنسي حيث استثنى الجماعات المحلية التي تصدر سندات عن طريق اللجوء العلني للإدخار من الخضوع إلى قرار وإجراء التأشير، إنّما أعفاها من ذلك، وإكتفى بمجرد إعداد بيان إعلامي يصف فيه العملية المزمع إنجازها، يوضع هذا البيان تحت تصرف الجمهور بمقرّ الجماعات المحلية المصدرة للقيم المنقولة، كما يودع لدى اللجنة على سبيل الإعلام لا غير<sup>1</sup>.  
أمّا المشرع الفرنسي فقد وسّع ومدّد في مجال تطبيق إجراء التأشير، حيث تخضع أساساً إلى هذا الإجراء عدّة عمليات من بينها:

- عمليات الإعلان العلني للإدخار.
  - العروض العمومية للشراء.
  - المذكرات الإعلامية لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
  - حصص الشركات المدنية للتوظيف العقاري موضوع الإعلان العلني للإدخار.
- وتظهر الغاية من اتساع هذا المجال في الأهمية الخاصة التي تتمتع بها هذه العمليات. تجسيدا وتنفيذا لسلطة الرقابة، فلا تتوقف سلطة اللجنة في مجرد رقابة وفحص المعلومات الواردة ضمن المذكرة الإعلامية قصد إصدار القيم المنقولة، إنّما يتعدّى مجالها ذلك، ليمتدّ إلى غاية سوق التداول، حيث تتولى مهمة التأكد من صحة ودقة المعلومات المقدمة من طرف الشركات التي تطلب قبول قيمها داخل البورصة.

<sup>1</sup> JAFFEUX Coryne, Bourse et financement des entreprises, op. cit. p. 52.

## ب- قرار التأشير عند قبول تداول القيم المنقولة:

لقد جعل المشرع الجزائري مهمة قبول القيم المنقولة في عمليات التداول في البورصة محل طلب قبول لدى اللجنة وإيداع مشروع مذكرة إعلامية تخضع للتأشيرة المسبقة للجنة<sup>1</sup>. يتم تقديم طلب قبول القيم المنقولة في عمليات التداول في البورصة في أجل لا يتعدى 60 يوما، وذلك قبل تاريخ التسعيرة المشار إليه في البورصة، ما لم تقرّر اللجنة خلاف ذلك. يتضمن طلب القبول، الوثائق القانونية و الإقتصادية والمالية والحسابية للشركة التي تطلب قبول قيمها المنقولة في عمليات التداول في البورصة، ويمكن للجنة طلب تقديم أي معلومة تكميلية من الشركة العارضة.

كما تلتزم الشركة التي تطلب قبول قيمها المنقولة في التداول في البورصة بأن ترسل إلى اللجنة كل البلاغات والإعلانات ذات الطابع المالي والنشرات التي تتولى الشركة توزيعها وكذا كل وثيقة للإعلام الإقتصادي أو المالي التي قد تنشرها الشركة. تتمتع اللجنة بسلطة تقديرية واسعة في مسألة اتخاذ قرار قبول تداول القيم المنقولة أو رفضها، وذلك حسب المعلومات المتعلقة بالشركة العارضة كتنظيمها، ووضعيتها المالية، وتطور نشاطها<sup>2</sup>.

بعد مراقبة اللجنة لمدى صحة وصدق المعلومات المقدّمة من طرف الشركة ومدى مطابقتها للشروط المطلوبة قانونا، تقوم بإصدار مقرر يتضمن قبول القيم المنقولة، هذا المقرر يتخذ خلال الشهرين اللذين يتبعان استلام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ملف طلب القبول، وإذا طلبت اللجنة معلومة تكميلية يصدر قرار القبول في مهلة الشهر الذي يلي استلام الطلب.

يرسل المقرر إلى شركة تسيير بورصة القيم من أجل نشره في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة، وتدوم مدة صلاحيته أربعة أشهر مع إمكانية تمديد هذه المدة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المادة 41 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المعدلة والمتممة بموجب المادة 16 من القانون رقم 03-04، مرجع سابق.

<sup>2</sup> ZOUAIMIA Rachid, « Les autorités administratives indépendantes et la régulation économique », *Revue Idara*, n°26, 2003, p. 29.

<sup>3</sup> المادة 22 من نظام اللجنة رقم 97-03، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

علاوة على مقرّر القبول بتداول القيم المنقولة الذي تتحصل عليه الشركة العارضة، يلتزم المصدر بإعلام الجمهور على الفور بكل تغيير أو واقعة مهمة إن كانت معروفة، وقد تؤثر بصفة ملموسة على سعر القيم المنقولة.

كما يتعين على المصدر إعلام الجمهور بمعلومات دورية، سداسية كانت أو سنوية وذلك عن طريق إيداع تقرير سداسي لدى اللجنة وشركة تسيير بورصة القيم، يحتوي على جداول المحاسبة السداسية خلال 90 يوما التي تلي نهاية السداسي الأول للسنة المالية<sup>1</sup>. و تقرير سنوي يحتوي على الجداول المالية السنوية وتقرير مندوب أو مندوبي الحسابات والمعلومات الأخرى خلال 30 يوما على الأكثر قبل إجتماع الجمعية العامة العادية للمساهمين، مع وجوب نشر هذه الجداول في الجرائد ذات التوزيع الوطني<sup>2</sup>.

يمكن للجنة إعفاء المصدر من إدراج بعض المعلومات في التقرير السداسي أو السنوي عندما تقدّر أنّ نشرها يمكن أن يسبب له ضررا خطيرا<sup>3</sup>.

وإذا اتضح أنّ المعلومة المقدمة خاطئة أو غير محددة أو مغرصة، يشكل مساسا بحسن إعلام الجمهور، تعرض صاحبها إلى عقوبات<sup>4</sup>.

تجدر بنا الإشارة في هذا الموضوع إلى أن بعض التشريعات المقارنة ومنها الفرنسية خاصة وبعض التشريعات العربية كالأردن تشترط من الشخص المصدر إلى جانب الإلتزام بوضع التقارير السداسية والسنوية ، إرسال تقارير ثلاثية كذلك ، بمعنى أنها أكثر حرصا ورقابة مقارنة بالتشريع الجزائري .

هذه إذن أهم القواعد والأحكام التي وضعها المشرع الجزائري من جهة ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من جهة أخرى قصد التأكد من صحة ودقة المعلومة المقدمة لها وللجمهور، وذلك قصد تفادي أي غلط ومناورة أو تلاعبات وسط الجمهور، بمعنى تفادي جرائم سوق الأوراق المالية وإضفاء الشفافية والنزاهة عليه.

<sup>1</sup> المادة 15 من نظام اللجنة رقم 02-2000، مؤرخ في 20 جانفي 2000، يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، مرجع سابق .

<sup>2</sup> المادة 07 من نظام اللجنة رقم 02-2000، المرجع نفسه.

<sup>3</sup> المادة 20 من نظام اللجنة رقم 02-2000، المرجع نفسه.

<sup>4</sup> المادة 2/4 من نظام اللجنة رقم 02-2000، المرجع نفسه.

## رفض التأشير:

يمكن للجنة إصدار قرار رفض التأشير على المذكرة الإعلامية وذلك لأسباب محددة

هي:

- إذا كانت المذكرة الإعلامية غير مطابقة لأنظمة اللجنة وتعليماتها.
- إذا كانت المذكرة غير مرفقة بالوثائق المنصوص عليها في أنظمة اللجنة.
- إذا كانت المذكرة غير مكتملة أو غير صحيحة، فيما يخص بعض النقاط، أو إذا أهملت ذكر وقائع من اللازم الإشارة إليها في المذكرة.
- إذا كانت الطلبات الخاصة بتعديلات المذكرة المبلغة من طرف اللجنة غير مرضية.
- إذا كانت حماية المدخر تقتضي ذلك<sup>1</sup>.

تعتبر الفقرة الأخيرة أي "حماية المدخر" بمثابة وسيلة في يد اللجنة قصد ممارسة سلطتها التقديرية في منح أو رفض قرار التأشير، لأن هذه العبارة ذات مضمون واسع وشامل. تقوم اللجنة في جميع الحالات بإعلام المصدر في الوقت المناسب، وقد تبدي رأيها من جديد، على أساس المعلومات الجديدة المقدمة من طرف المصدر.

إضافة إلى المذكرة الإعلامية التي يستوجب على المصدر إيداعها لدى اللجنة، يتولى المصدر كذلك طبع بيان إعلامي (le prospectus)، ونشره، يلخص هذا البيان ما جاء في المذكرة الإعلامية، مقدما المعلومات الأكثر أهمية ودلالة، فيما يخص المصدر والعملية المزمع إنجازها.

يجب أن يشير البيان إلى رقم التأشير للمذكرة الإعلامية، مع ضرورة تأريخه وتوقيعه من طرف الممثل الشرعي للمصدر<sup>2</sup>.

لكن مقابل هذه الأحكام، وقصد تفعيل وتطوير سلطة الرقابة، فقد امتدّ مجال تطبيق هذه السلطة ليس إلى قرار التأشير فقط، وإنما إلى قرار الإعتماد أيضا<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المادة 06 من نظام اللجنة رقم 02-96، المؤرخ في 22 جوان 1996، المتعلق بالإعلام الواجب نشره...، مرجع سابق.  
<sup>2</sup> المادة 07، من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02-96، المؤرخ في 22 جوان 1996، نفس المرجع.  
<sup>3</sup> قرار التأشير يدخل ضمن تلك الرقابة الممارسة للإلتحاق بالسوق، أما قرار الإعتماد فهو يدخل في إطار الرقابة الممارسة للإلتحاق بالمهنة.

## الفرع الثاني

### قرار الإعتماد

دائما في مجال الرقابة عن طريق القرارات الفردية، تتولى اللجنة سلطة التأكد والتحقق من مدى تأهيل وكفاءة المهنيين قصد تدخلهم على مستوى سوق الأوراق المالية وإتحاقهم بالمهنة، وتتخذ هذه الرقابة شكل منح قرار الإعتماد، هذا القرار الذي لا تقل أهميته عن قرار التأشير، إذ في حين يتعلق الأول بالشخص ذاته نجد الثاني يرتبط بالعملية المزمع إنجازها. تظهر أهمية قرار الإعتماد في كونه وسيلة في يد الضابط للتأكد والتحقق من مدى توفر الشروط اللازمة لدى الأشخاص المعنيين ومدى استجابتهم للإجراءات والضوابط القانونية المطلوبة.

نقصد بمصطلح "الإعتماد"، ذلك القرار أو الترخيص المتخذ على ضوء شروط محددة مسبقا للإتحاق بالمهنة ويستعمل مصطلح "الإعتماد" لتحديد مدى قدرة الأشخاص وتأهيلهم للإتحاق بمهنة معينة<sup>1</sup>.

لا يعتبر إجراء الإعتماد حديث الظهور، إذ نجد أمثلة عنه منذ أوائل القرن 19، لكنه عرف تطورا حقيقيا وذلك مع زيادة تدخل الدولة، وعليه فعن طريق إجراء الإعتماد، تسمح الدولة بمشاركة أشخاص " عادة خواص" في مهمة الصالح العام<sup>2</sup>.

فحسب البروفيسورين DE LAUBADERE et DEVOLVE ، فيعتبر الإعتماد شكل خاص للترخيص المسبق.

أما M.DEMICHEL فيعتبر مصطلح "الإعتماد" مفهوما عاما، إذ يغطي الإجراءات التي من خلالها يمنح القانون تسميات مختلفة، مثل الموافقة، الترخيص المسبق، الإعتراف.

فحسب هذا الفقيه، فالإعتماد عبارة عن وسيلة أو آلية للرقابة، مهما كانت التسميات المختلفة المستعملة، ما دامت كلها تسعى إلى تحقيق نفس الهدف والمتمثل في الرقابة، وعلى

<sup>1</sup> PAOLI Vanina, Les commissions des valeurs mobilières- étude comparative, op. cit. p. 224.

<sup>2</sup> BERTRAND Christine, L'agrément en droit public, LGDJ, Paris, 1999, p. 45.

هذا الأساس يرى M.DEMICHEL أنه لا داعي للبحث عن التفرقة بين الإعتماد وما يقابله من مفاهيم مشابهة، باعتبارها تشترك في نفس الهدف<sup>1</sup>.

وقصد ضبط سوق الأوراق المالية، فقد حوّلت معظم التشريعات من بينها التشريع الجزائري، سلطة إصدار قرار الإعتماد وذلك سواء في مواجهة فئة الوسطاء أو هيئات التوظيف الجماعي.

### أولاً: إعتماد الوسطاء

لقد وجدت تقنية إعتماد الوسطاء في شتى التشريعات، أهمّها التشريع الفرنسي، كما كرّسها المشرع الجزائري سواء في المرسوم التشريعي رقم 93-10، أو ضمن القانون رقم 04-03.

#### 1- في التشريع الفرنسي:

تكمن أهمية الرقابة الممارسة على المتدخلين في البورصة ، في ضمان حماية المستثمرين وتحقيق إستقرار النظام المالي، كما تهدف الرقابة على الإلتحاق بالمهنة كذلك إلى تحقيق مصالح المتعاملين أنفسهم.

تنتم الرقابة على مؤدي خدمات الاستثمار حسب التشريع الفرنسي بأنّها مقسمة أو موزعة بين AMF وأجهزة أخرى.

فتعتبر سلطة السوق المالية "AMF" صاحبة الإختصاص المطلق في منح قرار الإعتماد لفائدة مؤدي خدمات الاستثمار ذات النشاط الأساسي المتمثل في تسيير محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، والمسمّاة بشركات تسيير محافظ الأوراق المالية sociétés de gestion de portefeuille<sup>2</sup> ، وبدون هذا الإعتماد، لا تتمكن الشركة من ممارسة نشاطها.

أمّا بالنسبة لمؤدي خدمات الاستثمار الآخرين، أي الممارسين لنشاط تسيير محافظ

الأوراق المالية لكن ليس كنشاط أساسي وإنما تابع، وكذا مؤدي خدمة النصح في مجال

<sup>1</sup> BERTRAND Christine, L'agrément en droit public , op.cit. p. 36.

<sup>2</sup> قيل إنشاء سلطة السوق المالية الجديدة AMF، كانت سلطة منح الإعتماد للوسطاء فيما يخص تسيير محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، من إختصاص كل من مجلس السوق المالية (CMF) ولجنة عمليات البورصة (COB) ولجنة مؤسسة القرض ومؤسسات الاستثمار (CECEI)، وقد انتقدت طريقة توزيع الإختصاص هذه على أساس أنّها ترتيب مخاطر النزاعات، أنظر:

FAYET Emmanuelle, L'autorité professionnelle de marché : du conseil des bourses de valeurs au conseil des marchés financiers, thèse de doctorat en droit privé, Université René Descartes (Paris V), 2000, p. 17.

الإستثمار المالي، فهذه الرقابة موزعة بين AMF ولجنة مؤسسات القرض ومؤسسات الإستثمار CECEI ففي هذه الحالة، يقتصر دور AMF في تقديم الملاحظات حول ملفات المترشحين والموافقة على برامج نشاطهم فقط.

أما مهمة منح قرار الإعتماد، فيعود إختصاصه إلى <sup>1</sup>CECEI.

فتفاديا لإلحاق أي ضرر بمصالح المستثمرين، من جهة والمساس باستقرار النظام المالي من جهة أخرى، خوّل المشرع الفرنسي ل AMF سلطة الرقابة التي ينصب موضوعها في الدرجة الأولى على الملاعة المالية لمؤدي خدمات الإستثمار، حيث وضع المشرّع حدّ أدنى للرأسمال الإجتماعي، هذا المقدار الذي يختلف باختلاف الخدمات التي يتم تأديتها.

فبالنسبة لشركات تسيير محافظ الأوراق المالية، فيقدّر الحدّ الأدنى لرأسمالها ب 150.000 أورو وذلك حسب المادة 3-312 من النظام العام ل AMF.

كما يتمحور موضوع الرقابة التي تمارسها AMF على مؤدي خدمات الإستثمار بموجب قرار الإعتماد في الدرجة الثانية على عنصر التنظيم ، بما في ذلك الشروط المتعلقة بصفة المديرين وحاملي رؤوس الأموال، وذلك بهدف تحقيق تسيير فعّال<sup>2</sup>.  
خوّل المشرّع ل AMF مهلة 3 أشهر من تاريخ استيلاها ملف المترشح قصد إصدار قرار منح الإعتماد أو الرفض.

إجراء الإعتماد ليس إجراء تنازعي، فهو مجرد التأكد والتحقّق من مدى استيفاء الشروط التي فرضتها الأحكام التشريعية والتنظيمية من طرف مؤدي خدمات الإستثمار، وعليه فيجوز ل AMF طلب معلومات تكميلية أو تعديلات من طالب مؤدي الخدمات، بالتالي يمكن ل AMF منح قرار الإعتماد ، لكن مع خضوعه لشروط أو إلتزامات تقع على عاتق مؤدي خدمات الإستثمار<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> MERVILLE Anne-Dominique, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 75.

<sup>2</sup> ROBINE David, La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives, LGDJ, Paris, 2003, p. 44.

<sup>3</sup> MERVILLE Anne-Dominique, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 76.

## 2- التشريع الجزائري:

إشترط المشرع الجزائري بدوره شرط الحصول على الإعتماد من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، قصد مزاولة مهنة الوساطة.

يقوم الراغب في الإنضمام إلى مهنة الوساطة بإيداع طلب الإعتماد لدى اللجنة مرفق بملف يتكون من عدة وثائق:

- وثائق إثبات الضمانات المتمثلة في المساهمات التي يلتزم الوسيط بدفعها إلى صندوق الضمان، من جهة، والإكتتاب في عقود التأمين تضمن مسؤوليته تجاه زبائنه، وخاصة مخاطر ضياع وإتلاف وسرقة الأموال والقيم المودعة لديه، من جهة أخرى.

- وثائق إثبات ملكية أو استئجار محلات مخصصة لنشاط الوسيط في عمليات البورصة. زيادة على التزامه بأداب المهنة وقواعد الإنضباط والحذر، وكذا إكتتاب أو شراء حصة من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة<sup>1</sup>.

بعد هذه الإجراءات، تقوم اللجنة بإيداع رأيها حول طلب الإعتماد في أجل أقصاه شهران، ابتداء من تاريخ إستيلاء الطلب.

في حالة موافقة اللجنة على طلب الإعتماد، تبليغ للطرف المعني موافقة مؤقتة، ولا يصبح الإعتماد فعليا إلا إذا إكتتب أو اشترى الوسيط حصة من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

يقوم الوسيط بإعلام اللجنة بذلك، حتى تجعل هذه الأخيرة الإعتماد نهائيا.

نشير في هذه المسألة إلى أنّ اللجنة تتمتع بسلطة تقديرية واسعة في اتخاذ قرار الإعتماد، إذ يمكن لها الموافقة على طلب الإعتماد، متى توفرت جميع الشروط القانونية، أو رفضه في حالة عدم إستيفاء الشروط المطلوبة، أو الحدّ من مجاله، بمعنى يكون إعتمادا جزئيا، ويتحقق ذلك عندما يتضح للجنة من خلال ملف الإعتماد المعروض أمامها عدم إمكانية الوسيط ممارسة جميع النشاطات الواردة في طلب الإعتماد بصفة ملائمة وكاملة.

يمكن اعتبار الإعتماد الجزئي بمثابة رفض جزئي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> المائدة 10 من نظام اللجنة رقم 03-96، المؤرخ في 03 جويلية 1996، المتعلق بشروط إعتماد الوسطاء....، مرجع سابق.  
<sup>2</sup> MANSOURI Mansour, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Editions Houma, Alger, 2002, p. 50.

ينشر قرار الإعتاد الذي تصدره اللجنة في النشرة الرسمية لقائمة البورصة، وفي حالة رفضه أو تحديد مجاله، تلتزم اللجنة بتبرير موقفها<sup>1</sup>.

### ثانياً: إعتاد هيئات التوظيف الجماعي

لا يمكن تشكيل وتأسيس هذه الهيئات والمتمثلة في شركة الإستثمار ذات رأس المال المتغير والصندوق المشترك للتوظيف، إلا بعد إعتاد اللجنة مسبقاً قوانينها الأساسية أو مشاريع أنظمتها<sup>2</sup>.

هذا الإعتاد مشروطاً بإيداع ملف من قبل المؤسسين لدى اللجنة، تتولى هذه الأخيرة عند إستيلائها الملف تقديم وصل مؤرخ وممضي من قبلها إلى المؤسسين<sup>3</sup>.

تقوم اللجنة بإخبار مؤسسي شركة الإستثمار ذات رأس المال المتغير أو الصندوق المشترك للتوظيف بمنح أو رفض الإعتاد لمشاريع القوانين الأساسية أو مشاريع الأنظمة عن طريق رسالة مسجلة مع وصل تسليم، في مدة لا تتجاوز شهرين إبتداءً من تاريخ إيداع الملف الكامل لطالب الإعتاد<sup>4</sup>.

يتطلب كل تغيير في القوانين الأساسية الموافقة المسبقة التي تسلم من قبل اللجنة. نفس الأحكام السابق الإشارة إليها سابقاً، تنطبق في هذه الحالة، حيث ألزم المشرع اللجنة بضرورة تبرير قرارها في حالة رفضها الإعتاد، كما خوّل لطالب الإعتاد الإحتفاظ بحقه كاملاً في الطعن<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> المادة 9 من المرسوم التشريعي رقم 10-93، المعدلة والمتممة بموجب المادة 6 من القانون رقم 03-04، مرجع سابق.  
<sup>2</sup> المادتان 6، 18 من الأمر رقم 08-96، المؤرخ في 10 جافي 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>3</sup> المادة 05 من نظام اللجنة رقم 04-97، المؤرخ في 25 نوفمبر 1997، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي...، مرجع سابق.

<sup>4</sup> المادة 8 من نظام اللجنة رقم 04-97، المرجع نفسه.

<sup>5</sup> المادتان 6، 18، من الأمر رقم 08-96، المؤرخ في 10 جافي 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، مرجع سابق.

## المطلب الثاني

### خضوع القرارات الفردية للرقابة القضائية

لقد سبق وأن أشرنا إلى تمتع سلطات ضبط الأسواق المالية، بما فيها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بسلطة تقديرية في منح أو رفض القرار الفردي سواء كان قرار تأشير الإصدار أو تأشير القبول أو قرار الاعتماد.

تعتبر القرارات الفردية التي تتخذها معظم سلطات ضبط أسواق الأوراق المالية في إطار ممارسة سلطة الرقابة، أعمالاً إدارية، حتى ولو كانت قرارات سلبية كقرار رفض الاعتماد أو رفض التأشير<sup>1</sup>، وعليه، فالضابط باعتباره هيئة إدارية، ملزم قانوناً بتبرير هذه القرارات، وهذا حتى يسمح للقضاة بممارسة رقابة حقيقية وفعلية عليها، بالتالي يمكن القول أن القاضي بصفته مراقباً للضابط فإنه يشترك في نشاط الضبط الإقتصادي<sup>2</sup>.

نتوقف عند هذه النقطة لنتساءل عن مدى إمكانية الطعن في مثل هذه القرارات عبر التشريعات؟

## الفرع الأول

### التشريع الفرنسي

قبل صدور القانون المتعلق بالأمن المالي، كان الطعن ضد القرارات الفردية التي تصدرها COB من إختصاص القضاء العادي، بينما القرارات التنظيمية والعقوبات التأديبية، فجعل المشرع الفرنسي إختصاصها للقضاء الإداري.

لكن بعد صدور القانون المتعلق بالأمن المالي، فقد ظهرت عدة تعديلات فيما يخص توزيع هذا الإختصاص حسب أحكام المادة 30-621-L من التقنين النقدي والمالي.

<sup>1</sup> إنَّ القرارات السلبية كرفض التأشير والاعتماد لا تعتبر عقوبات، وعليه، فهي لا تخضع للمبادئ المطبقة في الإجراءات العقابية، وعلى وجه الخصوص أحكام المادة 6 من الإتفاقية الأوروبية لحقوق الإنسان، أنظر

TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op.cit. p. 268.

<sup>2</sup> DUPUIS-TOUBOL Frédérique, « Le juge en complémentarité du régulateur », in FRISON-ROCHE Marie-Anne, (sous la direction de), Les régulations économiques légitimité et efficacité, Presses de sciences Po et Dalloz, Paris, 2004, p. 138.

حيث جعل المشرع الفرنسي الإختصاص في مجال الطعن ضد القرارات الفردية ل AMF للقضاء العادي باستثناء القرارات الفردية المتعلقة بالمهنيين، ويبقى القاضي الإداري المختص في الجانب الأكبر من المنازعات البورصية المتعلقة بالقرارات الفردية.

فنظرا لخصوصية أسواق الأوراق المالية، وعلى وجه الخصوص إلزامية السرعة التي يتطلبها هذا المجال، فإنّ إجراء الطعن ضدّ القرارات الفردية ل AMF قد خالف أحكام تقنين الإجراءات المدنية، وخاصة تلك المتعلقة بميعاد الطعن وشكله.

### أولا- ميعاد الطعن:

إنّ رفع الطعن ضدّ القرارات الفردية التي أصدرتها السلطة الضابطة كقرار رفض التأشير ورفض الإعتماد، يجب أن يتم خلال 10 أيام من تاريخ تبليغ القرارات بالنسبة للأشخاص محل هذه القرارات، أمّا بالنسبة للأشخاص الآخرين المعنيين ، فإنّ الطعن يرفع خلال 10 أيام من تاريخ نشر القرار ضمن BOAL، وذلك طبقا للمادة R621-44 من التقنين النقدي المالي<sup>1</sup>.

### ثانيا- شكل الطعن:

إذا كان الطعن قد تمّ رفعه أمام محكمة استئناف باريس فإنّه يتخذ شكل تصريح كتابي، يودع في أربع نسخ، يجب أن يتضمن البيانات المنصوص عليها في المادة 648 من تقنين الإجراءات المدنية.

أمّا بالنسبة للطعن أمام القضاء الإداري والمتمثل في مجلس الدولة فإنّ القواعد والإجراءات المتبعة هي تلك الموجودة في تقنين القضاء الإداري<sup>2</sup>.

نشير في هذا الصدد إلى أنّه خلافا لقواعد الإجراءات المتبعة أمام القضاء العادي، فإنّ تلك المتضمنة في تقنين القضاء الإداري تتلاءم أكثر مع متطلبات ضبط الأسواق المالية.

### ثالثا- أثر الطعن:

إنّ الطعن الموجه ضدّ القرارات الفردية ل AMF ليس لها أثر موقف للتنفيذ كقاعدة عامة، لكن استثناء فيجوز للرئيس الأوّل لمحكمة إستئناف باريس إذا تمّ إخطاره عن طريق

<sup>1</sup> TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op.cit. p. 270.

<sup>2</sup> Ibid.

طلب مجسّد في مجرّد عريضة بسيطة، الأمر بوقف تنفيذ القرار، إذا كان هذا الأخير من شأنه أن ينجرّ عنه نتائج واضحة الشدّة والإفراط.

لقد وجدت عدة قرارات قضائية لتحديد نظام الطعن ضدّ القرارات الفردية ل AMF نذكر منها:

قرار مجلس الدولة الفرنسي الصادر في 23 مارس 2005، أين قدّم إجابة على إثر الطعن المقدم من طرف "ADAM"<sup>1</sup>، ويتمحور موضوع هذا الطعن حول تنافي بعض قواعد الطعن مع أحكام الإتفاقية الأوروبية لحقوق الإنسان.

نشير في هذا الصدد إلى أنّ رغم عدم نشر هذا القرار، إلّا أنّه جاء بعدّة تفاصيل هامة تتعلّق بموقف القضاء من هذا الموضوع.

طلبت ADAM ضمن طعنها إلغاء المواد 26، 27، 28 من المرسوم رقم 1109-2003، المؤرخ في 21 نوفمبر 2003، بحجّة أنّ ميعاد الطعن ضدّ قرارات AMF والمحدّد ب 10 أيام، إلّا ما تعلّق بمجال العقوبات والمحدّد بشهرين لا يخدم صالح الأشخاص المعنيين فهو أجل جدّ قصير.

كما انتقدت ADAM مسألة إختيار محكمة استئناف باريس للنظر في الطعن على أساس أنّ هناك خرق لمبدأ التقاضي على درجتين.

إستبعد مجلس الدولة الفرنسي هذه الإنتقادات مشيراً إلى أنّه فعلا القانون الإجرائي الفرنسي المبدأ فيه هو التقاضي على درجتين، كما تقدّم DE VAUPLANE et DAIGRE بموجب التمييز بين إصدار اللجنة لقرار العقوبة ومجرّد قرار إنفرادي، ففي الحالة الأولى فهي تشبه القضاء حسب الإتفاقية الأوروبية لحقوق الإنسان، بالتالي فهي تخضع ليس إلى كل مقتضيات الاتفاقية، لكن إلى أهم مبادئها، المهم أن تكون هذه القرارات قابلة للطعن أمام القضاء.

أمّا في الحالة الثانية، فإنّ القرارات الفردية ما هي إلّا قرارات إدارية تصدرها هيئة لا تخضع إلى مراعاة شروط ممارسة السلطة القضائية.

---

<sup>1</sup> Association de défense des actionnaires minoritaires.

فلاحظ كل من DE VAUPLANE et DAIGRE أنّ غياب التقاضي على درجتين قد يكون غريبا في المجالات أو الميادين التي يتواجد فيها، بالتالي هذا الأمر يجد تبريره في سير الأسواق المالية التي تفرض تحديد مدة الطعن وما ينتج عنه. ضف إلى ذلك فمِنح الإختصاص لجهة قضائية وحيدة قد يجد تبريرا آخر والمتمثل في الطابع التقني للمجال.

أمّا بالنسبة لقصر مدّة أو ميعاد الطعن، فإنّ مجلس الدولة أكّد في قراره أنّه ليس من شأن ذلك منع الأشخاص المعنيين من ممارسة حقهم، كما أنّ هذه المدّة أي 10 أيام تجد تبريرها من خلال موضوع النزاعات ذاتها، باعتبار أنّها تهتمّ بضبط الأسواق، وأنّ نجاعة وفعالية هذه الأخيرة تستوجب الفصل والحكم فيها فوراً<sup>1</sup>.

بعد دراسة موقف المشرع الفرنسي الصريح في موضوع قابلية القرارات الفردية للطعن القضائي، نتساءل عن موقف المشرع الجزائري من نظام الطعن ضدّ قرارات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؟

## الفرع الثاني

### موقف المشرع الجزائري

تتعدّد وتختلف القرارات الفردية التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لتتراوح بين قرار التأشير والإعتماد، ورغم إتفاق هذين القرارين في طبيعتهما القانونية باعتبارهما قرارات إدارية، إلاّ أنّهما لا يعرفان نفس التنظيم والإهتمام من طرف المشرع.

#### أولاً: غياب النص الصريح لإمكانية الطعن ضدّ قرار رفض التأشير

باعتبار أنّ اللجنة لها صلاحيات في إصدار قرار التأشير أو الرفض، نتساءل عن مدى خضوع هذا القرار، بمعنى - رفض التأشير - إلى القضاء، بتعبير آخر، هل بإمكان المصدر الطعن في قرار رفض التأشير على المذكرة الإعلامية عند إصدار وقيّد القيم المنقولة؟ إذا جننا إلى تكييف وتحديد الطبيعة القانونية لقرار التأشير أو رفض التأشير، فننتوصل إلى اعتباره قرار إداري يصدر من هيئة أو سلطة إدارية، وعليه فهو قابل للطعن أمام القضاء الإداري.

<sup>1</sup> TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op.cit. p. 270.

لكن إذا رجعنا إلى مختلف النصوص التشريعية والتنظيمية الصادرة في هذا الموضوع، وكذا الأنظمة التي أعدتها اللجنة من جهة أخرى، فلا نلمس أي إشارة إلى مثل هذه الأحكام، بمعنى قابلية الطعن ضدّ قرار رفض التأشير.

وأمام هذا الفراغ والشغور القانوني، وإعتمادا على القانون الأساسي في البلاد والمتمثل في الدستور، وطبقا لمبدأ قابلية الطعن أمام القضاء ضدّ كلّ القرارات الإدارية<sup>1</sup>، فبإمكان الشخص المصدر الطعن في مثل هذا القرار، أي قرار رفض التأشير على المذكرة الإعلامية سواء عند إصدار القيم المنقولة أو قبول قيدها في الجدول الرسمي.

لكن رغم الإعتداد على المادة 143 من الدستور الجزائري للإجابة عن إمكانية أو عدم إمكانية الطعن، تبقى استفهامات كثيرة مفتوحة للنقاش أهمّها، الجهة المختصة بالنظر في الطعن، ميعاد رفع الطعن والردّ عليه، أثر الطعن... إلخ.

وهذه التساؤلات لها أهمية بالغة خاصة أمام حساسية وخطورة مجال سوق الأوراق المالية سواء على المستثمر أو الإقتصاد الوطني ككل، وعليه فكان من الأجدر على المشرع الجزائري منح الإهتمام بهذا الجانب، الأمر الذي لم ينتبه إليه المشرع حتى بعد التعديل رقم 04-03.

### ثانيا: النص الصريح لإمكانية الطعن ضدّ قرار رفض الإعتداد:

لقد سمح المشرع الجزائري في ظل القانون رقم 04-03 لطالب الإعتداد المتضرر من جرّاء قرار اللجنة أن يرفع طعنا بالإلغاء في حالة رفض الإعتداد وحالة الإعتداد الجزئي، بعدما كان يسمح بهذا الحق في حالة رفض الإعتداد فقط حسب أحكام المرسوم التشريعي رقم 10-93، كما جعل المشرع الجزائري - دائما في إطار القانون رقم 04-03 - مجلس الدولة هو الجهة القضائية المختصة بالنظر في الطعن مع تقييده بمدة ثلاثة أشهر لإصدار قراره على عكس المرسوم التشريعي رقم 10-93 الذي لم يتضمن على مثل هذه الأحكام.

وتجدر بنا الإشارة في هذا الصدد، إلى أنّ المشرع الجزائري قد أحسن فعلا عند إدراج بعض المسائل ضمن القانون رقم 04-03، كان قد أغفل عن إدراجها ضمن المرسوم التشريعي رقم 10-93، كذلك الأحكام المتعلقة مثلا بالسماح لصاحب الإعتداد الجزئي في رفع

<sup>1</sup> تنص المادة 143 من دستور الجمهورية الجزائرية لسنة 1996 " ينظر القضاء في الطعن في السلطات الإدارية".

طعن بالإلغاء، وكذا الإشارة إلى الجهة القضائية المختصة بالنظر في الطعن وتقييدها بالمدة الزمنية اللازمة، بمعنى أن المشرع راعى وكرّس بعض الضمانات لصالح الأشخاص طالبي الإعتماد .

لكن من جهة أخرى، وإذا جننا إلى تحليل مدى مطابقة وملاءمة مثل هذه الأحكام مع المعاملات القائمة على مستوى البورصة التي تتسم بالسرعة والمرونة، فنتوصل إلى غياب واستبعاد هذه الملاءمة، حيث نجد أنّ المشرع الجزائري ألزم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بإيداء رأيها حول طلب الإعتماد خلال مدة شهرين ابتداء من تاريخ إستيلاء الطلب، وإذا إفترضنا أنّها رفضت الإعتماد أو منحته جزئيا، فلصاحب الإعتماد الحق في الطعن ولمجلس الدولة ثلاثة أشهر للنظر في الطعن، بمعنى مدة 5 أشهر على الأقل، وعليه فهذا لا يخدم لا صالح طالب الإعتماد، ولا صالح المعاملات المالية.

لا تقتصر سلطة الرقابة على تلك المعلومات فقط التي تقدم لسلطات ضبط أسواق الأوراق المالية، بل تتعدى ذلك، لتمتد حتى إلى فئة الأشخاص الذين تربطهم علاقة بهذا السوق.

## المبحث الثاني

### الرقابة على الأشخاص

تختلف وتتعدّد أساليب ممارسة الرقابة على الأشخاص، حيث يمكن لسلطات ضبط سوق الأوراق المالية من فرض رقابتها ويمكن تلخيص هذه الأساليب في كل من البطاقة المهنية (المطلب الأول) والتحقيق (المطلب الثاني).

### المطلب الأول

#### La carte professionnelle البطاقة المهنية

إنّ ممارسة الأشخاص الطبيعية لبعض الوظائف الحساسة على مستوى سوق الأوراق المالية أمر يستوجب ضرورة الحصول على بطاقة مهنية. ويعتبر منح هذه البطاقة بمثابة مناسبة لسلطات الضبط لممارسة سلطة الرقابة على هؤلاء الأشخاص الطبيعية.

### الفرع الأول

#### في التشريع الفرنسي

لقد كلف المشرع الفرنسي AMF بمهمة تحديد شروط تسليم البطاقة المهنية للأشخاص الذين يعملون لحساب مؤدّي الخدمات، مؤسسات السوق، أعضاء السوق، غرف المقاصة، وقد حدّدت AMF هذه الشروط بدقة وكذا دائرة الأشخاص المعنيين. فحسب أحكام المادة 313-29 من النظام العام ل AMF فهؤلاء الأشخاص هم:

- الأشخاص الممارسين لمهمة تداول الأوراق المالية على مستوى مؤدّي خدمات الإستثمار.
  - المحلّلين الماليين.
  - الأشخاص القائمين بالمقاصة المتعلقة بالقيم المنقولة.
  - مسؤولي المطابقة والرقابة الداخلية لشركات تسيير محفظة الأوراق المالية.
  - مسؤولي الرقابة على مصالح الإستثمار لمؤدّي خدمات الإستثمار الآخرين.
- وعلى سلطة السوق المالية الرّدّ على طلب الحصول على البطاقة المهنية خلال شهر من تسليم الملف أو من الحصول على التوضيحات المطلوبة.

إنّ التعلّيم رقم 01-2007 المؤرخة في 6 مارس 2007، المتعلقة بالبطاقات المهنية للأشخاص الطبيعية إشتراطت ضرورة تحديد الوظيفة الممارسة ضمن الملف وكذا وضع سيرة ذاتية بصفة مفصلة للمترشح وعلى هذا الأخير إعلام الضابط بكلّ إدانة جزائية أو عقوبة إدارية كانت أو تأديبية قد تعرّض إليها خلال السنوات السابقة لطلب البطاقة المهنية. وبعد دراسة هذه الوثائق ، فقد تقبل السلطة الضابطة تسليم هذه البطاقات المهنية أو ترفض ذلك<sup>1</sup>.

بجانب هذه الأحكام والضوابط، وكذا مع اختلاف طبيعة ونوع الوظيفة التي يقوم بها الشخص الطبيعي<sup>2</sup>، فهناك من يمرّ بامتحان مع الأخذ بعين الإعتبار مدى معرفة المترشح للإلتزامات المهنية المفروضة عليه بموجب القوانين والأنظمة والقواعد المهنية المطبقة على مصالح الإستثمار، وكذا تجربته المهنية.

## الفرع الثاني

### في التشريع الجزائري

لقد كرس المشرع الجزائري هو الآخر كمنظيره الفرنسي وسيلة البطاقة المهنية كآلية لفرض الرقابة على الملتحقين بالمهنة، حيث خوّل للمسيّر أو مجلس الإدارة لكل وسيط في عمليات البورصة مهمة تأهيل أعوانا أكفاء من بين مستخدميهم لإجراء المفاوضات الخاصة بالقيم المنقولة في البورصة.

أمّا قواعد التأهيل فقد جعلها المشرع من إختصاص اللجنة التي تتولى تحديدها بموجب اللائحة التي تصدرها<sup>3</sup>. يسجل الأعوان لدى اللجنة، التي تسلّمهم بطاقة مهنية<sup>4</sup>، ولقد بيّنت أنظمة اللجنة شروط تسجيل هؤلاء الأعوان<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op. cit. p. 266.

<sup>2</sup> Les responsables de la conformité et du contrôle des services d'investissement.

<sup>3</sup> المادة 10 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلّق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>4</sup> المادة 11 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلّق ببورصة القيم المنقولة، نفس المرجع.

<sup>5</sup> نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-02، مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلّق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة، جريدة رسمية عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.

## أولاً: شروط التسجيل

يجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يتقدموا بطلب التسجيل لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للأعوان المؤهلين للقيام تحت سلطتهم بتداول القيم المنقولة في البورصة.

يقدم هذا الطلب تحت مسؤولية وسطاء عمليات البورصة<sup>1</sup>، أما الشروط الواجب توفرها لدى المتداول فهي كالتالي:

- أن يبلغ من العمر 25 سنة على الأقل.
  - أن يتمتع بأخلاق حسنة.
  - أن يكون حائزاً على شهادة في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها.
  - أن يكون ناجحاً في إمتحان الكفاءة المهنية المنظم من طرف اللجنة<sup>2</sup>.
- وحيث توفر مثل هذه الشروط المحددة من طرف اللجنة لدى العون المؤهل للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة، تتولى اللجنة تسليم البطاقة المهنية له، كما يمكن للجنة أن توكل لجنة داخلية لتسليم البطاقة<sup>3</sup>.

تحتفظ شركة تسيير بورصة القيم بسجل التسجيل للحائزين على البطاقة المهنية ، يتم تبليغ التسجيل للوسيط في عمليات البورصة الذي يشرف على هؤلاء الأشخاص.

### ثانياً: صلاحية البطاقة المهنية

لقد وضعت لجنة البورصة أحكاماً تنظم من خلالها القواعد المتعلقة بصلاحية البطاقة المهنية بتعبير آخر ظروف وأسباب إنتهاء صلاحية البطاقة المهنية، وهي:

#### 1- سحب البطاقة المهنية:

يمكن للجنة سحب البطاقة المهنية من حائزها في أي وقت، سواء بصفة مؤقتة أو نهائية، لكن مع وجوب تبرير القرار وضرورة تبليغه للشخص المعني والوسيط في عمليات البورصة والذي يعمل لحسابه<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> المادة 2 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-97، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين...، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 3، من من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-97، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين...، نفس المرجع.

<sup>3</sup> المادة 5 من نظام اللجنة رقم 02-97، مؤرخ في 18 نوفمبر 1997 ، يتعلق بشروط تسجيل الأعوان .... نفس المرجع.

<sup>4</sup> المادة 6 من نظام اللجنة رقم 02-97، مؤرخ في 18 نوفمبر 1997 ، يتعلق بشروط تسجيل الأعوان .... نفس المرجع.

وفي هذه الحالة نلمس فراغا، إذ لم يتم الإشارة إلى إمكانية الطعن ضدّ هذا القرار من طرف المعني بالأمر.

## 2- توقف حائز البطاقة المهنية عن ممارسة وظيفته:

تنقضي صلاحية البطاقة المهنية بمجرد توقف حائزها عن ممارسة وظيفته، وفي هذه الحالة يجب على الوسيط في عمليات البورصة أن يعلم، وبدون تأخير، عن أي توقف للحائزين على البطاقة المهنية من ممارسة وظيفتهم<sup>1</sup>.

## 3- توقف نشاط الوسيط:

تنتهي صلاحية البطاقة المهنية لأسباب لا تتعلق بالعون المؤهل شخصيا، وإيما بالوسيط الذي يعمل تحت سلطته، فيتوقف نشاط المتداول في الحالات التالية:

- عندما يغادر الوسيط الذي يعمل لصالحه.

- في حالة توقيف أو شطب الوسيط.

لكن نشير في هذه الحالة إلى أنه يمكن للمتداول أن يرجع إلى نشاطه بعد أن يقوم وسيط آخر في عمليات البورصة بإخطار اللجنة بأنه قد قام بتعيينه، أو عند رفع التوقيف الذي أصدر ضدّ الوسيط<sup>2</sup>.

بجانب البطاقة المهنية، تلجأ سلطات الضبط إلى وسيلة وآلية أخرى قصد ممارسة الرقابة على الأشخاص والتي تنسم بأهمية كبيرة على مستوى أسواق رأس المال، تتمثل هذه الآلية في سلطة التحقيق والتي تعتبر مرحلة وسيطة بين سلطة الرقابة وسلطة العقاب، إذ عن طريق التحقيق تتولى سلطة الضبط رقابة مدى إستيفاء وتوفر الشروط المطلوبة لدى الأشخاص ومدى استجابتهم ومراعاتهم للأحكام التشريعية والتنظيمية المتعلقة بمجال الأوراق المالية.

ومن جهة أخرى تربط سلطة التحقيق علاقة بسلطة العقاب، حيث قبل ممارسة سلطة توقيع العقوبات، يجب تبيان مدى وجود الأفعال وتحديد تكييفها، والبحث عن الأشخاص

<sup>1</sup> المادة 7 من نظام اللجنة رقم 02-97، مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بشروط تسجيل الأعوان.... مرجع سابق.  
<sup>2</sup> المادة 8 من نظام اللجنة رقم 02-97، نفس المرجع.

المسؤولين ومنحهم إمكانيات ووسائل لتبرير مواقفهم، بمعنى، يجب التحقيق أولاً قبل النطق بالإدانة.

## المطلب الثاني

### سلطة التحقيق

لقد خوّلت معظم تشريعات دول العالم لصالح سلطات ضبط أسواق الأوراق المالية سلطة البحث والتحري والتأكد من مدى توفّر وتقيّد المتعاملين بالأحكام التشريعية والتنظيمية، وذلك بهدف حماية الإدخار العام عن طريق ضمان الشفافية على السوق وتحقيق المساواة في المعاملة بين المساهمين.

تختلف طريقة ممارسة سلطة التحقيق، وأهميتها، وكذا الأحكام المنظمة لها، بما فيها الإجراءات الواجب إتباعها في التحقيق، الضمانات المرتبطة بها، شروط التحقيق... الخ.

## الفرع الأول

### تأهيل المحققين

بعد إقرار وتأكيد تمتع معظم سلطات ضبط أسواق الأوراق المالية بسلطة التحقيق، نتوقف لنطرح أول تساؤل والمتمثل في صفة الأشخاص المحققين والشروط الواجب استيفاؤها؟

### أولاً: التشريع الفرنسي

يعتبر الأمين العام لـ AMF حسب الأحكام الجديدة لتوزيع سلطات AMF، الشخص المسؤول الذي يقرر إمكانية اللجوء إلى التحقيق، كما يتولى مهمة تأهيل المحققين. فالأمين العام هو الذي يحدّد موضوع أوامر التكليف بالمهمّة، والأشخاص المكلفين بذلك. يلتزم كلّ محقق في سبيل تنفيذ مهمّة التحقيق بتقديم أمر التكليف بالمهمّة للشخص محل الرقابة والتحقيق<sup>1</sup>.

فطبقاً لأحكام المادة L621-9-1 من التقنين النقدي والمالي، فعلى الأشخاص المؤهلين لممارسة سلطة التحقيق إستيفاء شروط معيّنة، محدّدة وفقاً لمرسوم في مجلس الدولة.

<sup>1</sup> DE VAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean-Jacques, La loi sur la sécurité financière, op. cit. p. 48.

وعليه فلا يمكن لأي شخص أن يتأهل ويعيّن للتحقيق أو الرقابة إذ سبق وأن كان محل إدانة إستفتاء للمادة 1-500 L من التقنين النقدي والمالي<sup>1</sup>.

كما أنه حتى يتحصّل الشخص المؤهّل على صفة المحقّق، فعليه أن يكون إطاراً أو ما شابه ذلك، أو تبرير تجربة مهنية لمدة سنتين على الأقل<sup>2</sup>.

أشخاص عديدة بإمكانها الحصول على هذا التأهيل مثل إجراء السلطة الضابطة ، أعضاء الأمانة العامة للجنة المصرفية ، المؤتمرات المركزية ، مؤدي خدمات الإستثمار لصالح أشخاص مختصة في الدراسة وتقديم النصح في المجال المالي ، وذلك طبقاً لأحكام المادة 31-621 R من التقنين النقدي والمالي .

علاوة على هذه الضوابط والشروط، فعلى الأمين العام ل AMF قبل منح الأمر أو التكليف بالمهمة ، التأكد من أنّ الشخص الذي يتولى مهمة التحقيق ليس بإمكانه أن يكون أمام حالة تعارض المصالح مع الأشخاص محل الرقابة والتحقيق.

وعلى هذا الأساس فلا يمكن تعيين أي شخص ليحقق ضمن شخص معنوي والذي على مستواه كان قد مارس نشاط مهني خلال السنوات الثلاث السابقة.

أمام هذا الوضع، يلتزم الشخص الذي يتولى مهمة التحقيق بإعلام الأمين العام ل AMF بمجموع العلاقات المهنية التي تربطه بالشخص المعنوي محل الرقابة أو التحقيق خلال الثلاث سنوات السالفة.

فإذا تبين خلال هذه المدة الزمنية أي (3 سنوات)، أن هذا الشخص راقب أو قام بنصح الأشخاص المعنيين، فلا يمكن تأهيله بتلك المهمة<sup>3</sup>.

### ثانياً : في التشريع المصري :

تستخدم الهيئة العامة لسوق المال في ممارستها لوظائفها السلطات التي خولها لها قانون سوق رأس المال منها سلطة التفتيش والمتابعة .

<sup>1</sup> « Condamnation pour crime , ou à une peine d'emprisonnement ferme ou d'au moins six mois avec sursis pour , notamment , blanchiment , corruption active ou passive , trafic d'influence, soustraction et détournement de biens , faux... ».

<sup>2</sup> ARSOUZE Charles, « Procédures boursières » sanctions et contentieux des sanctions, thèse de doctorat en droit, université Paris 1, 2007, p. 179.

<sup>3</sup> DE VAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean-Jacques, La loi sur la sécurité financière, op. cit. p. 49.

تقوم الهيئة بإجراء تفتيش دوري على كل شركة من الشركات المرخص لها بمزاولة أي نشاط من الأنشطة المتعلقة بمجالات الأوراق المالية والمرخص لها من طرف الهيئة ، وذلك مرة على الأقل كل سنة بهدف التحقق من مدى إلتزام تلك الشركات بأحكام القوانين واللوائح والقواعد والضوابط الصادرة من جهات الإختصاص ، كما تتولى الهيئة إجراء تفتيش غير دوري على هذه الشركات متى وجدت أسباب تستدعي لذلك<sup>1</sup>.

يتولى تنفيذ مهمة التفتيش مجموعة من العاملين المخولين صفة الضبطية القضائية المبينة وظائفهم بقرار من وزير العدل رقم 2859 لسنة 1994 ، كما يجوز لهم الإستعانة بأهل الخبرة والإداريين .

يعد رئيس القطاع المختص برنامجا لتنفيذ التفتيش الدوري يعتمد من رئيس الهيئة . كما يتم التفتيش غير الدوري بموافقة رئيس الهيئة وفقا لمذكرة يعرضها رئيس القطاع المختص يبين بها دواعي التفتيش وأسبابه ، وفي جميع الأحوال يتم إتباع ما يلي :

- إختيار مجموعات التفتيش بما يتناسب مع نوع النشاط ويكون لكل مجموعة رئيس .
- تحديد المسائل التي يتعين على مجموعات التفتيش مراعاتها بما يحقق أهداف التفتيش والوصول إلى نتائج محددة<sup>2</sup>.

### ثالثا: في التشريع الجزائري

لقد خوّل المشرع الجزائري للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة قصد ضمان تنفيذ مهمتها في مجال مراقبة سوق القيم المنقولة ، سلطة إجراء تحقيقات لدى بعض المتعاملين كالشركات التي تلجئ إلى الإعلان العلني للإدخار، والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة، ولدى الأشخاص الذين يقدمون نظرا لنشاطهم المهني، مساهماتهم في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة أو في المنتوجات المالية المسعرة، أو يتولون إدارة مستندات مالية<sup>3</sup>.

أول ملاحظة نبديها هو قيام المشرع الجزائري بحصر وتحديد نطاق ودائرة الأشخاص محل التحقيق، وحسب رأينا، فكان على المشرع الجزائري ترك هذا المجال مفتوحا، وذلك

<sup>1</sup> شعبان أحمد محمود ورجب عبد الحكيم سليم ، شرح أحكام قانون سوق رأس المال ..... مرجع سابق ، ص1540 .

<sup>2</sup> صالح البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 133 .

<sup>3</sup> المادة 37 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1923، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

حتى يتسنى للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ممارسة سلطة التحقيق لدى كل شخص تربطه علاقة بسوق الأوراق المالية وكان محل شك في الأفعال المخالفة للتشريع والتنظيم ، وذلك بهدف تفعيل وتعزيز سلطة التحقيق والبحث الدقيق عن المخالفين.

أمّا عن مسألة تأهيل المحققين، فلم نجد إشارة إلى صفتهم وشروطهم لا ضمن المرسوم التشريعي رقم 10-93، ولا ضمن القانون رقم 04-03.

فاكتفت المادة 2/37 بالنص على " يمكن الأعوان المؤهلين..." ، لكن دون التعرّض وذكر كيفية وشروط تأهيلهم.

على خلاف المشرع الفرنسي الذي ركّز وفصّل في مسألة تأهيل والشروط الواجب توفرها لدى المحققين.

## الفرع الثاني

### سلطات المحققين

تختلف سلطات المحققين باختلاف التشريعات ، كما هو الوضع لمجال التحقيق وتأهيل المحققين، فمنها من مدّدت ووسّعت من سلطات المحققين ومنها من قلّصت منها.

#### أولاً: في التشريع الفرنسي

لقد خوّل المشرّع الفرنسي لسلطة السوق المالية "AMF" سلطة التحقيق، حيث أجاز للمحققين أن يطلبوا إمدادهم بأية وثائق مهما كانت دعامتها وأن يحصلوا على نسخ منها وذلك تطبيقاً لأحكام المادة L621-10 من التقنين النقدي والمالي.

إضافة إلى ذلك فبإمكان المحققين القيام بزيارة جميع المحال مهما كانت إستعمالاتها مهنية كانت أو سكنية، لكن بعد الحصول على موافقة من طرف رئيس المحكمة المختصة<sup>1</sup>.

تمنح الموافقة بعد طلب معلّل من طرف الأمين العام لAMF، ثم يتولى القاضي مهمة الفحص والتأكد من مدى تأسيس هذا الطلب الذي يجب أن يتضمن كلّ العناصر والمعلومات التي هي بحوزة السلطة الضابطة بشكل يبرّر مهمة الزيارة والتفتيش<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Tribunal de grande instance.

<sup>2</sup> LOYRETTE Sybille, Le contentieux des abus de marché, op. cit. p. 38.

أخضع المشرع الفرنسي سريان عملية التفتيش والزيارة إلى نفس الأحكام والقواعد المطبقة في مجال المنافسة.

التفتيش يجب أن يتم خلال النهار وبحضور شاغل المكان محل التفتيش أو ممثله أو بحضور شاهدين، كما أنه يستلزم الأمر تعيين ضابط الشرطة القضائية لحضور مهمة التفتيش وللسهر على المحافظة على السر المهني وكذا حقوق الدفاع<sup>1</sup>.

بجانب زيارة كل الأماكن ذات الإستعمال المهني والسكني والإطلاع على الوثائق والمستندات خول المشرع الفرنسي لصالح المحققين سلطات أخرى كسلطة إستدعاء وسماع كل شخص من شأنه تقديم معلومات في القضايا المطروحة<sup>2</sup>.

### سلطة الإستدعاء :

إن الأشخاص الذين تم إستدعاؤهم ، يمكن لهم الإستعانة بمستشار من إختيارهم ، طبقاً لأحكام المادة 11-621 L من التقنين النقدي والمالي وذلك خلال ثمانية أيام على الأقل قبل تاريخ سماعه .

### سلطة التفتيش والحجز :

إذا تعلقت سلطة التحقيق بإحدى جناح البورصة ، تخول AMF بعد ترخيص من المحكمة الابتدائية للمحققين سلطة التفتيش والحجز وذلك في دائرة الأماكن محل الزيارة . تبقى هذه السلطات محدودة ومقيدة ، كونها لا يمكن ممارستها إلا بعد الحصول على ترخيص وكذا تحت رقابة القاضي العادي ، إضافة إلى محدودية مجال تطبيقها ، حيث لا تسري إلا على المخالفات التي حصرتها المادتين 1-465 L و 2-465 L من التقنين النقدي والمالي<sup>3</sup> .

### ثانياً : في التشريع المصري :

تقوم مجموعة التفتيش بالإطلاع على السجلات والملفات والتقارير الموجودة بالشركة وأية جهة أخرى وعلى وجه الخصوص تقارير التفتيش السابقة وما اتخذ من إجراءات بشأنها .

<sup>1</sup> TEYSSIER David , La régulation des marchés financiers, op. cit. p. 334 .

<sup>2</sup> MATSOPOULOU Haritini , « Les enquêtes devant certaines autorités de régulation » , in BOULOC Bernard , ( sous la direction de ) , Autorités de régulation et vie des affaires, Dalloz, Paris, 2006 , pp. 65 et 75.

<sup>3</sup> Il s'agit des délits d'initiés, de communication d'information privilégiée, de diffusion d'information fautive ou trompeuse et de manipulation de cours.

نشير في هذا الصدد إلى أن المشرع المصري إقتصر سلطة التفتيش على المحال ذات الإستعمال المهني فقط دون السكني ، كما أنه لم يشر إلى إجراء الحجز ولا إجراء الإستدعاء والسماع ، الأمر الذي ينفي وجود سلطة تحقيق بمعناها الحقيقي كما هو الوضع في التشريع الفرنسي .

### ثالثاً: في التشريع الجزائري :

لقد كرّس المشرع الجزائري فعلا سلطة التحقيق ضمن السلطات المخولة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لكن دون منح الإهتمام اللازم لهذه السلطة رغم أهميتها وخطورتها.

فبالرجوع إلى أحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10، نجد أنّ المشرع الجزائري قد حدّد وحصر سلطات المحققين في جانبين فقط:

- طلب إمدادهم بأية وثائق أيا كانت دعامتها والحصول على نسخ منها.
- الوصول إلى جميع المحال ذات الإستعمال المهني<sup>1</sup>.

بتعبير آخر، وبتحليلنا لهذه الفقرة، نتوصل إلى إعتبار التحقيقات التي يقوم بها أعوان لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مجرد تحقيقات إدارية بسيطة أو تحقيقات غير قسرية (enquêtes non coercitives) بحجة أنّ موضوعها ينحصر في الإطلاع على الوثائق والمستندات، واللجوء إلى الأماكن المهنية فقط دون التعدّي إلى سلطة التفتيش في الأماكن السكنية وحجز الوثائق والمستندات المسماة بالتحقيقات القسرية (enquêtes coercitives) التي تستدعي ضرورة تدخل القاضي لممارسة وفرض رقابته، كما هو الحال على مستوى التشريع الفرنسي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> المادة 2/37 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 ، المؤرخ في 23 ماي 1993 ، المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، مرجع سابق .

<sup>2</sup> CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers par la commission des opérations de bourse (COB) et la securities and exchange commission ( SEC), op .cit. p. 86.

## الفرع الثالث

### سير التحقيق

خلال عملية التحقيق ، يمكن إستدعاء أو السماع لكل شخص من شأنه تقديم معلومات في القضايا المطروحة، وقد تمّ تكريس هذه القواعد في كلّ من التشريع الفرنسي والجزائري، وذلك لتسهيل وتفعيل عملية التحقيق مع إمكانية الإستعانة بمستشار، إلى جانب تحرير محاضر وتقارير التحقيق.

#### أولاً: محضر التحقيق

في إطار التحقيقات الممارسة، تدوّن محاضر تبين طبيعة وتاريخ ومكان هذه التحقيقات، ممضية من طرف المحقق والشخص المعني بهذه التحقيقات، وفي حالة رفض هذا الأخير فعلى المحقق الإشارة إلى ذلك ضمن المحضر<sup>1</sup>.

#### ثانياً: تقرير التحقيق

تختلف طريقة وإجراءات إعداد وتدوين تقارير التحقيق من تشريع إلى آخر.

#### أ- التشريع الفرنسي

يتم التحقيق حسب التشريع الفرنسي بتدوين تقرير، يرسل إلى الشخص محل الرقابة قصد إبداء ملاحظاته للأمين العام خلال مدة 10 أيام على الأقل. يشير التقرير إلى الأفعال التي تكوّن مخالفات للنظام العام ل AMF ومخالفات أخرى للإلتزامات المهنية وكذا المخالفات الجزائية ، فبمناسبة التمعّن في محتوى هذا التقرير، يتمكن الشخص المعني من معرفة عناصر ملف التحقيق.

#### ب- التشريع المصري

أما في التشريع المصري ، فترفع مجموعة التفتيش تقريراً إلى رئيس القطاع المختص ، يتناول بصفة أساسية النتائج التي أسفر عنها التفتيش ، مع إيضاح الوقائع والأسباب التي أدت إلى هذه النتائج وما تكشف لها عن مخالفات وملاحظات وتوصيات بشأنها .

---

<sup>1</sup> MATSOPOULOU Haritini, « Les enquêtes devant certaines autorités de régulation » in BOULOC Bernard, (sous la direction de), Autorités de régulation et vie des affaires, Dalloz, Paris, 2006, p. 74.

يتولى رئيس القطاع عرض التقرير على رئيس الهيئة مشفوعا برأيه ، ويقرر رئيس الهيئة إتخاذ القرار المناسب في ضوء ما تسفر عنه نتائج التفتيش والملاحظات والتوصيات الواردة بقرار التفتيش ، ولرئيس الهيئة أن يقرر إرسال كل أو بعض ما تضمنه التقرير إلى الشركة للرد على ما كشف عنه التقرير وما ترى الهيئة إتخاذه من إجراءات . وإذا لم يرد رد الشركة كتابة خلال أسبوعين أو كان الرد غير كاف ، كان لرئيس الهيئة إتخاذ الإجراء القانوني المناسب <sup>1</sup> .

### ج- التشريع الجزائري

لم يشر المشرع الجزائري لا إلى محضر التحقيق ولا إلى تقرير التحقيق من خلال النصوص التشريعية، بالتالي نتساءل عن مدى وجودها من الناحية العملية؟ إذن من خلال هذه الأحكام يتبين لنا تكريس ضمانة حق الدفاع في التشريع الفرنسي حيث أجاز المشرع الفرنسي الإستعانة بمستشار من إختيار الشخص، لكن دون الضمانات الأخرى التي تعرف تكريسا خلال مرحلة توقيع العقوبات ، أما التشريع المصري والجزائري فلم يشيرا إلى ضمانات خلال هذه المرحلة .

### الفرع الرابع

#### تفعيل سلطة التحقيق

لقد تمّ تعزيز وتقوية فعالية سلطة التحقيق وذلك عن طريق تكريس الإلتزام بالسّرّ المهني وردع كلّ معرقل لسلطة التحقيق عن طريق توقيع العقوبات.

#### أولاً: الإلتزام بالسّرّ المهني

يلتزم أعضاء اللجنة وأعاونها بالسّرّ المهني فيما يخص الوقائع والأعمال والمعلومات التي إطلعوا عليها بحكم وظيفتهم، وذلك حسب الشروط وتحت طائلة العقوبات المنصوص عليها في قانون العقوبات.

كما يلتزم الأعاون الخارجون الذين يمكن للجنة الإستعانة بهم بواجب السرية المهنية كذلك <sup>2</sup>.

<sup>1</sup> صالح البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 144 .  
<sup>2</sup> المادة 39 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

لكن المشرع الجزائري خلاف نظيره الفرنسي لم يحدّد فئة الأعوان الخارجون هذه، إنما إكتفى بعبارة الأعوان الخارجون فقط ، دون ذكر من هم هؤلاء ، أمّا المشرع الفرنسي فحدّد طائفة الأعوان الخارجون كما يلي:

- محافظي الحسابات .
  - الخبراء المسجلين ضمن قائمة الخبراء القضائيين .
  - الأشخاص أو السلطات المختصة<sup>1</sup> .
- إن ورود هذه الطائفة الأخيرة أي " الأشخاص أو السلطات المختصة" لدليل على إتساع دائرة الأعوان الخارجون ، حيث تسمح AMF اللجوء إلى كل شخص تراه مختص للقيام بالتحقيق . وعند الإستعانة بالأعوان الخارجون ، يجب إبرام بروتوكول إتفاقي بين الشخص والضابط ، يحدد ضمنه المهمة الممارسة وشروطها والمقابل المالي<sup>2</sup> .

### ثانيا: عقاب معرفلي التحقيق

نظرا للأهمية الكبيرة التي تلعبها سلطة التحقيق في الحفاظ على حسن سير سوق رأس المال والمعاملات الجارية في البورصة من جهة ، وقصد نجاعة وفعالية سلطة التحقيق ، عمدت مختلف التشريعات إلى تكريس جانب الردع حتى يتخوّف كلّ شخص من إعتراض سبيل ممارسة صلاحية التحقيق من طرف الأعوان المؤهلين، بل جرمت الأفعال التي تؤدي إلى عرقلة مهام محققي السوق المالية ، وقيام المسؤولية الجنائية ، لتتخذ الجريمة تسمية " جريمة إعاقة مراقبي هيئة سوق المال " حسب التشريع المصري<sup>3</sup> .

### 1- التشريع الفرنسي:

يعاقب كلّ شخص يساهم في عرقلة التحقيق أو ينشر معلومات خاطئة بالحبس لمدة سنتين وبغرامة مالية تقدّر ب 300 000 أورو<sup>4</sup> .

<sup>1</sup> LOYRETTE Sybille , Le contentieux des abus de marché , Joly édition, Paris, p. 36 .

<sup>2</sup> TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op. cit. p. 332.

<sup>3</sup> منير بوريشة ، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة ، مرجع سابق ، ص 221 .

<sup>4</sup> TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op. cit. p. 334 .

## 2- التشريع المصري :

يعاقب المشرع المصري على عرقلة مهمة التحقيق بموجب المادة 65 من قانون رقم 95 لسنة 1992 المتعلق بسوق رأس المال وذلك بعقوبة السجن وبغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد عن خمسين ألف جنيه ، أو بإحدى هاتين العقوبتين<sup>1</sup>.

على ضوء أحكام المادة 65 المذكورة ، نجد أن المشرع المصري لم يحدد مدة معينة بالنسبة للعقوبة السالبة للحرية ، إذ إكتفى بالنص على أنها عقوبة السجن ، والتي حسب الفقرة الثانية من المادة 11 من قانون العقوبات المصري لا تتجاوز الثلاث سنوات ، على ألا يوجد نص آخر يعاقب هذا الفعل بعقوبة أشد<sup>2</sup>.

## 3- التشريع الجزائري:

يعاقب كل شخص يعرقل ممارسة صلاحيات اللجنة وأعاونها المؤهلين بالحبس من 30 يوما إلى ثلاث سنوات، وبغرامة قدرها 30.000 دج أو بإحدى العقوبتين فقط<sup>3</sup>.

يلاحظ من خلال أحكام هذه المادة أن المشرع الجزائري لم يضع قواعد تحقق الردع الكافي والفعلي، للأشخاص المعترضين مقارنة بتلك التي وضعها المشرع الفرنسي.

فإذا جننا إلى مقارنة سلطة التحقيق التي تمارسها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، بتلك التي تتولاها نظيرتها الفرنسية AMF، نجد أن المشرع الفرنسي كان أكثر حرصا وتنظيما لهذه السلطة، وذلك نظرا لأهميتها والدور الذي تلعبه في البحث عن المخالفين لأحكام التشريعية والتنظيمية المتعلقة بسوق الأوراق المالية.

وتظهر هذه الاختلافات في كون أن المشرع الجزائري من خلال المرسوم التشريعي رقم 93-10 أو التعديل رقم 03-04، لم يول إهتماما كبيرا بهذه السلطة، إنما كرّسها بصورة سطحية عرضية نظمها ضمن ثلاث مواد فقط<sup>4</sup>.

نلاحظ إذن إهمال المشرع الجزائري للعديد من التفاصيل والمسائل المتعلقة بسلطة

التحقيق والتي تستدعي تنظيمها، كإجراء التنافي مثلا، حيث لم يشر المشرع الجزائري إلى

<sup>1</sup> شعبان أحمد محمود ورجب عبد الحكيم سليم ، شرح أحكام قانون سوق رأس المال ..... مرجع سابق ، ص 1715 .

<sup>2</sup> منير بوريشة ، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة ، مرجع سابق ، ص 221 .

<sup>3</sup> المادة 59 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>4</sup> المواد 37، 38، 39، من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

مثل هذا الإجراء، الذي يعتبر بمثابة ضمانة هامة، إذ لا يمكن لنا تصوّر وجود شفافية ونزاهة أمام شخص يتولى سلطة التحقيق، وكانت تربطه علاقة مهنية أو شخصية بالشركة محل أو موضوع التحقيق، ولم يحدّد الشروط الواجب توفرها في المحققين، ولا لكيفية تنفيذ مهمة التحقيق أي تدوين المحاضر والتقارير... الخ.

بالتالي على المشرع الإهتمام أكثر بهذه السلطة التي لا تقل أهمية عن السلطات الأخرى، إذ تبقى أداة وصل بين الرقابة والعقاب إذ من خلالها تتوصل اللجنة إلى معرفة الفعل المخالف للتشريع والتنظيم والشخص المسؤول عنه.

يتسم إذن مجال ممارسة سلطة الرقابة من طرف سلطات ضبط سوق الأوراق المالية باتساعه وامتداده، إذ يقع على المعلومات بمختلف صورها، سداسية، سنوية، دورية... الخ التي تنتشرها الشركات المسعرة، وكذا على الأشخاص كما سبق ذكره، لتتخذ هذه الرقابة شكل الإعتماد، البطاقة المهنية، والتحقيق.

تجدر بنا الإشارة في هذا الصدد إلى أنه تفعيلًا وتكملة لسلطة الرقابة ، تلجأ كذلك سلطات ضبط سوق الأوراق المالية إلى آليات أو تقنيات أخرى قصد وضع حدّ للمخالفات التي قد تحدث على مستوى سوق الأوراق المالية ، تتمثل هذه الآلية في سلطة الأمر ، هذه الأخيرة التي لا تسمو إلى سلطة العقاب ، إنما يمكن إعتبارها من بين التدابير التي قد تتخذها سلطة ضبط سوق الأوراق المالية .

لقد كرست مختلف تشريعات العالم سلطة الأمر ، لكن بأحكام وقواعد مختلفة ، حيث نجد أن المشرع الفرنسي كان قد حوّل ممارسة هذه السلطة إلى CMF في البداية ، ثم بموجب قانون الأمن المالي لسنة 2003 حول ل AMF سلطة إصدار أمر بالإمتثال للمخالفين وذلك بعد إبداء المعني التفسيرات اللازمة خلال 3 أيام على الأقل محددة من طرف الأمين العام ، وإذا لم يكن لسلطة الأمر هذه أي أثر ، تلجأ AMF إلى إتخاذ العقوبة المناسبة . تسمى هذه الصورة بسلطة الأمر المباشرة ، حيث لا يعرف القضاء فيها أي تدخل<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> AMMAR HÉLA épouse BEN BECHER, La protection institutionnelle de l'épargne investie en valeurs mobilières : l'exemple de la Tunisie, thèse de doctorat en droit , université des sciences sociales Toulouse I, 2004-2005, p. 314.

كما يمكن لرئيس AMF أن يطلب من القاضي إصدار أمر للمسؤولين على الأعمال المخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية بامتنال هذه الأحكام ووضع حد للمخالفة أو إزالة آثارها ، يرسل الطلب إلى رئيس المحكمة المختصة الذي يفصل في الأمر إستعجاليا ، كما يمكنه أن يتخذ أي إجراء تحفظي والنطق بالغرامة التهديدية التي تحال إلى الخزينة العمومية قصد ضمان تنفيذ أمرها . تسمى هذه الصورة بسلطة الأمر غير المباشرة ، حيث يعود إختصاصها للقضاء<sup>1</sup> .

أما المشرع الجزائري فقد إكتفى بمجرد إمكانية رئيس اللجنة في حالة وقوع عمل يخالف الأحكام التشريعية أو التنظيمية ومن شأنه الإضرار بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة أن يطلب من المحكمة إصدار أمر للمسؤولين بامتنال هذه الأحكام ووضع حد للمخالفة أو إبطال آثارها ، ويحيل نسخة من طلبه إلى المجلس القضائي للغرض الذي يقتضيه القانون . دون الإخلال بالمتابعات الجزائية ، تفصل الجهة القضائية المختصة في الأمر إستعجاليا ، بل ويمكنها أن تتخذ تلقائيا أي إجراء تحفظي ، وتصدر قصد تنفيذ أمرها غرامة تهديدية تحيلها إلى الخزينة العمومية . يمكن لرئيس اللجنة أن يتأسس كطرف مدني في حالة وقوع جرائم جزائية<sup>2</sup> .

نشير في هذه المسالة إلى أن المشرع الجزائري نظم سلطة الأمر كذلك كغيرها من السلطات تنظيما عرضيا سطحيا من خلال المادة 40 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 ، حيث لم يبين لنا ماهي المحكمة المختصة بسلطة الأمر ولا كيفية إخطارها من طرف اللجنة ، ضف إلى ذلك فلا نرى لماذا إستعمل المشرع الجزائري عبارة المجلس القضائي في نص المادة السالفة الذكر، بعدما سبق وأن أشار إلى المحكمة ، الأمر الذي يدفعنا إلى إعتقاد أن مقصود المشرع هو النيابة العامة وليس المجلس القضائي . علاوة على هذه النقائص نجد أن المشرع الجزائري لم يقم بإحالة تفصيل هذه المادة إلى أنظمة ، ولا نلمس كذلك أحكام تتعلق بهذه السلطة ضمن النظام الداخلي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .

<sup>1</sup> VALETTE Jean-Paul, Droit de la régulation des marchés financiers, op.cit. p. 149.

<sup>2</sup> المادة 40 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 ، المؤرخ في 23 ماي 1993 ، المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، مرجع سابق .

على ضوء هذه الأحكام نتوصل إلى عدم تكريس المشرع الجزائري لسلطة الأمر  
المباشرة لفائدة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، خلافا لما هو عليه على مستوى مجلس  
المنافسة واللجنة المصرفية .

إذن يتوقف دور اللجنة في مجرد إخطار وإعلام القضاء بتلك الأفعال المخالفة للتشريع  
والتنظيم ، بمعنى تمارس اللجنة سلطة أمر غير مباشرة ، إلى جانب سلطة أمر بسيطة جدا  
تتمثل في أمر الشركات المقبول تداول قيمها المنقولة في البورصة عند الإقتضاء بنشر  
إستدراكات ، فيما إذا لوحظت حالات سهو في الوثائق المنشورة أو المقدمة ، خلافا لمجلس  
المنافسة الذي يتمتع بسلطة واسعة في مجال إصدار الأوامر للأعوان الإقتصاديين<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> لمزيد من التفاصيل ، أنظر كتو محمّد الشريف، الممارسات المنافسة للمنافسة في القانون الجزائري دراسة مقارنة بالقانون  
الفرنسي، أطروحة لنيل درجة دكتوراه دولة في القانون، فرع القانون العام، جامعة مولود معمري ، تيزي وزو، كلية  
الحقوق، 2005، ص 346-350.

## الفصل الثالث

### ضبط سوق القيم المنقولة عن طريق السلطة القمعية والتحكيم

تعد السلطة القمعية ، أو سلطة توقيع العقوبات من بين الآليات الأكثر تجسيدا لفكرة الضبط ، حيث يبدأ العمل بها مباشرة بعد نتائج الرقابة والتأكد من وجود مخالفات للنصوص التشريعية والتنظيمية المعمول بها في مجال سوق الأوراق المالية ( المبحث الأول ) كما أنه ونظرا لأهمية هذه الآلية في مجال ضبط سوق الأوراق المالية رأينا أنه من الضروري التعرض إلى مسألة مدى إقتران هذه السلطة ببعض الضمانات المطبقة في الجانب الجزائي قصد تحقيق المساواة وحماية حقوق المتابعين والحفاظ على مراكزهم ( المبحث الثاني ) ، كما تمارس مهمة الضبط عن طريق سلطة التدخل في تسوية نزاعات سوق الأوراق المالية كسلطة التحكيم مثلا ( المبحث الثالث ).

## المبحث الأول

### ضبط سوق القيم المنقولة عن طريق الإجراءات القمعية

تعتبر سلطة القمع وسيلة أو آلية تجسيد وتفعيل سلطة الرقابة، إذ أنّ تكريس سلطة الرقابة بثنتى أنواعها، مع التوصل إلى وجود مخالفات للنصوص التشريعية والتنظيمية والقواعد المهنية على مستوى سوق الأوراق المالية وتشخيص مرتكبيها دون وجود سلطة العقاب والردع مسألة لا معنى لها.

كما تعتبر السلطة القمعية كذلك بمثابة ميكانيزم فعال ليس لنجاعة وتفعيل سلطة الرقابة فحسب، إنّما كذلك للمساهمة في تطبيق وتنفيذ أنظمة سلطة الضبط بأكمل وأحسن وجه، تفاديا لمخالفاتها والعبث بها.

على هذا الأساس، فقد أولت معظم التشريعات إهتماما كبيرا وعناية شديدة وتنظيما دقيقا ومحكما لسلطة العقاب، كونها الوسيلة الوحيدة لزرع الردع والخوف لدى الأشخاص الراغبين في إرتكاب المخالفات.

تظهر سلطة العقاب في عدة أوجه ، كما قد يختص بها القضاء وسلطات الضبط معا، وتتبع من خلالها عدّة قواعد وإجراءات، تشبه أحيانا تلك المتبعة أمام الجهات القضائية. وعليه، فسنحاول من خلال هذا الجزء التعرّض إلى أهم القواعد والأحكام المنظمة لسلطة عقاب مخالفتي قواعد سوق الأوراق المالية ، سواء في التشريع الجزائري أو في التشريعات المقارنة، مبرزين في ذلك أولا الممارسات غير المشروعة نظرا لأهميتها (المطلب الأول)، بعد ذلك نحاول التعرض إلى العقوبات المقررة لها (المطلب الثاني) .

## المطلب الأول

### الممارسات غير المشروعة

في الحقيقة فإنّ الجرائم المرتكبة في سوق البورصة لها علاقة متينة بطبيعة المعلومات وكيفية نشرها كما أنّنا لسنا بحاجة إلى التأكيد على أهمية دور النشر والإعلام في عالم أهم ما يميّز به اليوم هو الإتصالات وتداول المعلومات. بحيث أصبحنا نستطيع، في مجال أسواق رأس المال، أن نتابع لحظة بلحظة ما يدور في أي بورصة في العالم مباشرة<sup>1</sup>.

لا يمكن تصوّر سوق مال يعمل بدون إعلام، فإذا أردنا إدخال ورقة جديدة في السوق عن طريق الإكتتاب، فلا بدّ من إعلام الجمهور لدفع وتحفيز المدخرين والمستثمرين، وتهيئة جمهور المكتتبين لإنجاح هذا الإكتتاب، كذلك الحال بالنسبة لزيادة رأس المال أو نشر ميزانية الشركات، وكما سبق الذكر فإنّ الإعلام يلعب دورا هاما وحيويا بالنسبة لسوق التداول.

إنّ أهم ما تتسم به المعلومات هو سرعة إنتقالها ومصداقيتها، إلاّ أنّه قد تنشر أحيانا بعض المعلومات الكاذبة أو الخادعة عن وضع أو مستقبل الشركات مصدرة الأسهم للجمهور، وكل ما يتعلق بتطور حالة الأوراق المالية المسجلة بالبورصة، بهدف التأثير على سعر السوق وإثارة موجة إرتفاع أو إنخفاض في أسعار أسهم تلك الشركات.

ويعدّ النشر، أيا كانت الطريقة المستخدمة، وسيلة مستقلة للتأثير على أسعار الأوراق المالية، كما أنّه يعدّ أيضا عنصرا مكملا بالنسبة للوسائل الأخرى، فهو الإطار الضروري لكل العمليات المالية أيا كان نوعها.

ونظرا للآثار الخطيرة التي يحدثها نشر الأخبار الكاذبة أو المضللة في أسواق رأس المال، نجد أنّ أغلب تشريعات العالم جرّمت هذه الممارسات ووضعت لها العقوبات الملائمة للحفاظ على أمن واستقرار السوق.

وتجدر بنا الإشارة في هذا الموضوع، إلى أن معظم التشريعات استقرت على تجريم بعض الأفعال التي تخلّ بمبدأ المساواة أمام المعلومة بين المستثمرين في القيم المنقولة، وكذا مساهمة هذه الأفعال في المساس والإضرار بقانون العرض والطلب، بالتالي خرق مبدأ حرية

<sup>1</sup> عبد الناصر طلب الزبيد ومحمد خير سليم أبو زيد، " أثر الأنترنت في الأسواق المالية دراسة تطبيقية على بورصة عمان المالية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد 23، عدد 01، 2007، ص 73.

المنافسة<sup>1</sup> ، وأهم هذه الأفعال نذكر: جريمة إستغلال معلومات إمتيازية ، نشر معلومات خاطئة ، وكل مناورة بهدف عرقلة السير المنتظم للسوق.

## الفرع الأول

### جريمة استغلال معلومات إمتيازية

لقد كرّس المشرع الأمريكي مبدأ حظر استغلال المعلومات لأول مرة في قانون الأوراق المالية لسنة 1934<sup>2</sup>، ثمّ تلتها الدول الأوروبية وفي مقدمتها فرنسا، وذلك بموجب الأمر الصادر سنة 1967 الذي نصّ في مادته 3/10 على ما يلي: " يعاقب طبقاً للأحكام المنصوص عليها في المادة 10 فقرة واحد أعلاه كل شخص مارس أو حاول ممارسة عمليات على سوق القيم المنقولة أو العقود الآجلة المتداولة، والتي من شأنها الإخلال بالسير العادي للسوق، بمغالطة الغير، وذلك إمّا بصفة مباشرة أو بمساعدة شخص مسخر"<sup>3</sup>. لكن كان لابد من إنتظار سنة 1975 ليتم إصدار أولى القرارات المتعلقة بهذه الجنحة<sup>4</sup>.

كذلك الأسواق المالية العربية هي الأخرى كرّست مبدأ حظر استغلال المعلومات الإمتيازية، كالمشرع الكويتي<sup>5</sup>، الجزائري<sup>6</sup>،... إلخ.

لقد كرّس المشرع الجزائري جريمة إستغلال المعلومة الإمتيازية في ظل المرسوم التشريعي رقم 10-93، وأبقى المشرع عليها حتى في إطار القانون رقم 03-04، ويعود ذلك

---

<sup>1</sup> DUCOULOUX-FAVARD Claude, « Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers », in Mélanges AEDBF- France, 1997, pp.178-179.

<sup>2</sup> الملحم أحمد عبد الرحمان، حظر إستغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، دراسة مقارنة، مطبوعات جامعة الكويت، 1998، ص8.

<sup>3</sup> DUCOULOUX – FAVARD Claude, Droit pénal des affaires, 2<sup>ème</sup> édition, Masson, Paris, 1995, p. 157.

<sup>4</sup> BRANDFORD GRIFFITH Henri, « Délit et manquement d'initié », in MATTOU Jean-Pierre et DE VAUPLANE Hubert, (sous la direction de), Droit bancaire et financier, Mélanges AEDBF-France , 1997, p. 93.

<sup>5</sup> نص قانون الشركات الكويتي في مادته 140 على ما يلي: " لا يجوز لعضو مجلس الإدارة أن يستغل المعلومات التي وصلت إليه بحكم منصبه في الحصول على فائدة لنفسه أو لغيره، كما لا يجوز له بيع أو شراء أسهم الشركة التي هو عضو في مجلس إدارتها طيلة مدة عضويته فيها"، أنظر الملحم عبد الرحمان، مرجع سابق، ص07.

<sup>6</sup> تنص المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 بعد التعديل كما يلي: " يعاقب بالحبس من ستة أشهر إلى خمس سنوات وبغرامة قدرها 30000 دج ويمكن رفع مبلغها حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه دون أن تقل هذه الغرامة مبلغ الربح نفسه أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط:

- كل شخص تتوفر له بمناسبة ممارسته مهنته أو وظيفته، معلومات إمتيازية عن منظور مصدر سندات أو وضعيته أو منظور تطور قيمة منقولة ما، فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق لذلك قبل أن يطلع بالجمهور على ذلك".

إلى شدة خطورتها وتأثيرها على حماية مصالح المستثمرين والإدخار العام و مصلحة السوق بأكمله .

ككّل جريمة، وتطبيقا للمبادئ العامة في القانون الجنائي، فكل جريمة تقوم على ثلاث أركان، الركن الشرعي، الركن المادي، الركن المعنوي .

### أولا - الركن الشرعي:

يجد الركن الشرعي لجريمة استغلال معلومات إمتيازية أساسه في أحكام المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 معدّل ومتمّم والتي تجرّم الفعل.

يتمثل الغرض من تجريم هذا الفعل في حماية السوق من الإختلالات التي قد تحدث بسبب التلاعب بهذه المعلومات وحماية المستثمرين خاصة صغار المدخرين.

### ثانيا - الركن المادي:

يتمثل الركن المادي للجريمة في إنجاز عملية أو عدة عمليات في السوق المالية أو التعمّد بالسماح بإنجازها إمّا مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك بعد الإطلاع على معلومات إمتيازية ، تحصل عليها بمناسبة ممارسة مهنته أو وظيفته.

لتحليل الركن المادي يجب التوقف عند شروط المعلومة الإمتيازية من جانب والشخص المستغل لهذه المعلومات من جانب آخر.

### 1- شروط المعلومة الإمتيازية:

لم تقدم التشريعات المتعلقة بالبورصة تعريفا للمعلومة الإمتيازية ، وإنما إكتفى القضاء الفرنسي بوضع شروط لها ، فلكي توصف المعلومة بكونها إمتيازية ، يجب أن تتوفر على شروط معيّنة<sup>1</sup>.

### أ- أن تكون المعلومة سرية :

يجب أن تكون المعلومة موضوع الخطر غير معلنة بمعنى سرية، وتكون سرية حتى لو كشف عنها لعدد محدود من الأشخاص طالما عرف فيما بينهم أنّها سرية، لأنّ إضفاء صفة العلنية على المعلومة يستلزم نشرها للجميع وليس لطائفة معينة من الأشخاص، وعليه فتعرّف

<sup>1</sup> ABDELATY MOHAMED Mohamed Said, La protection pénale de la circulation des valeurs mobilières - Etude comparative des droits pénaux français et égyptien- , thèse de doctorat en droit, Faculté de Droit et de Science Politique d'Aix-Marseille, 17 décembre 2007, pp. 24-25.

المعلومة غير المعلنة أو السرية بأنها تلك التي لم تنشر بطريقة تجعلها متوافرة للعموم من المستثمرين<sup>1</sup>.

### ب- أن تكون المعلومة صحيحة:

لا يكفي أن تكون المعلومة سرّية وغير معلنة فحسب، بل يتعيّن أن تكون صحيحة، ومن ثمة فإنّ الإشاعة البسيطة لا تعتبر من قبيل المعلومات الإمتيائية، لأنّ مصطلح المعلومة الإمتيائية يفترض صحة المعلومات.

أخذت أغلبية التشريعات بهذه الفكرة، وعلى ضوءها قرّر القضاء الفرنسي بموجب الحكم الصادر في 28 جانفي 1985 ، بأنّ التوقعات الصحفية بارتفاع أسعار الأوراق المالية لا تعتبر من قبيل المعلومات الإمتيائية لأنها لا تعبّر إلاّ على آراء أصحابها<sup>2</sup>.

### ج- أن تكون المعلومة مؤثرة في الأسعار:

إنّ المعلومة الإمتيائية كونها سرّية وصحيحة، من المحتمل أن تحدث تغيرات جوهرية في أسعار الأوراق المالية المتعلقة بها داخل البورصة عند الإعلان عنها، ويكون التأثير جوهريا عند وجود احتمال راجح أو قوي لدى المستثمر العادي بأنّ المعلومات غير المعلنة من شأنها تغيير القرار الذي يتخذه سواء بالبيع أو الشراء، أمّا عن وقت إحداث هذا التأثير، فالعبرة بوقت إصدار الأوامر سواء كانت بالبيع أو الشراء، وليس بوقت تنفيذ الوسيط لها داخل البورصة<sup>3</sup>.

### 2- الشخص المستغل للمعلومة الإمتيائية:

قد يكون الشخص المستغل للمعلومة الإمتيائية شخصا طبيعيا، كما قد يكون شخصا معنويا.

#### أ- الشخص الطبيعي:

تصنّف أغلب تشريعات العالم الأشخاص المحظور عليهم استغلال المعلومة الإمتيائية ضمن طائفتين:

<sup>1</sup> حمليل نواره ، " جنحة إستغلال معلومات إمتيائية في البورصة بين إختصاص القاضي وسلطة ضبط السوق المالية " ، المجلة النقدية للقانون والعلوم السياسية ، كلية الحقوق بجامعة مولود معمري تيزي وزو ، عدد 02 ، 2007 ، ص118 .

<sup>2</sup> DUCOULOUX-FAVARD Claud, Droit pénal des affaires, op. cit. p. 162.

<sup>3</sup> الملحم أحمد عبد الرحمان ، حظر إستغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية دراسة مقارنة ، مرجع سابق ، ص 21 .

تتمثل أولهما في الأشخاص الرئيسية أو الأساسية وتتمثل الطائفة الثانية منهم في الأشخاص الثانوية، وتختلف معايير التمييز بين الشخص الأساسي والثانوي باختلاف التشريعات<sup>1</sup>.

سلك المشرع الفرنسي هو الآخر، نفس المسلك وذلك في أحكام المادة 162 من القانون المؤرخ في 24 جويلية 1966، وسمى هذه الفئة بالأشخاص المستغلة الأساسية، أما فيما يخص الأشخاص الثانوية فيتمثلون في الأشخاص الذين يحصلون على المعلومات عن طريق الأشخاص الأساسية بطريقة مباشرة أو غير مباشرة وهم عالمون بطبيعتهم.

حصر المشرع الفرنسي الأشخاص الثانويين في المادة 10 من الأمر الصادر في 1976 في كل شخص حصل على المعلومة بمناسبة وظيفته أو مهنته، بمعنى كل شاغل في الشركة دون الفئة الأولى إضافة إلى كل شاغل في شركة أو هيئة تكون ذات علاقة مع الشركة المعنية كمحافظي الحسابات، عمال البنوك المطلعين على الملفات التي تودعها الشركة لديهم، المحللين الماليين...إلخ.

تظهر أهمية هذا التقسيم والتصنيف في إثبات العلم بالمعلومة، إذ يفترض علم الشخص الرئيسي بالمعلومة وقرينتها قطعية غير قابلة لإثبات العكس، بينما يجب إثبات علم الشخص الثانوي بالمعلومة حتى يتسنى إدانته، وقرينته غير مفترضة، إنما واجبة للإثبات.

برجعنا إلى أحكام المادة 1/60 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدلة نجد أنّ المشرع الجزائري استعمل عبارة " كل شخص تتوفر له بمناسبة ممارسته مهنته...". وعليه نشير في هذا الصدد إلى دمج المشرع الجزائري كل من الشخص الرئيسي والثانوي في فئة واحدة، الأمر الذي يجعل عبء الإثبات يقع على المدعي الذي يثبت علم هذا الشخص بالمعلومة ولا يفترض العلم بالمعلومة من طرف أعضاء إدارة الشركة بالتالي كان على المشرع الجزائري أن يسلك مسلك التشريعات المقارنة في مثل هذه الأحكام.

<sup>1</sup> يعتبر القانون الدنماركي من قبيل الأشخاص الرئيسية من كان مالك لجزء من رأس مال الشركة أي المساهم، أما القانون اليوناني فيحصرهم في كل من يحصل على المعلومة بناء على خدمة دائمة أو مؤقتة يقدمها للشركة، في حين يوسع القانون البريطاني من دائرتهم ليجعلهم كل شخص مرتبط بالشركة أو كان مرتبط بها قبل ستة أشهر، أنظر الملحم أحمد عبد الرحمن ، حظر إستغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة، مرجع سابق، ص30.

## ب-الشخص المعنوي:

أمام تكريس أغلب التشريعات قواعد مساءلة الشخص المعنوي، تحقيقا للحماية الإقتصادية وتماشيا مع الأسس القانونية الحديثة التي تتطلبها المعطيات الجديدة، يمكن الإشارة إلى إعتبار الشخص المعنوي مسؤولا عن جنحة استغلال المعلومات الإمتيازية إذا ارتكبها مسيروها أو ممثلوها لحسابه الخاص.

أما بالنسبة للمشرع الجزائري، فحتى وإن لم يشر ضمن القوانين المتعلقة ببورصة القيم المنقولة عن مسؤولية الشخص المعنوي نظرا لعدم تكريسه بعد لمسؤولية الشخص المعنوي ضمن تقنين العقوبات ، فإنه وبعد صدور القانون رقم 04-15 المتضمن تعديل قانون العقوبات، يمكن مساءلة كل شركة معنية بمثل هذه الجريمة<sup>1</sup>.

هذا بإيجاز شديد عن الركن الشرعي والمادي، فماذا عن الركن المعنوي؟

### ثالثا - الركن المعنوي:

يعتبر الركن المعنوي في جنحة استغلال معلومات إمتيازية مفترض، حيث لا يطلب القاضي إثبات القصد الجنائي بل يفترض سوء نية المستغل بمجرد إتجاهه لإصدار أمر بالبيع أو الشراء إثر علمه بالمعلومات الإمتيازية التي لم تصل بعد إلى علم الجمهور، وهذا ما يظهر جليا في أحكام المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 " كل شخص تتوفر له... فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات...".

أما الشق الأخير من المادة 60 دائما والمنظم لجنة إفشاء المعلومة الإمتيازية للغير، فيظهر اشتراط الركن المعنوي نظرا لاستعمال المشرع عبارة " يتعمد السماح بإتجازها... " وتبرز الحكمة في ذلك في منح أهمية وإعتبار لواجب السرية الملقى على عاتقه.

بجانب جنحة استغلال معلومات إمتيازية، تتواجد جنح أخرى لا تقل أهمية عنها، نظرا لخطورتها وآثارها على السوق المالية ككل.

تجدد بنا الإشارة في إطار جرائم البورصة تيَقن ويقضة المشرع الجزائري، ويظهر ذلك في توسيع دائرة جرائم البورصة بعد صدور التعديل رقم 03-04، فبعدما كان يعاقب على جريمة واحدة فقط في ظل المرسوم التشريعي رقم 93-10 والمتمثلة في استغلال معلومات

<sup>1</sup> المادة 4 من القانون رقم 04-15، المؤرخ في 10 نوفمبر 2004 المعدل والمتمم للأمر رقم 66-156، المؤرخ في 8 جوان 1966 والمتضمن قانون العقوبات، جريدة رسمية عدد 71، صادر في 10 نوفمبر 2004.

إمّتيازفة<sup>1</sup>، فقد تراجع عن ذلك ليمدّد نطاق هذه الجرائم عن طريق إضافة جريمتين أخريتين وهما:

- نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور.
  - كل مناورة بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة<sup>2</sup>.
- بمعنى أنّ المشرع الجزائري بعد التعديل رقم 03-04 سلك مسلك المشرع الفرنسي.

## الفرع الثاني

### نشر معلومات خاطئة

تعتبر هذه الجريمة حسب التشريع الجزائري من مستحدثات القانون رقم 03-04، حيث لا أثر لها ضمن المرسوم التشريعي رقم 93-10، وقد كرّسها المشرع الجزائري إقتباسا من التشريعات المقارنة وعلى وجه الخصوص التشريع الفرنسي. مثلها مثل جنحة استغلال المعلومات الإمّتيازفة أو الجنح الأخرى حسب القواعد العامة، تقوم جريمة نشر معلومات خاطئة على ثلاث أركان:

#### أولا - الركن الشرعي:

يستوحى الركن الشرعي لهذه الجريمة أساسه من المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، وذلك بعد تعديلها بموجب القانون رقم 03-04 على النحو التالي: " يعاقب بالحبس من ستة (6) أشهر إلى خمس (5) سنوات، وبغرامة قدرها 30.000 دج، ويمكن رفع مبلغها حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه، أو بإحدى العقوبتين فقط:

- كل شخص يكون قد تعدّد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى، عن منظور أو وضعفة مصدر تكون سنداته محل تداول في البورصة، أو عن منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة، من شأنه التأثير على الأسعار".

<sup>1</sup> المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.  
<sup>2</sup> المادة 19 من القانون رقم 03-04، المؤرخ في 17 فيفري 2003، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدلة والمتممة للمادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

## ثانيا -الركن المادي:

إنّ الركن المادي لهذه الجريمة يختلف عن ذلك القائم في جنحة استغلال المعلومة الإمتيازية، ففي حين يتمثل هذا الأخير في إجراء عمليات بيع أو شراء القيم المنقولة داخل السوق وفقا للمعلومات التي يحصل عليها الجاني وبغرض التأثير على الأسعار، كما يقع بمجرد السماح باستغلالها قبل أن تصل المعلومة إلى الجمهور، نجد أنّ الركن المادي لجنحة نشر المعلومات الخاطئة يقوم بمجرد أن يسرب الجاني هذه المعلومات الخاطئة ، مهما كانت الوسيلة المستعملة في ذلك دون اشتراط اتجاه الجاني أو شخص آخر بلغه بالمعلومات قصد التعاقد.

## ثالثا - الركن المعنوي:

ركّز المشرع الجزائري على الركن المعنوي للجريمة، إذ أشار إليه بصفة واضحة باستعماله عبارة " تعمّد" التي تدلّ على توجّه الجاني إلى إتيان الفعل الإجرامي عن طريق سعيه إلى نشر معلومات مع علمه بأنّها خاطئة، بغرض التأثير على الأسعار داخل البورصة. وتجدر بنا الإشارة في هذا الصدد إلى بقاء الجريمة قائمة، حتى ولو لم تتأثر الأسعار بفعل تلك المعلومات نظرا لتوجه نية الجاني إلى ذلك.

## الفرع الثالث

### المنافرة بهدف عرقلة السير المنتظم للسوق

تعتبر هذه الجريمة كذلك كسابقتها من بين مستحدثات القانون رقم 03-04، ويختلف موضوعها وأركانها عن الجريمتين السابقتين وإن كانت تشترك وتتفق في العقوبة المقررة.

### أولا -الركن الشرعي:

تعتبر الفقرة الثالثة من المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، بعد تعديله بموجب القانون رقم 03-04 المبرّر القانوني لتجريم مثل هذا الفعل. حيث يعاقب بالحبس والغرامة<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> "يعاقب بالحبس من(6) أشهر إلى (5) سنوات وبغرامة قدرها 30.000دج ويمكن رفع مبلغها حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط"، أنظر المادة 1/60 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، معدل ومتمم، مرجع سابق.

كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس مباشرة أو عن طريق شخص آخر مناورة ما بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تضليل الغير.

### ثانيا-الركن المادي:

يتجسد الركن المادي لهذه الجريمة في ممارسة أو محاولة الممارسة، بصفة مباشرة أو عن طريق شخص آخر مناورة ما بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تضليل الغير.

أول إختلاف يظهر بين الأحكام المنظمة لهذه الجريمة و سابقتها هو معاقبة من مارس فعلا أو حاول ، أي معاقبة الشروع، لكن من جهة أخرى نجد أن نص هذه المادة جاء بصفة عامة سطحية، الأمر الذي قد يوسّع من مجال تطبيقها ، إذ إشتراط المشرع قصد قيام هذه الجريمة، تحقيق عرقلة للسير المنتظم لسوق القيم المنقولة، عن طريق تضليل الغير، بمعنى توفر مسائل إحتيالية كالخداع والغش...إلخ .

**ثالثا : الركن المعنوي:** لم يشترط المشرع الجزائي لقيام هذه الجريمة ومساءلة مرتكبها توفر عنصر القصد الجنائي أي التعمّد، خلافا لجريمة نشر المعلومات الخاطئة أو إفشاء المعلومات السرية، حيث بمجرد ممارسة هذه المناورات من خلال تضليل الغير وعرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة تتوفر سوء نية الجاني.

### المطلب الثاني

#### العقوبات المقررة

تختلف العقوبات المسلطة على مخالفات الإجراءات التشريعية والتنظيمية المتعلقة ببورصة القيم المنقولة، وكذا الواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة ، باختلاف صفة المخالف و خطورة المخالفة من جهة، واختلاف الجهة المختصة بالعقاب من جهة أخرى، حيث تتدخل السلطة الضابطة لتوقيع العقوبات التأديبية والإدارية في ظروف معينة ، ويختص القضاء بالنطق بالعقوبة المالية والسالبة للحرية في ظروف أخرى .

## الفرع الأول

### طبيعة العقوبات الموقعة على المخالفين

لقد سبق وأن ذكرنا في دراستنا، تمتع معظم سلطات ضبط الأسواق المالية بسلطة توقيع العقوبات عند وجود مخالفات للنصوص التشريعية والتنظيمية المنظمة لتلك المعاملات السارية على مستوى الأسواق المالية<sup>1</sup>، إلا أنه لا بدّ من التوقف والإشارة إلى إختلاف مجال ممارسة سلطات العقاب هذه من طرف سلطات الضبط، إذ هناك تشريعات وسّعت من هذا الإطار، حيث حوّلت لسلطات الضبط سلطة توقيع عقوبات تأديبية، إدارية كالتشريع الفرنسي مثلا، وهناك من التشريعات حدّدت وضيّقت من هذا المجال، لتكتفي ببعض العقوبات التأديبية فقط كالتشريع الجزائري.

تعتبر العقوبات التأديبية قاسم مشترك بين أغلب سلطات ضبط أسواق القيم المنقولة، حيث نجد أنّ معظم التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية تتضمن مثل هذه الأحكام، لكن مع وجود بعض الإختلافات والفوارق تتعلق سواء بكيفية توقيع هذه العقوبات، أو بإجراءاتها أو بمقدارها... إلخ .

من خلال أهمية تداول الأوراق المالية، وما لها من تأثير كبير على إقتصاد الدولة بشكل عام، وإقتصاد الأفراد المستثمرين، ولما يؤمنه الإستثمار في الأوراق المالية من سيولة مالية لمصدر الأوراق، الذي يقوم بدوره بتوظيف هذه السيولة في بمشاريع ونشاطات إقتصادية تعود عليه بفائدة، تنبّهت التشريعات المختلفة لحماية تداول هذه الأوراق عن طريق تكريس وتطبيق مختلف أنواع الجزاءات بهدف الحفاظ على هذا القطاع وتنميتها.

لذلك سنحاول التطرق إلى أهم العقوبات المفروضة في مواجهة السلوكات غير المشروعة المرتكبة ضمن أسواق رؤوس الأموال.

<sup>1</sup> لقد تم الإعراف ل COB بسلطة توقيع العقوبات وذلك بموجب القانون رقم 89- 531 المؤرخ في 2 أوت 1989، المتعلّق بأمن وشفافية الأسواق المالية، هذا النص الذي كان محل طعن أمام المجلس الدستوري وذلك بحجة عدم مراعاة مبدأ الفصل بين السلطات، إذ كيف يمكن لنفس اللجنة أن تجمع بين سلطة إعداد وتفسير القاعدة والعقاب عند مخالفتها. وعليه، وبمقتضى القرار المؤرخ في 28 جويلية 1989، رفض المجلس الدستوري هذه الحجة، معلّلاً ذلك بأنّ لا مبدأ الفصل بين السلطات ولا أي مبدأ ذا قيمة دستورية يمنع الضابط من التمتع بسلطات العقاب، لكن بشرط عدم اتخاذ هذه الأخيرة العقوبات السالبة للحرية مع وجوب إقترانها بتدابير حماية الحقوق والحريات الدستورية المضمونة، أنظر

TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op. cit. p. 323.

أما المشرع الجزائري فقد اعترف ل COSOB بسلطة العقاب وذلك بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، معدّل ومتّمّم، مرجع سابق .

## أولا : العقوبات غير الجزائية

تقابل كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المنظمة لسوق الأوراق المالية من جهة وكذا كل إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة ، توقيع عقوبات من طرف سلطة ضبط السوق، التي تأخذ طابع تاديبية، إداري، مالي... إلخ<sup>1</sup> ، قبل أن يتدخل القضاء لتسليط العقوبات الجزائية، وتختلف هذه العقوبات من حيث المضمون، المقدار، والإجراءات، باختلاف التشريعات.

### 1- موقف المشرع الفرنسي

يعتبر نطاق سلطة توقيع العقوبات المخولة ل AMF أكثر إمتدادا مقارنة بذلك المخوّل ل COB سابقا، حيث تختص AMF بعقاب كل الممارسات المخالفة للتشريع والتنظيم ولا تقتصر على عقاب الممارسات المخالفة لنظامها العام فقط .

كما تم توسيع مجال السلطة القمعية ل AMF ليس من حيث المخالفات فقط، إنّما من حيث الأشخاص محل العقاب كذلك، حيث أصبحت AMF تعاقب حتى المهنيين على مستوى الأسواق المالية عند مخالفتهم لإلتزاماتهم المهنية ، وذلك بموجب القانون المؤرخ في 26 جويلية 2005<sup>2</sup>.

كما تجدر بنا الإشارة في هذا الصدد، إلى أنّ الإعراف ل AMF بسلطة عقاب مخالفين القواعد التي تولّت مهمة إعدادها من جهة ومراقبة مدى تطبيقها من جهة أخرى ، أمر من شأنه المساس والخرق بمبدأ الفصل بين السلطات والتأثير على فعالية الإجراءات ، ممّا دفع بالمشرع الفرنسي بضرورة إنشاء لجنة العقوبات على مستوى AMF مستقلة تماما عن المجمع، تختص وحدها بالنطق بالعقوبة باسم AMF.

<sup>1</sup> لقد تمّ التعليق على السلطة القمعية المخوّلة لسلطات الضبط من طرف بعض المؤلفين وذلك بجعل سلطات الضبط تتولى القيام بمهام استشارية وتنظيمية وترك مهمة قمع وعقاب المخالفات للقضاء الجزائي. لكن في الجانب الإقتصادي والمالي، لا يمكن تحقيق فعالية الضبط، إذ كيف يمكن إبراز السلطة وضمان حسن سير السوق إذا لم تتمتع السلطة الضابطة بإمكانية عقاب وقمع عدم مراعاة وعدم احترام قراراتها، أنظر :

STASIAK Frédéric, « Les sanctions par les autorités de régulation : les exemples du droit boursier et du droit de la concurrence », in BOULOC Bernard (sous la direction de), Autorités de régulation et vie des affaires, Dalloz, Paris, 2006, pp. 113-114

<sup>2</sup> ما يبرّر توسيع نطاق ممارسة السلطة العقابية من طرف AMF هو إضافة عبارة : « à tout autre manquement » بمعنى كل مخالفة للإلتزامات المنصوص عليها ضمن الأحكام التشريعية والتنظيمية والهادفة إلى حماية المستثمرين والسوق ضد عمليات استغلال المعلومة الإمتيازية، مناورات، والنشر الخاطئ للمعلومات التي تتم على مستوى الإقليم الفرنسي والمتعلقة بالسندات المسعرة على مستوى سوق منظمة أوروبية أخرى غير باريس، أنظر :

OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, op. cit. p. 159.

وقد وصفت DECOOPMAN.N هذه اللجنة بهيئة قضائية قمعية خاصة<sup>1</sup> « Juridiction répressive spécialisée » تتخذ لجنة العقوبات المنشأة على مستوى AMF عدة عقوبات منها.

### عقوبات تأديبية ضد المهنيين:

والمتمثلين في كل من مؤدي خدمات الإستثمار، غرف المقاصة، مؤسسات السوق، أعضاء السوق المنظمة ، وتتراوح هذه العقوبات بين الإنذار، التوبيخ، المنع بصفة مؤقتة أو دائمة لممارسة كل أو جزء من النشاطات.

### عقوبات مالية:

خوّل المشرع الفرنسي للجنة العقوبات النطق بعقوبات مالية بدلا من العقوبات السالفة الذكر أو إضافة إليها، لا تتجاوز مقدارها 10 مليون أورو أو ثلاث أضعاف مقدار الأرباح المحققة.

تطبق هذه العقوبات على الأشخاص المشار إليهم في المادة L 621.9 من التقنين النقدي والمالي باستثناء الأشخاص المؤهلين لممارسة السعي المصرفي وكذا المستشارين في مجال الإستثمار عند مخالفتهم لواجباتهم المهنية المحددة بموجب القانون، الأنظمة والقواعد التي تصدرها AMF.

إن الرفع من مقدار هذه القيمة أي من مليون ونصف أورو إلى غاية 10 مليون أورو ، كان بهدف الوقاية وتفعيل دور AMF عند ممارستها لسلطتها العقابية ، وكان ذلك بموجب القانون رقم 776-2008 ، المؤرخ في 4 أوت 2008 المتعلق بتحديث الإقتصاد<sup>2</sup> أما بالنسبة للأشخاص غير المهنيين المرتكبين سواءا لجريمة استغلال معلومات إمتيازية، أو نشر معلومات خاطئة، أو التلاعب بالأسعار أو أي مخالفة من شأنها الإضرار

<sup>1</sup> OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, op.cit. p. 108

<sup>2</sup> GOLDBERG-DARMON Muriel , GUERIN Guillaume , « Les dernières réformes relatives à la commission des sanctions de l'autorité des marchés financiers» , Petites affiches, février 2009, n° 30. p. 3.

بحماية المستثمرين وكذا حسن سير السوق فإنّ AMF تصدر ضدّهم عقوبة مالية لا تتجاوز 1.5 مليون أورو أو ثلاث أضعاف مقدار الأرباح المحققة<sup>1</sup>.

هذه هي أهم العقوبات المالية والتأديبية التي تتخذها لجنة العقوبات المتواجدة على مستوى AMF، والتي يظهر من خلالها المساهمة في تحقيق الردع الخاص والعام نظرا لشدّتها، مقارنة بتلك التي كانت توقعها COB من جهة و CMF من جهة أخرى<sup>2</sup>، وما يدعّم ذلك هو مقدار المبالغ المالية المعتبرة التي قد تتخذها في مواجهة المخالفين، ربّما كان هدف ذلك هو تقريبيها من تلك التي يحكم بها مجلس المنافسة.

تتخذ لجنة العقوبات القرار المتضمن العقوبة دون حضور مندوب الحكومة وكذا المقرّر، وذلك بأغلبية الأصوات دون ترجيح صوت الرئيس<sup>3</sup>.

بجانب ما تمّ عرضه وإضافة إلى ما يميّز لجنة العقوبات نذكر إمكانية جعل القرار المتضمن العقوبة المتخذة علنيا، بمعنى إمكانية نشر القرار، عن طريق الأنترنت، الصحف، إعلانات... إلخ، مع وضع تكاليف النشر على عاتق الشخص محل العقوبة.

### نشر قرار العقوبة :

يعتبر نشر قرار العقوبة بمثابة عقوبة تكميلية تتمتع بها لجنة عمليات البورصة سابقا وذلك تطبيقا لأحكام المادة L621-15 من التقنين النقدي والمالي، فقد اعترف القانون للجنة بإمكانية نشر قرار العقوبة ضمن الجرائد أو النشريات التي تحددها، مع جعل تكاليف النشر على عاتق الشخص محل العقوبة.

إنّ لعملية النشر هذه أهمية كبيرة، فهي تحدّد هوية الشخص محل العقوبة سواء كان طبيعيا أو معنوي، مبررات إتخاذ القرار وحتى مبلغ أو مقدار الغرامة المالية، كما تظهر هذه الأهمية من خلال تأثير عملية النشر على شرف الشخص محل العقوبة، حيث يظهر هذا القرار كذلك في كل من المجالات والجرائد المالية والقانونية، وعليه ترى THOMASSET

<sup>1</sup> COURET Alain, LE NABASQUE Hervé, COQUELET Marie-Laure, GRANIER Thierry, PORACCHIA Didier, RAYNOUARD Arnaud, REYGROBELLET Arnaud, ROBINE David, Droit financier, pp. 189-190.

<sup>2</sup> GIZARD Bruno et DESCHANEL Jean-Pierre, « Déontologie financière et pouvoir disciplinaire », in DE VAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean-Jacques, (sous la direction de), Droit bancaire et financier, Mélanges AEDBF-France, Paris, 2001, p. 180.

<sup>3</sup> BOUTHINON-DUMAS Hugues, Le droit des sociétés cotées et le marché boursier, LGDJ, Paris, 2007, p. 321.

PIERRE Sylvie – أن مسألة نشر القرار يعتبر بمثابة عقوبة بحدّ ذاتها. نظرا لطابعها الشائن من جهة وتأثيرها على الثقة الممنوحة للشخص المعاقب من طرف الساحة المالية والمستثمرين من جهة أخرى<sup>1</sup>.

بعض القضاة و الجامعيين قد تساءلوا حول مدى توافق أو ملاءمة نشر العقوبة من طرف لجنة عمليات البورصة (COB) مع مبدأ "قرينة البراءة"<sup>2</sup> على أساس أن إحترام ومراعاة مبدأ قرينة البراءة أمر يستلزم أن عملية نشر قرار العقوبة لا تتم إلا بعد استكمال إجراء الطعن، إذ يمكن لمحكمة الاستئناف إلغاء قرار العقوبة، مع بقاء آثارها على الشخص المعاقب.

وعليه، فوجدت عدة أمثلة ، أين تقدم أشخاص محل العقوبة إستنادا إلى أحكام المادة L621-30 من التقنين النقدي والمالي<sup>3</sup> لطلب وقف تنفيذ قرار نشر العقوبة لدى الرئيس الأول لمحكمة استئناف باريس ، إلا أن القضاة يتمتعون بسلطة تقديرية في هذا الشأن وذلك أمام وجود عبارة « conditions manifestement excessives » .

لكن من الناحية العملية، يمكن للقضاة وقف تنفيذ قرار النشر في بعض الحالات الأقل خطورة مثل حالة الشخص الذي لم يحقق أرباحا مالية شخصية، كما يمكن للقاضي أن يفرض على لجنة عمليات البورصة الفرنسية الإشارة إلى وجود طعن قضائي أمام محكمة استئناف باريس وذلك ضمن قرار النشر<sup>4</sup>.

## 2- موقف المشرع المصري

نصّ قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 عن بعض الإجراءات غير الجنائية والمتمثلة في بعض الجزاءات المدنية والإدارية وبعض التدابير الإدارية التي يمكن توقيعها على مرتكبي السلوكات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية.

<sup>1</sup> THOMASSET-PIERRE Sylvie, L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales, op. cit. p. 134.

<sup>2</sup> Le principe de la présomption d'innocence est posé par l'article 9 de la déclaration des droits de l'homme et du citoyen du 26 Août 1789 et par l'article 6 paragraphe 2 de la convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales.

<sup>3</sup> Cet article dispose notamment que « Le recours n'est pas suspensif ; toutefois, le premier président de la cour d'appel de Paris peut ordonner qu'il soit sursis à l'exécution de la décision si celle-ci est susceptible d'entraîner des conséquences manifestement excessives ». Ibid.

<sup>4</sup> THOMASSET-PIERRE Sylvie, L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales, op. cit. p. 134.

## أ- الجزاءات المدنية: وأهمها ما يلي

### - الإلغاء:

يتمثل هذا الجزاء في إلغاء العملية المنجزة دون إخلال بمساءلة المتسبب عن هذه المخالفة، وقد قرّرت هذا الجزاء المادة 8 من قانون سوق رأس المال<sup>1</sup>.

### - البطلان:

إنّ كل عقد أو اتفاق بين طرفين أو أكثر يقع مخالفا للأحكام القانونية يترتب عليه البطلان، ويختلف نوع البطلان طبقا لإختلاف طبيعة القاعدة القانونية، فإذا كانت قاعدة أمره تتعلق بالمصلحة العامة، فإنّه يترتب على مخالفتها بطلان مطلق، أما إذا كانت القاعدة القانونية تحقق مصلحة الخصوم فالبطلان يكون حينئذ نسبيا<sup>2</sup>.

ولمّا كانت الأحكام المتعلقة ببورصة الأوراق المالية تهدف إلى ضمان سير النشاط الإقتصادي في الدولة، فهي بذلك قواعد متعلقة بالمصلحة العامة، ولذلك فإنّ كل اتفاق يقع بالمخالفة لها يكون باطلا والبطلان هنا بطلان مطلق لتعلّقه بمخالفة قواعد قانونية مقرّرة للمصلحة العامة.

### - التعويض:

يجوز وفقا للقواعد العامة في القانون المدني رفع دعوى التعويض لمن أصابه ضرر من الفعل المخالف للقانون أيا كانت طبيعة هذا الضرر.

إلا أنّ هناك صعوبة تكتنف رفع الدعاوى للمطالبة بالتعويض عن الأضرار التي تقع بالمخالفة للقوانين المنظمة لبورصة الأوراق المالية، وذلك نظرا لصعوبة قيام المدعى بإثبات

<sup>1</sup> تنص المادة 8 من قانون سوق رأس المال: "على كل من يرغب في عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه 10% من الأسهم الإسمية في رأس مال إحدى الشركات التي طرحت أسهما لها في إكتتاب عام أن يخطر الشركة قبل عقد العملية بأسبوعين على الأقل.

وعلى الشركة خلال أسبوع من تاريخ إخطارها بذلك أن تبلغ به كل مساهم يملك 1% على الأقل من رأس مال الشركة. ويترتب على مخالفة أحكام الفقرة الأولى إلغاء العملية دون إخلال بمساءلة المتسبب عن هذه المخالفة. وتسري أحكام الفقرات السابقة في حالة عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه أحد أعضاء مجلس إدارة الشركة أو أحد العاملين بها من أسهم إسمية 5% من رأس مال الشركة، ويتعيّن إتخاذ الإجراءات المشار إليها في هذه المادة قبل عقد كل عملية فيما يجاوز النسبتين المنصوص عليهما في الفقرتين الأولى والرابعة".

<sup>2</sup> نصت على هذا الجزاء المدني المادة 17 من قانون سوق رأس المال والتي تنص على أنّه " لا يجوز تداول الأوراق المالية المقيدة في أية بورصة خارجها وإلا وقع التعامل باطلا".

كما نصت على هذا الجزاء أيضا المادة 18 من القانون المذكور كما يلي " يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلا " .

هذا الضرر، بل إنه من الصعوبة أن يدرك المجني عليه حدوث هذا الضرر، لأن سوق الأوراق المالية سوق مبهمة لا يعرف المتعامل الطرف الآخر الذي يتعامل معه<sup>1</sup>.

ولذلك فقد أجاز مشروع قانون سوق رأس المال الجديد لهيئة سوق المال رفع دعاوى التعويض الجماعية ومباشرتها لصالح الشركات والمساهمين بها لطلب التعويض عن الأضرار التي تنتج من مخالفة أحكام هذا القانون وقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية الصادر بالقانون 43 لسنة 2000 والقرارات الصادرة تنفيذا لهما.

وقد نصّ مشروع القانون على أن تقوم الهيئة بتوزيع مبلغ التعويض الذي يحكم به لمن لحق بهم الضرر، وذلك بعد خصم ما تكبدته الهيئة من نفقات ومصاريف بسبب مباشرة الدعوى، فإذا لم يتقدّم أحد المستحقين للحصول على نصيبه من التعويض رغم إخطار الهيئة له بذلك ومرور ثلاث سنوات آل هذا النصيب إلى الخزينة العامة.

#### ب- الجزاءات الإدارية :

يقصد بالجزاءات الإدارية الإجراءات التي تتخذها الإدارة للتوقي من وقوع الجريمة للمحافظة على النظام أو حماية الجمهور أو منع الإضطرابات، فهي بهذا تختلف عن العقوبات التي تنطوي على معنى التكفير عن الذنب وتقويم المجرم وردع الغير.

وقد نص قانون سوق رأس المال في مصر على عدد من الجزاءات الإدارية مثل وقف النشاط وإلغاء التراخيص.

#### وقف النشاط:

نصّت على هذا الجزاء الإداري كل من المادتين 28 و 30 من قانون سوق رأس المال<sup>2</sup>.

يصدر هذا الجزاء بقرار مسبب من رئيس الهيئة لمدة لا تتجاوز ثلاثين يوماً ويحدد القرار ما يتخذ من إجراءات خلال مدة الوقف، ويسلم القرار للشركة أو تخطر به بكتاب موصى عليه

<sup>1</sup> أحمد محمد اللوزي، الحماية الجزائية لتداول الأوراق المالية - دراسة مقارنة - دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص155.

<sup>2</sup> تنص المادة 28 من قانون سوق رأس المال " وعلى رئيس الهيئة وقف أي نشاط خاضع لأحكام هذا القانون إذا تمت مزاولته بدون ترخيص ويجوز أن يتضمن قرار الوقف غلق المكان الذي تتم مزاولته النشاط فيه بالطريق الإداري". أما المادة 30 من نفس القانون تنص " يجوز وقف نشاط الشركة إذا خالفت أحكام هذا القانون أو لائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة الهيئة الصادرة تنفيذا له أو إذا فقدت أي شرط من شروط التراخيص ولم تقم بعد إنذارها بإزالة المخالفة أو استكمال شروط التراخيص خلال المدة و بالشروط التي يحددها رئيس الهيئة".

مصحوبا بعلم الوصول، ويعلن عن ذلك في صحيفتين صباحيتين يوميتين واسعتي الإنتشار على نفقة الشركة.

### إلغاء الترخيص:

أجاز القانون وفقا للمادة 30 منه لمجلس إدارة الهيئة إصدار قرار بإلغاء الترخيص الخاص بالشركة، وذلك إذا انتهت مدة إيقاف نشاط الشركة التي حددها رئيس الهيئة ولم تقم الشركة بإزالة الأسباب التي تمّ الوقف من أجلها.

وهذا يعني أنّ إلغاء الترخيص الخاص بالشركة جزاء إداري يتمّ بقرار من مجلس إدارة هيئة سوق المال في حالة عدم قيام الشركة بإزالة الأسباب التي أدت إلى وقف نشاطها وانتهاء مدة الوقف دون إزالة هذه الأسباب، أي أنّ هناك إرتباط بين الجزاء الخاص بإلغاء التراخيص وجزاء وفق النشاط، حيث أنّ إلغاء الترخيص يستند إلى نفس الأسباب التي يصدر على أساسها قرار وقف النشاط، بالإضافة إلى ضرورة إنتهاء مدة الوقف التي حددها رئيس الهيئة دون إزالة أسباب الوقف<sup>1</sup>.

### ج- التدابير الإدارية:

أجاز قانون سوق رأس المال للهيئة أو لرئيس البورصة حسب الأحوال اتخاذ بعض الإجراءات أو التدابير الوقائية ومنها:

- إيقاف وإلغاء عروض وطلبات التداول: حيث نصّت المادة 21 من قانون سوق رأس المال بأنّه يجوز بقرار من رئيس البورصة وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب بالأسعار.
- تعيين حدّ أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية: إذ يجوز لرئيس الهيئة إذا طرأت ظروف خطيرة أن يقرّر تعيين حدّا أعلى وحدّا أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار القفل في اليوم السابق على القرار.

<sup>1</sup> محمد فاروق عبد الرسول ، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية دراسة مقارنة ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، 2007 ، ص 280.

إلى جانب بعض التدابير الإدارية الأخرى<sup>1</sup>.

### 3- موقف المشرع الجزائري

قبل التطرق إلى أنواع العقوبات التأديبية التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رأينا أنه من الضروري أولاً، دراسة الجهة المكلفة بممارسة هذه السلطة، من جهة و الأشخاص موضوع هذه السلطة، وكيف تتدخل هذه الجهة لممارسة سلطة العقاب من جهة أخرى.

#### أ-الجهة المختصة بتوقيع العقوبات التأديبية:

تتمثل الجهة المختصة بتوقيع العقوبات التأديبية وفقاً للتشريع الجزائري في تلك الغرفة التأديبية والتحكيمية المنشأة على مستوى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

تتكون الغرفة التأديبية والتحكيمية مما يلي:

- عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة طوال مدة إنتدابهما.
- قاضيين يعيّنهما وزير العدل ويختاران لكفاءتهما في المجالين الإقتصادي والمالي.
- رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، يتولى رئاستها<sup>2</sup>.

من خلال هذه التشكيلة، نجد أنّ المشرع الجزائري أحسن فعلاً عند إدراج القاضيين ضمن تشكيلة غرفة التأديب والتحكيم، لأنهما أدري بشؤون الحكم و الفصل في النزاعات وعلى وجه الخصوص تقدير مبالغ الغرامات المالية، مقارنة بالأعضاء الآخرين الذين قد لا تتوفر لديهم هذه الخصوصيات.

#### ب- إخطار الغرفة التأديبية والتحكيمية:

تعمل غرفة التأديب والتحكيم عند إختصاصها في المجال التأديبي حسب الدوافع

الآتية:

- بطلب من اللجنة.
- بطلب من المراقب.

<sup>1</sup> من بين هذه التدابير الإدارية نذكر:

- توجيه تنبيه إلى الشركة.  
- منع الشركة من مزاوله كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاوتها.  
- حل مجلس الإدارة وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتاً لحين تعيين مجلس إدارة جديد بالأداة القانونية المقررة.  
<sup>2</sup> المادة 51 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

- بطلب من الوسطاء في عمليات البورصة.
  - بطلب من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
  - بطلب من الشركات المصدرة للأسهم.
  - بطلب من الأمرين بالسحب.
  - بناء على تظلم أي طرف له مصلحة<sup>1</sup>.
- إذن هذه هي دائرة الأشخاص الذين سمح لهم المشرع بطلب تدخل غرفة التأديب والتحكيم لممارسة سلطة العقوبة التأديبية.

في بداية الأمر، يظهر لنا أنّ المشرع قام بحصر وتحديد الأشخاص الذين بإمكانهم إخطار الغرفة التأديبية والتحكيمية، لكن سرعان ما يوسّع من دائرة هؤلاء الأشخاص وذلك بإضافة الفقرة الأخيرة، " بناء على تظلم أي طرف له مصلحة".

### ج - الأشخاص محل العقوبة التأديبية:

عند التمعّن في أحكام النصوص القانونية المتعلقة ببورصة القيم المنقولة، نجد أنّ المشرع الجزائري قد حصر طائفة الأشخاص محل العقوبة التأديبية حصرا شديدا، إذ حدّدها بفئة الوسطاء وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة<sup>2</sup>.

بمعنى عند حدوث أي عمل مخالف للإجراءات التشريعية والتنظيمية المتعلقة ببورصة القيم المنقولة أو أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة<sup>3</sup>، من جانب الوسطاء وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة تصدر عقوبات عليهم، تخص بتوقيعها الغرفة التأديبية

<sup>1</sup> المادة 54 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>2</sup> تمارس السلطة التأديبية في الأصل إزاء فئة الوسطاء فقط، لكن بصدور الأمر رقم 96-10 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 03، صادر في 14-01-1996، أصبحت السلطة التأديبية تمارس كذلك في مواجهة هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، بجانب فئة الوسطاء، نفس الوضع أبقى عليه القانون رقم 03-04، المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>3</sup> لم يحدّد المشرع الجزائري قواعد أخلاقيات المهنة وإنما إكتفى بتحديد مبادئها فقط والمتمثلة في:

- وجوب معاملة جميع الزبائن على قدم المساواة.
- الأولوية الواجب إعطاؤها لمصلحة الزبون.
- تنفيذ أوامر السحب التي يصدرها الزبون بأحسن شروط السوق.
- عدم تسريب معلومات سرية في غير محلها، أنظر المادة 49 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

والتحكيمية المنشأة على مستوى اللجنة، ما عدا هؤلاء الأشخاص، فلا إختصاص للغرفة في ذلك.

#### د- صور العقوبات التأديبية:

بالرجوع إلى أحكام القواعد القانونية المنظمة لبورصة القيم المنقولة الجزائرية، يمكن تصنيف العقوبات التأديبية التي توقعها الغرفة التأديبية والتحكيمية المتواجدة على مستوى اللجنة، إلى ثلاث أصناف، عقوبات ذات طابع معنوي كالإنذار والتوبيخ، عقوبات مقيدة للحقوق، وعقوبات ذات طابع مالي.

#### د-1- العقوبات ذات الطابع المعنوي:

تتجسد هذه العقوبات في كل من الإنذار والتوبيخ، والحكمة من توقيع هذا النوع من العقوبات هو التصحيح والإصلاح وبعث نوع من الحذر لدى الأشخاص المعنيين، لكن في حالة عدم جدواها وفعاليتها، تتخذ عقوبات أخطر كسحب الإعتماد مثلا<sup>1</sup>.

#### د-2- العقوبات المقيدة للحقوق:

إنّ الهدف من توقيع هذه العقوبات هو تقييد حقوق المخالفين، وتحدد هذه العقوبات تطبيقا لأحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10 في حظر النشاط ككله أو جزئه بصفة مؤقتة<sup>2</sup>.

#### د-3- العقوبات السالبة للحقوق:

إنّ هذا النوع من العقوبات يهدف إلى سلب الحقوق وليس تقييدها، بمعنى تعتبر أكثر خطورة وشدّة مقارنة بسابقتها، إلا أنّها لا تصل إلى درجة سلب الحرية، لأنّ هذه الأخيرة يعود إختصاصها المطلق للقضاء فقط دون غيره.

لم يخول المشرع الجزائري للغرفة التأديبية والتحكيمية المنشأة على مستوى اللجنة، الفاصلة في المجال التأديبي سلطة توقيع عقوبات سالبة للحقوق المرتبطة بالمسييرين، إنّما إقتصرت توقيع مثل هذه العقوبة في مواجهة الشخص المعنوي فقط، لتأخذ هذه العقوبة شكل سحب الإعتماد.

<sup>1</sup> تواتي نصيرة، " تسوية منازعات سوق الأوراق المالية"، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، العدد 01، لسنة 2010، كلية الحقوق بجامعة عبد الرحمن ميرة بجاية، ص109.

<sup>2</sup> المادة 55 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

#### د-4-العقوبات ذات الطابع المالي:

خوّل المشرع الجزائري لغرفة التأديب والتحكيم سلطة فرض غرامات مالية، يحدّد مبلغها بعشرة ملايين دينار، أو بمبلغ يساوي الربح المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب، بمعنى أنّ المشرع الجزائري راعى ضمانات من بين الضمانات المعترف بها للمتهم والمتمثلة في مبدأ تناسب الجريمة مع العقوبة، لكن في نفس الوقت قيّد وحدّد سلطة غرفة التأديب والتحكيم في مجرد إصدار العقوبة والنطق بها فقط، بحجّة أنّ المشرع هو الذي يتكفل بتحديد نسبة الغرامات المالية، هذه الأخيرة التي تدفع لصندوق الضمان<sup>1</sup>.

هكذا إذن نجد أنّ العقوبات التأديبية تنطلق من مجرد إنذار بسيط، لتصل إلى غاية سحب الإعتماد أو دفع غرامة مالية إزاء الشخص المخالف، إلاّ أنّه وأمام إمكانية عدم تخوّف وردع المخالف من هذه العقوبات، أوجد المشرع الجزائري كغيره عقوبات أشدّ وأكثر صرامة، تتمثل في العقوبات الجزائية.

في الأخير نشير إلى أنّه على الرغم من المزايا التي تتمتع بها الجزاءات الإدارية في مجال تداول الأوراق المالية، إلاّ أنّ هذه الحماية لا تكفي لأن تكون الحماية الوحيدة المقرّرة لتداول الأوراق المالية، فالعقوبات المقررة للهيئات القائمة على الأوراق المالية قد لا تحقق الردع المطلوب في أحيان كثيرة، لذا نلجأ إلى الحماية الجزائية في حال عجزت الجزاءات غير الجنائية (كالإدارية والتأديبية والمدنية...) عن توفير الحماية المتوخاة.

#### ثانيا : العقوبات الجزائية

تتخصر أغراض العقوبة في العصر الحديث في نوعين:

أحدهما معنوي، يتمثل في تحقيق العدالة، والآخر نفعي يتمثل في الردع الذي يقى المجتمع من تكرار الجريمة في المستقبل سواء من مرتكبها نفسه " الردع الخاص " أو من غيره تقليدا له " الردع العام".

وهناك من يرى أنّ هناك غرضا آخر لأهمية العقوبة في الجرائم الإقتصادية، وهو تعويض المجني عليه أو المضرور من الجريمة المرتكبة.

<sup>1</sup> المادة 55 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

بتعبير آخر، يتمثل الهدف النهائي للعقوبة في مكافحة الإجرام و حماية المجتمع من شر الجريمة.

يعدّ أفضل نظام عقابي ، ذلك الذي يجمع بين هذه الأغراض وينسق بينها حتى يمكن تحقيق الهدف من العقاب، وهو حماية المجتمع من الجريمة<sup>1</sup>.

### 1- مدى ضرورة العقوبات الجزائية :

لقد وجد اختلاف بين الفقهاء حول إختيار الجزاءات المناسبة في تشريعات بورصة الأوراق المالية، ويمكن ردّ هذه الإختلافات إلى إتجاهين: الإتجاه الأول يرى أنّ الجزاءات الجنائية لا تحقق الغرض المطلوب في هذه التشريعات، والإتجاه الثاني يرى أهمية الجزاءات الجنائية في هذه التشريعات<sup>2</sup>.

#### أ- الإتجاه المعارض لتدخل القانون الجنائي:

هناك من يشك في جدوى الجزاءات الجنائية في الجرائم التي ترتكب في البورصة بدعوى أنه ليس هناك ضرورة لردع واستئصال الخطورة الإجرامية وإعادة تأهيل مرتكبي هذه الجرائم، وهي من أهم وظائف الجزاءات الجنائية.

ويدعم أصحاب هذا الإتجاه رأيهم بالقول بأنّ مرتكبي جرائم بورصة الأوراق المالية والجرائم الإقتصادية بصفة عامة، لا تتوافر فيهم النزعة الإجرامية في كثير من الأحوال، وحتى في حالة وجودها فإنه يمكن استئصالها عن طريق توقيع جزاءات غير جنائية. فالجزاءات الإدارية والمدنية التي نصّت عليها قوانين الأوراق المالية مثل إلغاء تسجيل السماسرة ومستشاري الإستثمار، وإيقاف استمارة التسجيل، يمكن عن طريقها استئصال تلك النزعة الإجرامية في حالة وجودها وتقليل فرص ارتكاب مخالفات مستقبلية<sup>3</sup>.

كما يستند هذا الإتجاه الفقهي إلى أنّ تدخل القانون الجنائي في تعاملات الأوراق المالية يؤدي إلى عرقلة سير سوق الأوراق المالية السير الطبيعي ، فتدخل القانون الجنائي قد يؤدي

<sup>1</sup> محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية - دراسة مقارنة - دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية ، 2007، ص250.

<sup>2</sup> إنّ تحديد ردّ فعل المجتمع للسلوكات غير المشروعة التي تقع في بورصة الأوراق المالية، تعتبر مسألة يكتنفها الغموض من حيث إختيار الجزاءات المناسبة لمواجهتها، ويرجع ذلك للإفتقار إلى وجود أدلة واقعية يمكن أن يستند إليها التحليل العلمي للتدليل على الآثار النسبية لمختلف أنواع العقوبات.

<sup>3</sup> محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية - دراسة مقارنة -، مرجع سابق، ص251.

إلى تعطيل كثير من الصفقات التي تقع على هذه الأوراق، خاصة إذا ما علمنا أن أسعار الأوراق المالية تعتمد بالدرجة الأولى على العرض والطلب<sup>1</sup>.

كما يوضح صاحب هذا الرأي وجهة نظره بضرورة تقليص المجال المخصص للعقوبات السالبة للحرية، حيث اتّجه البحث نحو إيجاد بدائل لهذه العقوبات<sup>2</sup>. وكذلك ملاحظة تنامي ظاهرة استخدام الوسائل المدنية والإدارية كأداة لتحقيق الردع لكثير من الأفعال غير المشروعة.

فالهيئات والوكالة الإدارية أصبح لديها الكثير من الأدوات التي تستطيع من خلالها تحقيق الإلتزام بأحكام القوانين التي تقوم على تنفيذها، مثل سلطتها في وضع المعايير المختلفة لتنظيم النشاط، ورفع الدعاوى المدنية على المخالف للحصول على أوامر قضائية مثل الأمر بالكف والتوقف وأوامر الإمتثال، وسلطة منح التراخيص وإغائها وإيقافها وتوقيع غرامات مالية عن طريق إجراءات الدعاوى الإدارية.

#### ب- الإلتجاه المؤيد لتدخل القانون الجزائي:

في مقابل الإلتجاه السابق المتساهل نسبياً، فإنّ هناك اتجاهاً يحدّد إنتهاج سياسة عقابية أكثر تشدّداً وتطبيق الجزاءات الجنائية على نطاق واسع في الجرائم الإقتصادية، ويمكن تبرير هذا الإلتجاه في تشديد العقاب بأهمية إيجاد وسيلة تهديدية أمام هؤلاء الأفراد اللذين لا يقدرّون مدى خطورة تلك الجرائم، وخاصة أنّ الدافع إلى إرتكابها دائماً مادي.

كما يرى هذا الإلتجاه أنّ وجود الجزاءات الجنائية تشجع على تداول الأوراق المالية من خلال حرص المتعاملين على التقيد بالقانون خوفاً من العقوبة، وكذلك توفر الحماية الجزائية وتحقيق الأمن والشفافية المطلوبة في تعاملات هذه الأوراق، ويرون أيضاً أنّ القانون الجزائي لا يتدخل إلاّ بالقدر الضروري والمفيد<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> أحمد محمد اللوزي، الحماية الجزائية لتداول الأوراق المالية - دراسة مقارنة - مرجع سابق، ص 65.  
<sup>2</sup> يستند هذا الإلتجاه الذي ينادي بإقصاء القانون الجنائي من حماية تداول الأوراق المالية، على إعتبار معاملات الأوراق المالية هي معاملات تجارية لا يجوز تدخل القانون الجزائي فيها، حيث تخضع لجزاءات مدنية، إذ لا مجال لإعمال الجزاءات في القانون الجزائي إلاّ في حالة عدم كفاية لجزاءات المنصوص عليها في القوانين الأخرى، ويسوق هذا الإلتجاه بعض الأمثلة منها أن بعض الدول تعتبر التلاعب بالأسعار عملاً إجرامياً، في حين تعتبره دول أخرى عملاً يحتاج إلى حماية خاصة تتوفر في الأساليب المدنية، أنظر الجندي حسني أحمد، القانون الجنائي للمعاملات التجارية، الكتاب الأول، القانون الجنائي للشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، 1989، ص 13.  
<sup>3</sup> سالم عمر، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1999، ص 28.

يضيف هذا الإتجاه أنّ ظهور أنواع جديدة من الجرائم لم تكن معروفة، يقضي بالضرورة وجود قانون جزائي رادع لها، فالسبل المدنية والإدارية لا تكفي وحدها لمواجهة هذه الجرائم الجديدة، خاصة مع ظهور طرق الإحتيال المبتكرة والجريمة المنظمة<sup>1</sup>.

بعد استعراض الإتجاهات المختلفة حول أهمية الحماية الجزائية، فقد اتجهت التشريعات الحديثة إلى الجمع بين الوسائل الجنائية وغير الجنائية في تشريعات البورصة<sup>2</sup>. وعلى هذا الأساس، ونظرا لأهمية وضرورة العقوبات الجزائية التي تحمل ردعا شديدا في مواجهة المخالفين مقارنة بالعقوبات التأديبية والإدارية، نجد أنّ أغلب تشريعات العالم قد كرّست هذه العقوبات التي خوّلتها لصالح الجهات القضائية.

## 2- صور العقوبات الجزائية

رغم إتفاق العقوبات الجزائية في هدفها وأهميتها سواء إزاء الشخص المخالف من جهة أو إزاء المجتمع من جهة أخرى، إلا أنّ هذه العقوبات تختلف من حيث مقدارها ومضمونها باختلاف التشريعات.

### أ- موقف المشرع الفرنسي :

إنّ خصوصية الإجراءات الجزائية في مجال الجناح المالية تجد أساسها أولا في طبيعة الجهة القضائية التي تمّ إخطارها، حيث نجد أنّ النص الجديد 1-704 من قانون الإجراءات الجزائية يخوّل الإختصاص المطلق للمحكمة المختصة وهي Tribunal de Grande Instance، في مجال الجناح المالية والتي تجمعها علاقة مع AMF، إذ تلتزم هذه الأخيرة بإعلام الجهات القضائية وكذا وكيل الجمهورية بكل ما يتعلّق بالجناية أو الجناحة المرتكبة مع إرسال المحاضر المتعلقة بها، كما يظهر دور AMF في مجال تحريك الدعاوى في تأهيلها لتلقي الشكاوي والتبليغات وكذلك إمكانيتها في التأسيس كطرف مدني في مجال التعسف في السوق.

<sup>1</sup> الجندي حسني أحمد، القانون الجنائي للمعاملات التجارية، الكتاب الأول، القانون الجنائي للشركات، مرجع سابق، ص14.  
<sup>2</sup> إنّ الأخذ بالحماية الجزائية في جرائم البورصة لا يمنع من الأخذ بالحمايات الأخرى كالحماية المدنية والإدارية، إذ في حين تعمل الأولى على تحقيق الردع العام وإبراز مدى اللاأخلاقية في هذه المخالفات، تجد أنّ الثانية تعمل على تحقيق مواجهة سريعة وفعالة لكثير من السلوكات غير المشروعة قد تقع في البورصة، أنظر محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص261.

تختلف العقوبات الجزائية الصادرة في هذا المجال باختلاف طبيعة الشخص كونه طبيعي أو معنوي.

#### - العقوبات الجزائية تجاه الشخص الطبيعي :

تتمثل هذه العقوبات في كل من عقوبة الحبس من جهة والغرامة المالية من جهة أخرى.

#### الحبس:

تختلف كذلك مدة الحبس باختلاف طبيعة الشخص المخالف من جهة وطبيعة المخالفة بحد ذاتها من جهة أخرى.

فبالنسبة لجنحة استغلال المعلومة الإمتيازية، فمدة الحبس تقدر بسنة واحدة، أما بخصوص جنحة نشر معلومات خاطئة و جنحة التلاعب بالأسعار فمدة الحبس هي سنتين.

بمعنى أن المشرع الفرنسي ميّز في مدة الحبس حسب طبيعة الجنحة.

#### الغرامة المالية:

نفس الوضع طبقه المشرع الفرنسي بشأن الغرامة المالية، حيث يقدر مقدار هذه الأخيرة ب 150.000 أورو أو ثلاث أضعاف مقدار الأرباح المحققة بخصوص جنحة نشر معلومات خاطئة و جنحة التلاعب بالأسعار.

وفي هذا الصدد، فقد تدخل الإجتهد القضائي لوضع بعض التوضيحات بشأن تحديد الربح المحقق<sup>1</sup>.

**أولاً:** يجب إعتبار أن الربح ليس عنصراً منشئاً للمخالفة، إذ لا يؤخذ بعين الإعتبار إلا في وقت توقيع العقوبة لتحديد المقدار أو الحجم.

**ثانياً:** في مجال جنحة استغلال المعلومة الإمتيازية، لا يشترط في عنصر الربح أن يتم تحقيقه من طرف المخالف نفسه، وذلك بموجب قرار مؤرخ في 26 أكتوبر 1995 صادر من غرفة الجنايات لمحكمة النقض<sup>2</sup>.

**ثالثاً:** لا يوجد تحقيقاً لأرباح، ما دام أن الشخص المخالف لم يقيم بإعادة بيع الأوراق المالية محل العمليات.

<sup>1</sup> BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 473.

<sup>2</sup> « L'auteur d'un délit d'initié peut être puni d'une amende proportionnelle au profit obtenu même s'il n'a pas réalisé lui-même les opérations sur le marché ».

أخيرا وفي إطار محاربة بعض الأفعال الإجرامية ، فإنّ القانون المؤرخ في 15 نوفمبر 2001، قد شدّد من عقوبات جنحة استغلال المعلومة الإمتيازية لتصل إلى 7 سنوات و 1500.000 أورو، إذا كان مقدار الأرباح المحققة أقل من هذا المبلغ وذلك في حالة المعلومة الإمتيازية المتعلقة بجناية أو جنحة.

### العقوبات الجزائية تجاه الشخص المعنوي:

لا يمكن قيام مسؤولية الشخص المعنوي إلا إذا تمت المخالفة المرتكبة لحسابه، من طرف أجهزته أو ممثليه، وعليه وطبقا للمادتين L 465.3 و L 573.7 من التقنين النقدي والمالي فإنّ العقوبات الجزائية الصادرة في مواجهة الشخص المعنوي هي:

- دفع الغرامة المالية تبعا للإجراءات المنصوص عليها في المادة 131-38 من قانون العقوبات.

- العقوبات المنصوص عليها ضمن المادة 131-39 من تقنين العقوبات والمتمثلة في :

- حل الشخص المعنوي إذا ما توصل إلى أنّ الشخص المعنوي قد تمّ إنشاؤه قصد ارتكاب الجنحة.

- المنع بصفة دائمة أو لمدة 5 سنوات أو أكثر ممارسة بشكل مباشر أو غير مباشر نفس النشاط الذي تمت بمناسبة الجريمة.

- الوضع تحت المراقبة القضائية لمدة 5 سنوات أو أكثر.

- الغلق النهائي أو لمدة 5 سنوات أو أكثر لمؤسسات الشركة التي ساهمت في ارتكاب الجريمة.

- الإقصاء من الصفقات العمومية بصورة دائمة أو لمدة 5 سنوات أو أكثر.

- المنع بصفة دائمة أو لمدة 5 سنوات أو أكثر للقيام بالإعلان العلني للإدخار.

- المنع لمدة 5 سنوات أو أكثر لإصدار شيكات.

- نشر القرار سواء عن طريق الصحف، أو أية وسيلة إعلام أخرى<sup>1</sup>.

هذه هي قائمة العقوبات التي قد توقع على الشخص المعنوي ، إلا أنّه أثير تساؤل في

هذا الشأن بخصوص الجمع بين المسؤولية الجزائية للشخص المعنوي والمسؤولية الجزائية

<sup>1</sup> BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit. p. 474.

للشخص الطبيعي والذي تمّ الإجابة عليه بموجب الفقرة 3 من المادة 121-2 من قانون العقوبات الذي بيّن أنّ قيام المسؤولية الجزائية للشخص المعنوي لا يمنع قيام المسؤولية الجزائية للشخص الطبيعي ، باعتبارهم فاعلين أصليين أو شركاء لنفس الفعل الإجرامي.

#### ب- موقف المشرع المصري:

كرّس المشرع المصري هو الآخر القواعد الجزائية وذلك عند الإخلال بالأحكام القانونية المنظمة لسوق رأس المال، حيث حدّد مقدار العقوبة السالبة للحرية بالنسبة لجريمة التلاعب بأسعار البورصة مثلا، مع جعل الباب مفتوحا لأي عقوبة أشدّ توجد في أي قانون آخر، إدراكا منه لخطورة الجريمة، وتأثيرها الشديد في سير معاملات البورصة، حيث نصّت الفقرة السادسة من المادة 63 من القانون رقم 95 لسنة 1992 المتعلق بسوق رأس المال المصري على أنّه " مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشدّ منصوص عليها في قانون آخر، يعاقب بالحبس لمدة لا تزيد عن خمس سنوات وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه، ولا تزيد عن مائة ألف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين...كل من عمل على قيد سعر غير حقيقي أو عملية صورية أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق..."<sup>1</sup>.

أمّا بالنسبة لجريمة استغلال المعلومة الإمتيازية، فقد نصّ المشرع المصري ضمن المادة 64 من القانون رقم 95 لسنة 1992 المتعلق بقانون سوق رأس المال أنّه " مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشدّ منصوص عليها في قانون آخر، يعاقب بالحبس لمدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه.

ولا تزيد عن خمسين ألف جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من أفشى سرا اتصل بحكم عمله تطبيقا لأحكام هذا القانون أو حقق نفعاً منه هو أو زوجته أو أولاده أو أثبت في تقاريره وقائع غير صحيحة، أو أغفل في هذه التقارير وقائع تؤثر في نتائجها"<sup>2</sup>.

وبخصوص جريمة تسريب أو نشر معلومات خاطئة أو مظلمة فإنّ الفقرة الرابعة من

المادة 63 من قانون سوق رأس المال لسنة 1992 تنص: "مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشدّ منصوص عليها في قانون آخر يعاقب بالحبس لمدة لا تزيد عن خمس سنوات وبغرامة لا

<sup>1</sup> شعبان أحمد محمود، رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية طبقا لأحدث التعديلات، مرجع سابق، ص 1638.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 1674.

تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد عن مائة ألف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من أصدر عمدا بيانات غير صحيحة عن أوراق مالية التي تتلقى الإكتتاب فيها جهة مرخص لها بتلقي الإكتتابات"<sup>1</sup>.

على ضوء هذه الدراسة، نتوصل إلى تحديد وحصر المشرع المصري للعقوبة الجزائية بين العقوبة السالبة للحرية من جهة وهي الحبس والغرامة المالية من جهة أخرى، لكن المشرع المصري ميّز بين مقدار ومضمون هاتين العقوبتين وذلك حسب طبيعة ونوع الجريمة المرتكبة على مستوى سوق رأس المال، بتعبير آخر، نجد أنّ المشرع المصري لم يوحد العقوبة الجزائية بالنسبة لدائرة الجرائم المرتكبة كالمشرع الجزائري ، إنّما وزّعها وقسّمها حسب نوع الجرائم.

### الحبس:

لقد حدّد المشرع المصري مدة الحبس بخمس سنوات على الأكثر وذلك بعبارة " لا تزيد عن خمس سنوات"، بالنسبة لكل من جريمة التلاعب بأسعار البورصة وكذا جريمة نشر معلومات خاطئة أو مظللة، طبقا للمادة 6/63، و4/43 على الترتيب من القانون رقم 95 لسنة 1992 المتعلق بقانون سوق رأس المال.

أما بالنسبة لجريمة استغلال معلومة إمتيازية، فقد نصّ المشرع المصري على الحبس كعقوبة جزائية سالبة للحرية، لكن خلافا للجريمتين السالفتي الذكر، فلم يحدّد الحد الأقصى وإنّما إكتفى بذكر الحد الأدنى والمتمثل في سنتين<sup>2</sup>.

### الغرامة المالية:

نفس الأحكام المطبقة على عقوبة الحبس، نجدها ضمن عقوبة الغرامة المالية، حيث وحدّ المشرع المصري مقدار الغرامة المالية بالنسبة لجريمة التلاعب بالأسعار ونشر المعلومات الخاطئة، حيث يقدر المقدار الأدنى للغرامة ب 50.000 جنيه والمقدار الاقصى ب 100.000 جنيه.

<sup>1</sup> منير بوريشة ، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، مرجع سابق، ص180.  
<sup>2</sup> صالح البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية وإقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص 254 و255.

أما بالنسبة لجريمة استغلال المعلومة الإمتيازية ، فيتراوح مقدار الغرامة المالية التي يدفعها المخالف بين 20.000 جنية و 50.000 جنية<sup>1</sup> .

وعليه وطبقا لما سبق عرضه، نتوصل إلى القول بأنّ المشرع المصري واستنادا إلى هذه الأحكام التمييزية لم يول إهتماما بجنحة استغلال المعلومة الإمتيازية مقارنة بالجريمتين الأخريتين، مع العلم أن الجريمة الأولى تتضمن خطورة كبيرة جدا على مستوى سوق الأوراق المالية، بالتالي كان على المشرع المصري توحيد مثل هذه الأحكام العقابية على كل الجرائم، لأنها تشترك في نفس النتائج والآثار، إذ تعمل على إضطراب السوق وتزييف آلية العرض والطلب.

### ج- موقف المشرع الجزائري:

يتولى القضاء العادي مهمة النظر في بعض النزاعات ، أو مهمة الفصل في بعض المخالفات المرتبطة بالأحكام التشريعية والتنظيمية<sup>2</sup>.

نشير في هذا الموضوع إلى أنّ المشرع الجزائري أدخل تعديلات فيما يخص جرائم البورصة، حيث وسّع من دائرتها مقارنة لما كان عليه الوضع في المرسوم التشريعي رقم 93-10، لكن لم يعرف أي تعديل بخصوص العقوبات المقررة لهذه الجرائم، حيث أبقى المشرع الجزائري على نفس العقوبات، وتتمثل هذه الأخيرة فيما يلي:

### -الحبس:

تتراوح مدّة الحبس التي يوقعها القاضي على مخالف الأحكام التشريعية والتنظيمية المتعلقة ببورصة القيم المنقولة من ستة(6) أشهر إلى خمس (5) سنوات<sup>3</sup>.  
بمعنى أنّ المشرع الجزائري وطبقا للقواعد العامة، ترك السلطة التقديرية للجهات القضائية وذلك عن طريق تحديد الحدّ الأدنى والأقصى لعقوبة الحبس.

<sup>1</sup> منير بوريشة، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، مرجع سابق، ص139.

<sup>2</sup> تتمثل هذه الجرائم في:

- استغلال معلومات إمتيازية.

- نشر معلومات خاطئة عمدًا، أو مخالطة وسط الجمهور بشتى الطرق.

- كل مناورة تهدف إلى عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة، أنظر المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، بعد تعديلها وتتميمها بموجب المادة 19 من القانون رقم 03، مرجع سابق .

<sup>3</sup> نفس المرجع.

## - الغرامة المالية:

إضافة إلى العقوبة السالبة للحرية المذكورة سالفًا، فقد أخذ المشرع الجزائري كغيره بعقوبات تمسّ بالجانب المالي للمخالف، والتي يقدر مبلغها بـ 30.000 دج مع إمكانية رفع مبلغها إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه<sup>1</sup>.

إن طبقا للسلطة التقديرية، فيمكن للقاضي الحكم بعقوبة الحبس والغرامة معا، أو الحكم بإحدى هاتين العقوبتين فقط<sup>2</sup>.

على ضوء هذه الدراسة وطبقا لمعيار العقوبة المقررة بمعنى الحبس من 6 أشهر إلى خمس سنوات وغرامة قدرها 30.000 دج، نتوصل إلى إعتبار أنّ المشرع الجزائري هذا حذو غيره من التشريعات، حيث تأخذ الجرائم المرتكبة على مستوى أسواق الأوراق المالية، تكييف الجرح وليس تكييفها آخر<sup>3</sup>.

أما بخصوص العقوبات الجزائية الصادرة في مواجهة الشخص المعنوي، نجد أنّ المشرع الجزائري لم يشر إلى ذلك ضمن القوانين المتعلقة ببورصة القيم المنقولة سواءا ضمن المرسوم التشريعي رقم 93-10 أو القانون رقم 03-04، بحجة أن المشرع الجزائري آنذاك لم يكرّس بعد المسؤولية الجزائية للشخص المعنوي، وعليه، وتطبيقا للقواعد العامة، وأمام تكريس المشرع الجزائري للمسؤولية الجزائية للشخص المعنوي<sup>4</sup>، فبإمكاننا تطبيق تلك الأحكام بخصوص المساءلة الجزائية للشخص المعنوي في مجال بورصة القيم المنقولة. بالرجوع إلى أحكام المادة 18 مكرّر من الأمر رقم 66-156، المؤرخ في 8 جوان 1966

<sup>1</sup> المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، بعد تعديلها وتتميمها بموجب المادة 19 من القانون رقم 03، 04، مرجع سابق.

<sup>2</sup> إضافة إلى هذه العقوبات الجزائية، فرض المشرع الجزائري بطلان العمليات المخالفة لأحكام التشريعية والتنظيمية كجزاء مدني، وذلك طبقا لأحكام المادة 60 فقرة أخيرة من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>3</sup> تنص المادة 5 من الأمر 66-156، المؤرخ في 8 جوان 1966، والمتضمن قانون العقوبات بعد تعديلها وتتميمها على أنه "العقوبات الأصلية في مادة الجرح هي:

- الحبس مدة تتجاوز شهرين إلى خمس سنوات ماعدا الحالات التي يقرر فيها القانون حدودا أخرى .

- الغرامة التي تتجاوز 20.000 دج"

<sup>4</sup> القانون رقم 04-15، مؤرخ في 10 نوفمبر 2004، يعدّل ويتّم الأمر رقم 66-156، المؤرخ في 8 جوان 1966 والمتضمن قانون العقوبات، جريدة رسمية عدد 71، صادر في 10 نوفمبر 2004.

والمتضمن قانون العقوبات نجد أنّ العقوبات المطبقة على الشخص المعنوي في مواد الجنايات والجنح هي:

- 1- الغرامة التي تساوي من مرة إلى خمس مرات الحد الأقصى للغرامة المقررة للشخص الطبيعي في القانون الذي يعاقب على الجريمة.
- 2- واحدة أو أكثر من العقوبات التالية:

- حل الشخص المعنوي.
  - غلق المؤسسة أو فرع من فروعها لمدة لا تتجاوز خمس سنوات.
  - الإقصاء من الصفقات العمومية لمدة لا تتجاوز خمس سنوات.
  - المنع من مزاولة نشاط أو عدة أنشطة مهنية أو إجتماعية بشكل مباشر أو غير مباشر، نهائيا أو لمدة لا تتجاوز خمس سنوات.
  - مصادرة الشيء الذي استعمل في ارتكاب الجريمة أو نتج عنها.
  - نشر وتعليق حكم الإدانة.
  - الوضع تحت الحراسة القضائية لمدة لا تتجاوز خمس سنوات ، وتنصب الحراسة على ممارسة النشاط الذي أدى إلى الجريمة أو الذي ارتكبت الجريمة بمناسبةه".
- على ضوء ما تمّ عرضه، نتوصل إلى إعتبار أنّ العقوبات المكرّسة ضمن التشريع الجزائري مقارنة سواءا بنظيره المصري أو الفرنسي، أقل ردها وشدة ، ويظهر ذلك على وجه الخصوص في مقدار الغرامة المحكوم بها، مع الإشارة إلى أنّ المشرع الجزائري لم يدخل أي تعديل على هذه المبالغ وذلك منذ 1993، ربما يعود سبب ذلك إلى وضع السوق المالية الجزائرية التي لا تعرف نشاطا وحركية، وإنّما ركودا وتأخرا، وعليه استبعاد ظهور المخالفات في الجانب من الناحية العملية.

بعد التوصل والتأكد من تكريس معظم التشريعات للسلطة القمعية لصالح السلطات الضابطة لأسواق رؤوس الأموال<sup>1</sup>، وكنتيجة لظاهرة إزالة التجريم ونقل الإختصاص الجزائي لصالح سلطات الضبط، نتساءل عن مدى احترام وتطبيق هذه السلطات للضمانات بمختلف أنواعها، كما هو الوضع بالنسبة للسلطة القمعية التي تمارسها الهيئات القضائية؟

## المبحث الثاني

### الضمانات المقابلة للعقوبات المقررة

تتميز السلطة القمعية التي تتمتع بها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ونظيراتها في التشريعات المقارنة بطابعها الردعي، والمجلس الدستوري الفرنسي لم يقبل بهذه السلطة القمعية إلا بعد إخضاعها لمجموعة من القواعد الدستورية التي تطبق على أية عقوبة جزائية ومن ثم على كل الجزاءات الإدارية، هذه القواعد قد تكون موضوعية (مطلب أول) أم إجرائية (مطلب ثاني) مستمدة من قانون العقوبات، أو قضائية (مطلب ثالث) نتيجة إعتبار القرارات التي تصدرها سلطات الضبط قرارات إدارية بعيدة عن كونها أحكام أو قرارات قضائية، بمعنى خضوع السلطة القمعية لسلطات ضبط أسواق رؤوس الأموال إلى رقابة قضائية<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> لقد وضع المجلس الدستوري الفرنسي بعض القواعد لتأطير ممارسة السلطة القمعية التي خولها التشريع لصالح السلطات الإدارية المستقلة، ومن بين هذه القواعد نذكر:  
- أولاً، يجب ألا تكون العقوبة سالبة للحرية.  
- ثانياً، يجب أن تخول السلطة القمعية لصالح سلطات الضبط، لكن في الحدود اللازمة والضرورية لتأدية هذه الأخيرة لمهامها.  
- أخيراً، إن تطبيق هذه السلطة القمعية يجب أن ترفق بتدابير موجهة لحماية الحقوق والحريات المضمونة دستورياً. أنظر، ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, op. cit. p. 81.

<sup>2</sup> BRISSON Jean-François, « Les pouvoirs de sanction des autorités de régulation et l'article 6§1 de la convention européenne des droits de l'homme » AJDA, 20 Novembre 1999, p. 854.

## المطلب الأول

### الضمانات القانونية الموضوعية

إن القانون الأساسي وقانون العقوبات أو قانون الإجراءات الجزائية لأغلب دول العالم تتضمن مجموعة من الضمانات الأساسية التي تلتزم السلطات القضائية بمراعاتها عندما تمارس سلطتها القمعية.

وقد صاحب نقل الاختصاص من القاضي الجنائي لصالح سلطات الضبط، مسألة نقل الضمانات التي كان يضمنها القانون الجنائي وذلك بهدف حماية حقوق الأفراد من كل إحفاف أو تعسف عن طريق مراعاة كل من مبدأ الحياد ، مبدأ الشفافية والنزاهة ، مبدأ التناسب<sup>1</sup>.  
نشير في هذا الموضوع إلى أن السرعة والفعالية التي تتسم بها سلطات الضبط ليس مبررا وسببا للتقليل من الضمانات الأساسية لتحقيق محاكمة عادلة. ومن أهم هذه الضمانات القانونية الموضوعية نذكر:

### الفرع الأول

#### مبدأ الشرعية

يعني مبدأ الشرعية أنه لا جريمة ولا عقوبة إلا بنص قانوني يحدد تلك الجريمة والجزاء المقرر لها بألفاظ كافية ومحددة. ويعد من أهم المبادئ التي تحمي حريات الأفراد وحقوقهم، لذا حرصت أغلب المواثيق الدولية و دساتير الدول على النص عليه صراحة.  
إذ نصت عليه المادتان 10 ، 11 من الإعلان العالمي لحقوق الإنسان، وكذا المادتان 8،5 من إعلان حقوق الإنسان والمواطن<sup>2</sup>.

فماذا عن تطبيقه في مجال السلطة القمعية المخولة لسلطات ضبط سوق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> BORNET Jean-Pierre, « La vigilance des autorités de contrôle », Revue de Droit Bancaire et Financier N° 06 , novembre-décembre 2002, p. 272.

<sup>2</sup> محمد سعد فوده، النظرية العامة للعقوبات الإدارية "دراسة فقهية قضائية مقارنة"، ص 200، 201.

## أولاً: موقف المشرع الفرنسي

لقد أكد المجلس الدستوري الفرنسي على ضرورة احترام مبدأ الشرعية ليس فقط في مجال العقوبات الجنائية، بل على كل الجزاءات التي تتسم بالطابع الردعي ولو أعلنت بواسطة سلطة غير قضائية<sup>1</sup>.

وعليه، وبالرجوع إلى الأحكام المنظمة للسوق المالية الفرنسية، نجد أن المشرع الفرنسي خول لـ AMF وبالخصوص اللجنة العقابية سلطة توقيع العقوبات، وذلك تطبيقاً لأحكام المادة L621-14-1 من التقنين النقدي والمالي، حيث نص على تلك الأفعال التي تعتبر بمثابة مخالفات تخضع للعقاب، بتعبير آخر كرّس المشرع الفرنسي مبدأ شرعية الجرائم<sup>2</sup>.

ومن جانب آخر نجده وضع مجموعة من العقوبات والتدابير المقابلة لمثل هذه المخالفات، بمعنى مبدأ شرعية العقوبات وذلك تطبيقاً للمادة L621-III,15 من التقنين النقدي والمالي والمادة L 621-16-1 منه.

## ثانياً: موقف المشرع المصري

باعتبار أن الجزاء الإداري هو في الحقيقة إجراء مقيد لحقوق الأشخاص، فلا يجوز للهيئات الإدارية توقيعه ما لم يرخص به المشرع ابتداءً، بمعنى تتوقف مسألة توقيع الجزاء الإداري على مدى وجود نص قانوني، بحكم أن للمشرع وحده سلطة تحديد الإجراءات المقيدة للحريات والحقوق الأساسية<sup>3</sup>، وعلى هذا الأساس وبالرجوع إلى قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية نجد أنه يتضمن أحكاماً خاصة تبين من خلالها الأفعال التي

<sup>1</sup> STASIAK Frédéric, « Les sanctions par les autorités de régulation : les exemples du droit boursier et du droit de la concurrence » in BOULOC Bernard, (sous la direction de), Autorités de régulation et vie des affaires, op. cit. p. 114.

<sup>2</sup> La commission des sanctions de l'AMF est désormais compétente, selon l'article 1 621-14-1 du code monétaire et financier pour sanctionner « des pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires, lorsque ces pratiques sont de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ou ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ou de faire bénéficier les émetteurs ou les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles ».

<sup>3</sup> محمد سامي الشوا، القانون الإداري الجزائري، "ظاهرة الحد من العقاب" دار النهضة العربية، القاهرة، 1996، ص142.

تعد مخالفات معاقب عليها من جهة والعقوبات المخصصة لها من جهة أخرى، بمعنى لا تتولى الهيئة العامة لسوق المال سلطة توقيع الجزاءات التأديبية والإدارية إلا بناء على نص قانوني<sup>1</sup> تتمثل النصوص القانونية الموضحة للمخالفات في كل من المادتين 30 و31 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، وباستقراء هذه النصوص نجد أن المشرع يفرق بين ثلاثة أنواع من المخالفات<sup>2</sup>.

نفس المواد تبين في الوقت نفسه العقوبات والجزاءات الموقعة على المخالفين وذلك حسب طبيعة ونوع المخالفة<sup>3</sup>.

### ثالثا: موقف المشرع الجزائري

سلك المشرع الجزائري مسلك التشريعات المقارنة، حيث نص في أحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10 على تلك المخالفات التي تسمح للغرفة التأديبية بانعقاد اختصاصها التأديبي<sup>4</sup>.

كما وضع في جانب ثاني تلك الجزاءات المناسبة التي بإمكانها إصدارها<sup>5</sup>.  
يتبين لنا على ضوء هذه الأحكام أن المشرع الجزائري اكتفى بسرد قائمة العقوبات التأديبية التي قد توقعها الغرفة التأديبية، لكن لم يضع أحكاما تفصيلية في هذه المسألة، حيث لم

<sup>1</sup> هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دراسة قانونية مقارنة، مرجع سابق، ص149.  
<sup>2</sup> النوع الأول يتعلق بمخالفة أحكام قانون سوق المال أو لائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة هيئة سوق المال الصادرة تنفيذا للقانون.

النوع الثاني يتعلق بنشوب خطر يهدد سوق المال أو المساهمين في الشركة أو المتعاملين معها.  
النوع الثالث يتعلق بفقدان الشركة شرطا أو أكثر من شروط الترخيص.  
<sup>3</sup> في مواجهة النوع الأول من المخالفات، رصد المشرع المصري ثلاثة جزاءات هي الإنذار، وفق نشاط الشركة وإلغاء الترخيص.

وفي مواجهة النوع الثاني من المخالفات، تندرج العقوبات من التنبيه إلى منع الشركة من مزاوله كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاوتها مروراً بمطالبة رئيس مجلس إدارة الشركة بدعوة المجلس للإنعقاد للنظر في المخالفات وإزالتها وتعيين عضو مراقب بمجلس إدارة الشركة وأخيرا حل مجلس إدارة الشركة وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتا لحين تعيين مجلس إدارة جديد، وإلزام الشركة المخالفة بزيادة قيمة التأمين المودع منها.

أما النوع الأخير من المخالفات، فتتمثل جزاءاتها في الإنذار، وفق نشاط الشركة، إلغاء الترخيص.  
<sup>4</sup> تنص المادة 53 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 على أنه:

"تكون الغرفة المذكورة أعلاه مختصة في المجال التأديبي لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء في عمليات البورصة وكل مخالفة لأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم"  
<sup>5</sup> تنص المادة 1/55 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 على أنه "العقوبات التي تصدرها الغرفة في مجال أخلاقيات المهنة والتأديب هي:

- الإنذار.  
- التوبيخ.  
- حظر النشاط كله أو جزئه مؤقتا أو نهائيا.  
- سحب الاعتماد.  
- و/أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة ملايين دينار أو بمبلغ يساوي الربح المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب.

يبين متى تتخذ الغرفة التأديبية عقوبة التوبيخ، ولا حظر النشاط، ولا سحب الاعتماد، ومن جانب آخر لما فرض العقوبات المالية، فلم يفصل في الحالات التي تفرض الغرامة المالية كعقوبة مستقلة، والحالات التي تفرض بجانب العقوبات الأخرى ، بمعنى منح المشرع الجزائي في هذا الجانب سلطة تقديرية واسعة لصالح الغرفة الفاصلة في المجال التأديبي .

## الفرع الثاني

### مبدأ تناسب العقوبة مع الجريمة

يعد مبدأ التناسب من الضمانات الهامة في مجال قانون العقوبات الإدارية شأنه في ذلك شأن القانون الجنائي، وقد نصت عليه المادة 8 من إعلان حقوق الإنسان والمواطن لسنة 1789<sup>1</sup>، إذ تلتزم الجهة الإدارية حال اختيارها للجزء الإداري وتوقيعه بمراعاة مبدأ تناسب الجزاء مع الفعل المخالف، بوصف الجزاء رد فعل قانوني لما وقع من أفعال غير مشروعة مكونة بالفعل لجرائم إدارية ، ومقتضى التناسب ألا تغلو السلطة المعنية بتحديد الجزاء في اختياره، بل عليها أن تختار ما يكون ضروريا وملائما لمواجهة الخرق القانوني أو المخالفة الإدارية وما يترتب على اقترافها من آثار<sup>2</sup>.

يترتب على إكمال هذا المبدأ في نطاق العقوبات الإدارية التزامان أساسيان على السلطة متخذة الجزاء وهما .

#### - الإلتزام بالمعقولية في اختيار الجزاء:

المقصود به هو اقتران حجم العقوبة بمدى خطورة الفعل المرتكب، بتعبير آخر لا بد من مراعاة عدة معايير لإقامة الموازين بالقسط ، منها:

- خطورة المخالفة على المصالح الفردية أو الإدارية.

- مدى ما حققه المخالف من منفعة أو مزايا نتيجة ارتكابه للمخالفة.

#### - الإلتزام بعدم تعدد العقوبات عن مخالفة واحدة: Non bis in idem

يعود أصل هذا الإلتزام إلى المبدأ القانوني "امتناع عقاب المتهم عن فعل أكثر من مرة"، ذلك أن الجزاء تتحقق غايته بمجرد إنزاله على المخالف، فإذا عوقب مرة أخرى عن

<sup>1</sup> « La loi ne doit établir que des peines strictement et évidemment nécessaires... »

<sup>2</sup> محمد سعد فوده، النظرية العامة للعقوبات الإدارية "دراسة فقهية قضائية مقارنة"، مرجع سابق، ص 207.

ذات الفعل، فإن هذا يعد إفراطاً في العقاب ليس له ما يبرره وأعتبر خرقاً للتناسب وهو ما أكدته محكمة النقض المصرية والمحكمة الدستورية العليا في العديد من الأحكام<sup>1</sup>.

### أولاً: موقف المشرع الفرنسي من مبدأ التناسب

لقد سبق للمجلس الدستوري الفرنسي بموجب قرار صادر منه بتاريخ 17 جانفي 1989، أن تدخل بخصوص تناسب العقوبات التي يصدرها المجلس الأعلى للسمعيات والمرئيات، ونفس الموقف اتخذه المشرع الفرنسي بموجب القانون المؤرخ في 02 أوت 1989، الذي خول سلطة العقاب لـ COB<sup>2</sup>.

كما اعتبر المجلس الدستوري الفرنسي عن طريق القرار المؤرخ في 28 جويلية 1989، أن مبدأ التناسب لا يتعلق فقط بتلك العقوبات التي تنطق بها الجهات القضائية القمعية، إنما تمتد إلى كل جزاء ذات طابع ردي، حتى ولو ترك المشرع صلاحية النطق بها لسلطة من طبيعة غير قضائية.

وحالياً وأمام ظهور القانون المتعلق بالأمن المالي الصادر في 2003، فإن الالتزام بتحديد مقدار العقوبة المتخذة ضد الأفعال المرتكبة والماسة بحسن سير السوق، يفرض على لجنة العقوبات المتواجدة على مستوى AMF الأخذ بعين الاعتبار خطورة الأفعال المرتكبة والأرباح المحققة<sup>3</sup>.

فالمادة L 621-15 من التقنين النقدي والمالي وضعت معيارين يتخذان في الحسبان للنطق بالعقوبة وهما:

- خطورة الأفعال المرتكبة من جهة.

- الأرباح المحققة من إجراء المخالفات، من جهة أخرى<sup>4</sup>.

هذا ما يبرر الرفع من مقدار مليون ونصف أورو لتصل إلى عشر مرات مقدار الأرباح المحققة.

<sup>1</sup> حكم محكمة النقض المصرية المؤرخ في 12 مارس 1962، وحكم المحكمة الدستورية العليا المؤرخ في 02 جانفي 1993.

<sup>2</sup> ODERZO Jean- Claude, Les autorités administratives indépendantes et la constitution, thèse de doctorat en Droit et de Science politique d'Aix – Marseille, décembre 2000, p. 428.

<sup>3</sup> MARTIN LAPRADE Frank, « Les droits de la défense après la notification de griefs » *Revue Lamy Droit des Affaires*, n°40, Juillet 2009, p. 87.

<sup>4</sup> « Le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements ».

لكن، من الناحية العملية، وعلى ضوء هذه المعايير، قد يشوب بعض العقوبات التي تتخذها السلطات الإدارية عيب عدم التناسب، لذا وجد الطعن أمام القضاء ضد القرارات العقابية و اعتبر بمثابة رقابة فعلية لتناسب العقوبة مع المخالفة المرتكبة، إذ غالبا ما تدخلت محكمة استئناف باريس لتعديل مقدار العقوبة المالية التي أصدرتها واتخذتها لجنة عمليات البورصة (COB) إزاء المخالف<sup>1</sup>.

هذا فيما يخص الالتزام بالمعقولية ومدى الأخذ بمعيار خطورة الفعل وحجم الأرباح المحققة، كما أن إحترام المعقولية في توقيع العقوبات أمر يؤدي إلى تغيير هذه الأخيرة حسب الظروف والأشخاص ، وعليه يمكن للهيئة القضائية أن تراقب هذا التناسب بين الفعل المجرم والعقوبة

أما بالنسبة للالتزام الثاني المتعلق بمسألة الجمع بين العقوبة الإدارية المالية والعقوبة الجزائية فإن المجلس الدستوري الفرنسي عرف ترددا في هذا الشأن، إذ بعدما رفض الجمع بين النوعين من العقوبات في بادئ الأمر، تراجع عن ذلك وسمح أو أجاز الجمع، لكن مع وضع حدود أو شروط أهمها ألا تزيد العقوبات عند التماثل بينهما الحد الأقصى المقرر لإحداهما<sup>2</sup>.

### ثانيا: موقف المشرع المصري

نص قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 على بعض الجزاءات المدنية والإدارية وبعض التدابير الإدارية التي يمكن توقيعها على مرتكبي السلوكات غير المشروعة التي تقع في بورصة الأوراق المالية، لتتراوح هذه الجزاءات بين الإلغاء، البطالان، التعويض، وفق النشاط، إلغاء التراخيص<sup>3</sup>.

تختلف هذه الجزاءات باختلاف طبيعة المخالفات المرتكبة.

<sup>1</sup> La COB, par décision du 03 Novembre 2004 avait infligé deux sanctions pécuniaires d'1 million d'euros , l'une contre Jean-Marie MESSIER, l'autre contre la société Vivendi Universal. Mais la cour d'appel de Paris a du les juger disproportionnées puisqu'elle les a respectivement ramenées à 500 000 et 300 000 euros, voir Revue mensuelle AMF, n°18, octobre 2005.

<sup>2</sup> DUCOULOX-FAVARD Claude, « La double peine pour les infractions boursières », Revue Banque et Droit , juillet- aout 2001, p. 22.

<sup>3</sup> هشام فضلي، إدارة محاقظ الأوراق المالية لحساب الغير، دراسة قانونية مقارنة، مرجع سابق، ص 146-147.

فبالنسبة لحالات مخالفة أحكام قانون سوق المال أو لائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة هيئة سوق المال الصادرة تنفيذا للقانون، نجد أن المشرع المصري لم يراع مبدأ التدرج والتنوع في الجزاءات المرصودة في المادة 30 من قانون سوق المال، إذ لا تتيح هذه الجزاءات توقيع العقوبة بالقدر الذي يتناسب مع المخالفة المرتكبة، وذلك لافتقار طابع التعدد والتنوع على النحو الذي سار عليه المشرع الفرنسي من الإنذار إلى شطب الترخيص مروراً باللوم والمنع من مزاولة النشاط، بالإضافة إلى الجزاء المالي، وهذا التعدد حتمي وضروري لكي يتلاءم الجزاء الإداري مع نوع وجسامته المخالفة المرتكبة، الأمر الذي نجده غائب في التشريع المصري، بمعنى لم يراع المشرع المصري مبدأ التناسب في مثل هذه المخالفات.

أما بالنسبة للمخالفات الخاصة بنشوب خطر يهدد استقرار سوق المال أو مصالح المساهمين في الشركة أو المتعاملين معها، نجد أن المشرع قد رصد العديد من الجزاءات في المادة 31 مراعيًا مبدأ التدرج والتنوع، مع العلم أن المخالفة الخاصة بعدم احترام القوانين واللوائح هي الأولى بإتباع هذا المبدأ بحكم أنها الأكثر وقوعاً من الناحية العملية<sup>1</sup>.

كما وجه صالح البربري انتقاداً بخصوص عدم تمتع الهيئة العامة لسوق المال بسلطة توقيع الغرامات المالية كتلك التي توقعها COB و COSOB، إذ أنه ليس هناك جزاء وسط بين وقف النشاط لمدة أقصاها شهر وبين إلغاء الترخيص، علماً أن هذه العقوبات في حديها الأدنى والأقصى قد لا تتلاءم مع نوع وجسامته المخالفة، ليقتراح أن تكون عقوبة وقف النشاط في حالة العود وترك وقف النشاط للمحكمة المختصة<sup>2</sup>.

وعليه، وأمام هذه النقائض، كان لزاماً على المشرع المصري أن يراجع نفسه وذلك بتحويل العقوبات المالية لصالح هيئة سوق المال، مع إعادة النظر في كيفية توقيعها، وذلك بفرض مبالغ مالية تتماشى مع خطورة الأفعال المرتكبة من جهة والأرباح المحققة أو المحتمل تحقيقها من جراء الأفعال غير المشروعة من جهة أخرى.

<sup>1</sup> هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دراسة قانونية مقارنة، مرجع سابق، ص 147-148.  
<sup>2</sup> صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص 144-145.

## ثالثا: موقف المشرع الجزائري

لقد كرس المشرع الجزائري هو الآخر مبدأ التناسب في مجال بورصة القيم المنقولة، ويظهر ذلك من خلال أحكام المادة 55 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 ، حيث تنص "العقوبات التي تصدرها الغرفة في مجال أخلاقيات المهنة والتأديب هي ... و/أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة ملايين دينار أو بمبلغ يساوي الربح المحتمل تحقيقه خطأ المرتكب".

على ضوء أحكام هذه الفقرة، يتجلى لنا أخذ المشرع بمبدأ التناسب حيث تم اقتران العقوبة بالأرباح المحتملة تحقيقها نتيجة الخطأ المرتكب، بمعنى أنه حتى ولو لم يتم التحقيق الفعلي لهذه الأرباح، وإنما يحتمل تحقيقها نتيجة الخطأ ، فإن الغرفة التأديبية ينعقد اختصاصها في العقاب.

أما بالنسبة للشق الثاني من مبدأ التناسب والمتمثل في إمكانية الجمع بين العقوبات وأهمها الجمع بين العقوبات التأديبية التي تختص بها الغرفة التأديبية من جانب ، والعقوبات الجزائية التي يختص بها القضاء من جانب آخر، خاصة العقوبات ذات الطابع المالي، فلا نلمس أي تدخل في هذا الموضوع ولا تبرير لا من طرف القضاء ولا من طرف المشرع، ربما يعود السبب الأول إلى حداثة سلطات الضبط هذه ضمن المنظومة القانونية الجزائرية. وعليه، فكان لزاما على المشرع التدخل من أجل تعديل مثل هذه الأحكام طالما أن غاية العقوبة جنائية أو إدارية هي واحدة قمعية. وذلك لتحقيق التناسب بين الفعل المرتكب والعقوبة الموقعة، وعدم التعسف أو الإجحاف في حقوق المتهم.

## المطلب الثاني

### الضمانات القانونية الإجرائية

بجانب الضمانات القانونية الموضوعية السابق ذكرها، تتواجد ضمانات قانونية أخرى ذات طابع إجرائي لا بد من توفرها حتى تتحقق الشفافية والنزاهة على مستوى أعمال ووظائف سلطات ضبط سوق الأوراق المالية ، وبالتالي إضفاء طابع الشرعية عليها، ومن بين أهم هذه الضمانات والمقتبسة من القانون الجزائري ، نذكر ضرورة احترام ومراعاة حقوق

الدفاع وذلك لمنع الإجحاف في حقوق الأشخاص المتهمين والتعسف فيها، وكذا ضرورة تسبب تلك القرارات المتضمنة العقوبات الصادرة في مواجعتهم.

## الفرع الأول

### مراعاة حق الدفاع

لقد تم تكريس هذا المبدأ وهذه الضمانة من طرف أغلب دساتير وتشريعات دول العالم وذلك قصد تحقيق حماية حقوق الأشخاص المتهمين في المجال الجزائي وكذا ضمن التشريعات المنظمة للمجالات الأخرى غير الجنائية، كذلك العقوبات التي توقعها السلطات الإدارية<sup>1</sup>.

ينقسم مبدأ أو ضمانة حقوق الدفاع إلى قسمين أو شقين هما: حق الإستعانة بمدافع من جهة وحق الإطلاع على الملف من جهة أخرى<sup>2</sup>، ونشير في هذا الصدد إلى اختلاف طريقة ودرجة تكريس هذه الضمانة وذلك من تشريع إلى آخر.

#### أولاً: موقف المشرع الفرنسي

إن الحق في الدفاع ، يتعلق في بعض جوانبه بمبدأ المواجهة، حيث لا يمكن للشخص أن يضمن دفاعه إلا إذا كان على علم بجميع العناصر والمعلومات الموجهة ضده، فهذا الحق يمثل ضرورة من بين الضرورات التي يتطلبها مبدأ المواجهة.

تضمنت أحكام المادة 3/6 من الاتفاقية الأوروبية لحقوق الإنسان على وجه الخصوص الضمانات المتعلقة بالدعوى الجزائية، ومن بينها الحق في الاستعانة بمحامي وسماع الشهود.

في مجال سوق الأوراق المالية، فقد تم تكريس حقوق الدفاع، حيث بإمكان الشخص محل المتابعة من طرف COB الدفاع عن نفسه شخصياً دون الاستعانة بمحامي إن أراد ذلك، في هذه الحالة يجوز له الحصول على جميع النسخ من وثائق ملفه، كما لو أنه محامي.

لكن من الناحية العملية، ونظراً للطابع التقني الذي يتسم به مجال البورصة من جهة، وضخامة المبالغ المالية التي قد تصدرها السلطات الضابطة من جهة أخرى، فإنه غالباً ما يتم الاستعانة بمدافع له خبرة ودراية في الميدان.

<sup>1</sup> محمد سعد فوده ، النظرية العامة للعقوبات الإدارية ، دراسة فقهية قضائية مقارنة ، مرجع سابق ، ص 178.  
<sup>2</sup> ZOUAIMIA Rachid, Droit de la responsabilité disciplinaire des agents économiques , op.cit.p. 91.

ونشير في هذا الصدد إلى أن المشرع الفرنسي لم يكتف بتكريس حقوق الدفاع ضمن مرحلة توقيع العقوبة فحسب، وإنما أجازها حتى في مرحلة التحقيق الإداري. وعليه فتطبيق مبدأ المواجهة وتنظيم الدفاع من بين المسائل التي نص عليها صراحة المرسوم المؤرخ في 01 أوت 2000 والمتعلق بإجراء العقوبة المتخذ من طرف COB . بجانب حق الاستعانة بمدافع، كرس المشرع الفرنسي ضمانات أخرى قبل توقيع العقوبة كوجوب إخطار صاحب الشأن بالتهمة الموجهة ضده وتمكينه من الدفاع عن نفسه وإعطائه مهلة لإعداد دفاعه وتمكينه من تقديم مذكراته ودفعه، وعليه، منح المشرع الفرنسي لصالح الشخص المتهم مهلة شهر لتقديم ملاحظاته كتابيا لرئيس لجنة العقوبات وإذا كان موطن أحد الأشخاص المتهمين خارج الإقليم الاقتصادي الأوروبي، فله مهلة شهرين لذلك<sup>1</sup>.

### ثانيا: موقف المشرع المصري

يستوجب حق الدفاع عدم جواز توقيع أي جزاء إلا بعد مواجهة المخالف بالوقائع المنسوبة إليه وسماع ملاحظاته بخصوص تلك الوقائع ، أي ضرورة إخطار المخالف بطبيعة وسبب الاتهام في أسرع وقت وإتاحة الوقت المناسب والتسهيلات اللازمة لإعداد دفاعه<sup>2</sup>. وبخصوص سوق الأوراق المالية المصري، نجد أن المشرع المصري كرس البعض من القواعد لحق الدفاع منها إخطار المعني بالأمر بالتهمة المنسوبة إليه، ومنحه الوقت لتقديم ملاحظاته حيث أوجب القانون على رئيس الهيئة قبل أن يصدر قراره بمنع أي شركة عن مزاولة النشاط، طبقا للمادة 30 من القانون رقم 95 لسنة 1992، أن يوجه إنذار إلى الشركة يتضمن كل أو بعض ما تضمنه تقرير التفتيش من ملاحظات للرد عليها كتابة خلال أسبوعين، فإذا لم يرد رد الشركة خلال أسبوعين، أو كان الرد غير كاف، كان لرئيس الهيئة اتخاذ الإجراء القانوني المناسب<sup>3</sup>.

فإذا ما قامت الشركة بالرد في المواعيد المقررة وتعهدت بإزالة أسباب المخالفات وقبلت الهيئة ذلك، تقوم لجنة التفتيش بمتابعة نتائج التفتيش السابق للتحقق من تصحيح

<sup>1</sup> MERVILLE Anne - Dominique, Droit des marchés financiers, op. cit. p. 63. et OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, op. cit. pp.107-108.

<sup>2</sup> هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دراسة قانونية مقارنة، مرجع سابق، ص 150.

<sup>3</sup> شعبان أحمد محمود ورجب عبد الحكيم سليم ، شرح أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية طبقا لأحدث التعديلات ، مرجع سابق ، ص 1299 .

المخالفات والأخطاء وإزالة أوجه القصور، وذلك بالقيام بتفتيش مفاجئ على الشركة، فإذا لم يتحقق ذلك كان لرئيس الهيئة اتخاذ الإجراء القانوني المناسب.

أما في حالة عدم إتباع الهيئة الإجراءات القانونية المشار إليها ، وقامت بتوقيع الجزاء الإداري على الشركة دون إنذار، ودون أن تمنح الشركة مهلة للرد على الهيئة، تكون بذلك قد خالفت القانون بإهدار حق الدفاع ، وكان قرارها مشوباً بعيب مخالفة القانون ، مما يلحق به البطلان، لأن احترام حق الدفاع من المبادئ القانونية العامة التي توجد بغير نص.

ويجمع الفقه والقضاء الإداري على أن كل القرارات الإدارية الصادرة بتوقيع جزاء أيا كانت طبيعته، يجب ألا يخل بحق الدفاع وذلك على النحو التالي:

1- يجب أن يحاط المتهم علماً بالتهمة الموجهة إليه بشكل دقيق على أن تترك له الفرصة بعد ذلك ليعد دفاعه ولا يجوز له أن يفاجأ بالتهمة.

2- يجب أن يسمح للمتهم من الدفاع عن نفسه، فتسمع أقواله وما يبديه من دفوع.

3- يجب تحقيق دفاع المتهم، فيستدعي الشهود للتحقيق سواء شهود النفي أو الإثبات ويطلع على الأوراق والسجلات التي استشهد المتهم بها أو التي كانت لها أهمية واضحة في إثبات التهم<sup>1</sup>.

وتدعيماً لهذا الموقف، فقد تدخلت المحكمة الإدارية العليا في 24/03/1956 عن طريق حكم صادر منها لتعتبر أن حق الرد والدفاع في مواجهة التهم المنسوبة هو حق أصيل يكون ركناً أساسياً من أركان الإجراءات القانونية السليمة، ولا يحتاج إلى نص خاص يقره، إذ هو مستقر في الضمير وتمليه العدالة المثلى ولا يحتاج إلى نص يقره<sup>2</sup>.

### ثالثاً: موقف المشرع الجزائري

لقد كرس المرسوم التشريعي المتعلق ببورصة القيم المنقولة بعض القواعد التي تساهم في تأطير السلطة التأديبية التي تمارسها الغرفة التأديبية المتواجدة على مستوى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وذلك لصالح الأشخاص الخاضعين للسلطة القمعية لهذه الغرفة منها مراعاة حقوق الدفاع.

<sup>1</sup> صالح البريري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مرجع سابق ص149-158.

<sup>2</sup> شعبان أحمد محمود ورجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية طبقاً لأحدث التعديلات، مرجع سابق، ص 1392.

- الإستعانة بمدافع: لقد نص المرسوم التشريعي رقم 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة على هذه الضمانة وذلك في مواجهة كل شخص يقدم للجنة معلومات في القضايا المطروحة عليها، وذلك قصد تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والرقابة، حيث " يحق لكل شخص تم استدعاؤه أن يستعين بمستشار من اختياره"<sup>1</sup>.

إضافة إلى هذه الأحكام وفي إطار تنفيذ الإجراءات القمعية ، بمعنى في مرحلة توقيع العقوبة ضمن الغرفة التأديبية، ينص القانون على أنه " لا تصدر أي عقوبة ما لم يستمع قبل ذلك إلى الممثل المؤهل للمتهم أو ما لم يدع قانونا للإستماع إليه"<sup>2</sup>.

- الإطلاع على الملف: يعتبر حق الإطلاع على الملف من بين المتطلبات الأولى لمبدأ المواجهة، وفي مجال بورصة القيم المنقولة، نجد أن المشرع الجزائري لم يشر صراحة إلى هذه الضمانة لا في المرسوم التشريعي رقم 93-10، ولا ضمن القانون رقم 03-04، على خلاف بعض المجالات الاقتصادية والمالية الأخرى<sup>3</sup> ، وآخرها تلك المتعلقة بمجال النقد والقرض ، أين راجع المشرع نفسه ، ليكرس ضمانات الإطلاع على الملف ، وذلك ضمن الأمر رقم 04-10 ، تحقيقا لمحاكمة عادلة ومنصفة<sup>4</sup>.

وأمام غياب نص صريح في مجال البورصة ، يمكن الاستعانة بأحكام النظام الداخلي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لتغطية هذا الفراغ القانوني، إلا أنه وبعد الرجوع إلى هذا النظام، فلا نلمس أية إشارة للإجراءات التأديبية<sup>5</sup>.

الأمر الذي يجعلنا نؤكد تكريس المشرع الجزائري لحقوق الدفاع جزئيا أو نسبيا في مجال بورصة القيم المنقولة، حيث نص بصريح العبارة على حق الاستعانة بالدفاع ولم ينص لا صراحة ولا ضمنا على حق الإطلاع على الملف، الأمر الذي يقلص من حماية حقوق

<sup>1</sup> المادة 38 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 56 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، معدل ومتمم، مرجع سابق.

<sup>3</sup> مثلا المادة 1/37 من القانون رقم 03-2000، المؤرخ في 05 أوت 2000، يحدد القواعد العامة المتعلقة بالبريد والمواصلات السلوكية واللاسلكية، مرجع سابق.

وكذا المادة 146 من القانون رقم 01-02، المؤرخ في 05 فيفري 2002، يتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز بواسطة القنوات، مرجع سابق .

إضافة إلى المادة 114 مكرر من الأمر رقم 03-11 ، المؤرخ في 26 أوت ، المتعلق بالنقد والقرض ، معدل ومتمم بموجب الأمر رقم 10-04 ، المؤرخ في 26 أوت 2010 ، يتعلق بالنقد والقرض ، جريدة رسمية عدد 50 ، صادر في 1 سبتمبر 2010 .

<sup>4</sup> المادة 114 مكرر من الأمر رقم 03-11 ، المؤرخ في 26 أوت ، المتعلق بالنقد والقرض ، معدل ومتمم بموجب الأمر

رقم 10-04 ، المؤرخ في 26 أوت 2010 ، يتعلق بالنقد والقرض ، جريدة رسمية عدد 50 ، صادر في 1 سبتمبر 2010

<sup>5</sup> النظام الداخلي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 28 فيفري 1999، غير منشور.

الأشخاص المتابعين بحجة عدم إمكانيتهم مناقشة الأفعال المنسوبة ضدهم من حيث صحتها ونسبتها إليهم وحقيقة تكييفها وتقديم ملاحظاتهم.

## الفرع الثاني

### التسبيب

نقصد به قيام الإدارة ببيان أو ذكر السبب الذي حملت عليه قرارها واستندت إليه في إصداره، وذلك لإضفاء نوع من الشفافية على هذا التصرف، حيث تحيط صاحب الشأن بأسباب اتخاذ القرار حتى يحدد موقفه، إما أن يقتنع به إذا تبين له صوابه من وجهة نظره، وإما ألا يقتنع فيسلك سبل القانون للتخلص منه إما تظلما منه أو طعنا فيه، وبذلك يكون التسبيب إجراء فعلا يستبعد الشك في مدى سلامة القرار ويزيل الريب في صحته.

كما يعتبر التسبيب عوناً للقاضي في رقابته على صحة القرار، يتبين مدى صحة أو خطأ الإدارة في اتخاذ استنادا إلى ما ذكرته من أسباب<sup>1</sup>.

لا يكفي لصحة الجزاء أن يكون التسبيب قائما، وإنما يلزم أن يكون كاملا، فإن جاء ناقصا عد كما لو كان عدما وأحدث ذات أثره في بطلان الجزاء، وكمال التسبيب يعني ذكر الوقائع المنسوبة لذي الشأن والتي تمثل خروج القانون، ما ثبت في جانبه، وما انتفى منها عنه، وأسباب ذلك والحجج التي تدرع بها مردودا عليها، وأخيرا السبب أو الأسباب النهائية التي حمل عليها القرار.

ومن جهة أخرى لا بد أن يكون التسبيب واضحا لا غامضا، ومحكما لا مرسلا، تتجلى منه العناصر التي حملت الإدارة على إصداره في عبارات دقيقة بالغة الوضوح.

ويستلزم الأمر كذلك لصحة التسبيب أن يكون محددا خاصا بواقعة بذاتها أو يشخص بعينه أو بمجموعة من الأشخاص تتماثل الوقائع المنسوبة إليهم تماثلا نوعيا وظرفيا، فلا يكون عاما يتعلق بطائفة من الأشخاص أو المواقف المتباينة حتى ولو كانت تجمعهم رابطة الحدث، طالما تفاوتت ظروفهم، وتباينت مراكزهم<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> محمد باهى أبو يونس، الرقابة القضائية على شرعية الجزاءات الإدارية العامة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000، ص188.

<sup>2</sup> محمد سعد فوده، النظرية العامة للعقوبات الإدارية، مرجع سابق، ص 195.

سنحاول من خلال السلطة القمعية المخولة لسلطات ضبط سوق الأوراق المالية التعرض إلى موقف التشريعات من ضمانة التسبب.

### أولاً: موقف المشرع الفرنسي

لم يصرح المجلس الدستوري الفرنسي بأن للتسبب قيمة دستورية تستوجب فرضه على المشرع، ولكن هذا ليس تقليلاً من شأنه، أو اعترافاً غير مباشر بعدم جدواه، وإنما هو موقف فرضت المرونة إقراره، حيث أن إضفاء القيمة الدستورية على التسبب قد يؤدي إلى غل يد المشرع عن الخروج عنه إذا دفعته إلى ذلك اعتبارات أولى بالرعاية، أو حماية مصالح أجدر بالعناية<sup>1</sup>.

لكن رغم ذلك، يبقى التسبب في الجزاءات الإدارية إجراء جوهرياً يترتب على تخلفه القضاء بعدم مشروعية الجزاء<sup>2</sup>.

فبعد تدخل المجلس الدستوري الفرنسي للقضاء بموجب قرار صادر منه<sup>3</sup>، أن الالتزام بتسبب العقوبة بمثابة ضمانات لازمة وضرورية للعقوبات الصادرة من طرف سلطات الضبط، دون الاعتراف لها بقيمة دستورية، نجد أن المشرع الفرنسي قد كرس ووضع هذه الضمانات في العديد من القوانين التي أصدرها.

يظهر هذا التكريس صراحة بالنسبة لمجلس المنافسة وعلى وجه الخصوص الفقرة الثالثة من المادة 2-464 L من القانون التجاري<sup>4</sup>.

أما في مجال بورصة القيم المنقولة، فقد نصت على ذلك الفقرة الخامسة من أحكام المادة 15-621 L من التقنين النقدي والمالي<sup>5</sup>. ونشير في هذه المسألة أن شرط أو ضمانات

---

<sup>1</sup> DELMAS-MARTY (M) et TEITGEN COLLY (C) , Punir sans juger ? De la répression administrative au droit administratif pénal, Economica, Paris, 1992, p. 115.

<sup>2</sup> محمد باهى أبو يونس، الرقابة القضائية على شرعية الجزاءات الإدارية العامة، مرجع سابق، ص 193.

<sup>3</sup> La décision n° 89-260 DC du 28 Juillet 1989 relative à la COB.

<sup>4</sup> « Les sanctions pécuniaires sont déterminées individuellement pour chaque entreprise ou organisme sanctionné de façon motivée pour chaque sanction ». [www.legifrance.gouv.fr/](http://www.legifrance.gouv.fr/)

<sup>5</sup> « La commission des sanctions de l'AMF statue par décision motivée, hors la présence du rapporteur ».

[www.legifrance.gouv.fr/](http://www.legifrance.gouv.fr/)

التسبب تتعلق بمبدأ التناسب لأنه يسمح للمعنى بالأمر وللقاضي بمعرفة المخالفة والتأكد من مدى مطابقة العقوبة للمخالفة<sup>1</sup>.

### ثانياً: موقف المشرع المصري

هذا المشرع المصري حذو المشرع الفرنسي بشأن تسبب القرارات التي تصدرها الهيئة العامة لسوق المال ويظهر ذلك على وجه الخصوص ضمن أحكام المادة 30 من القانون رقم 95 لسنة 1992<sup>2</sup>.

كما استقرت أحكام القضاء الإداري المصري على أن سبب القضاء الإداري هو الحالة الواقعية التي سبقت هذا القرار وأدت إلى إصداره، وقد يمنح القانون الإدارة في ذلك سلطة تقديرية، وقد يحدد لها أسباباً معينة لإصدار قرار معين، وهذا يجعل من أسباب القرار عنصراً من عناصر مشروعيته.

وسواء منحت الإدارة سلطة تقديرية أو مقيدة، فهي تخضع في كل الأحوال لرقابة القضاء، ولما كان القضاء الإداري المصري مستقراً على أن الإدارة لا تلتزم بتسبب قراراتها الإدارية، إلا أن هذه القاعدة تنحسر إذا تدخل نص في قانون أو لائحة يقضي بغير ذلك، وفي هذه الحالة يجب على الإدارة أن تعطي سبباً لقرارها<sup>3</sup>.

يجب أن يكون التسبب جدياً، فإذا ما بني القرار على أسباب عامة أو غامضة أو مجهلة فإنه يعد قراراً خالياً من الأسباب.

وإذا منحت الإدارة سلطة تقديرية في هذا الشأن، فإن السلطة التقديرية لا تعني السلطة المطلقة، فإذا اختارت الإدارة لقرارها سبباً معيناً، فإن هذا السبب يجب أن يكون صحيحاً في وجوه المادي، وقانوناً، بحيث يجب على الإدارة ألا ترتكب غلطا في القانون، فتختار سبباً لا يمكن أن يقوم فوقه القرار الإداري.

<sup>1</sup> DELMAS-MARTY (M) et TEITGEN-COLLY (C) , Punir sans juger ? op. cit. p. 113 et STASIAK Frédéric, « Les sanctions par les autorités de régulation : les exemples du droit boursier et du droit de la concurrence » in BOULOC Bernard (sous la direction de), Autorités de régulation et vie des affaires, Dolloz, Paris, 2006, p. 116.

<sup>2</sup> تنص المادة 2/30 من القانون رقم 95 لسنة 1992 المتعلق بسوق رأس المال على " ويصدر بالوقف قرار مسبب من رئيس الهيئة لمدة لا تتجاوز ثلاثين يوماً ويحدد القرار ما يتخذ من إجراءات خلال مدة الوقف، ويسلم القرار للشركة أو تخطر به بكتاب موصى عليه مصحوب بعلم الوصول، ويعلن عن ذلك في صحيفتين صباحيتين يوميتين واسعي الانتشار على نفقة الشركة".

<sup>3</sup> صالح البريري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مرجع سابق ص 147-148.

فإذا استندت الإدارة إلى وقائع مادية غير صحيحة، فإن ذلك يؤدي إلى الوقوع في الغلط القانوني، وبالتالي يكون قرار الإدارة مشوباً بعيب التسبب الذي يندرج تحت الخطأ في تطبيق القانون، ويصبح القرار قابلاً للإلغاء.

### ثالثاً: موقف المشرع الجزائري

تجدر بنا الإشارة في هذا الموضوع إلى وجود فراغ قانوني بخصوص تكريس ضمانات تسبب القرارات المتضمنة العقوبات التأديبية، التي تصدرها سلطات الضبط بصفة عامة، إذ لم يول المشرع الجزائري أي عناية واهتمام بهذه المسألة، رغم أهميتها<sup>1</sup>.

بالنسبة لتلك القرارات التي تتخذها الغرفة الفاصلة في المجال التأديبي المتواجدة ضمن لجنة البورصة، فلا نلمس أية إشارة إلى مسألة تسببها، إنما اكتفى المشرع الجزائري من خلال المرسوم التشريعي رقم 93-10، بعد تعديله وتتميمه، بإلزام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتسبب وتعليل قرار رفض اعتماد الوسطاء، أو الإعتماد الجزئي<sup>2</sup>. أما في مجال ممارسة السلطة التأديبية، فلا وجود للإلتزام بالتسبب، ولم يورد نصاً به حتى ضمن أحكام النظام الداخلي للجنة.

وعليه، وأمام هذه الثغرات والفراغات القانونية، عرف مجلس الدولة الجزائري تدخلا واتخذ موقفاً يقرر فيه أن غياب تسبب قرار يخضع لتقدير القاضي، يعتبر أمراً مخالفاً ومناقضاً لمبدأ عام في القانون والذي يقضي أن القرارات الإدارية التي من شأنها إلحاق أضرار بحقوق الأشخاص، يجب أن تكون معللة، وذلك تحت طائلة الإلغاء<sup>3</sup>. بعد حسم موقف القضاء، إنتهى المشرع الجزائري هو الآخر إلى تكريس الإلتزام بالتسبب في نص تشريعي ذو مضمون عام، وذلك بمناسبة معالجة مسألة الشفافية على كيفية تسيير الشؤون العمومية والعلاقات القائمة بين الإدارة والجمهور.

<sup>1</sup> نجد مثل هذا الفراغ في مجال التأمينات، في مجال النقد والقرض، أين نلمس ضمانات التسبب في أحكام النظام الداخلي للجنة المصرفية دون أحكام القانون المتعلق بالنقد والقرض.  
<sup>2</sup> المادة 9 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، مؤرخ في 23 ماي 1993، معدل ومتمم، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>3</sup> مجلس الدولة قرار رقم 13 صادر في 9 فيفري 1999، قضية إتحاد البنك المؤسسة المالية في شكل شركة المساهمة (يونين بنك) ضد محافظ بنك الجزائر، مجلة إدارة، عدد 01، 1999، ص 193.  
بموجب هذا القرار، ألغى مجلس الدولة قرار اللجنة المصرفية المتضمن للعقوبة الصادرة في مواجهة المؤسسة المالية Union Bank، بحجة عدم تسبب القرار الذي بدوره يجعل من الصعب أو من المستحيل على مجلس الدولة ممارسة مهمة الرقابة عليه.

وعليه يفرض القانون المتعلق بالوقاية من الفساد ومكافحته ، على المؤسسات والإدارات والهيئات العمومية **بتسبب قراراتها عندما تصدر في غير صالح المواطن ، وبتبيين طرق الطعن المعمول بها**<sup>1</sup>

إذن بوجود هذه المبررات ، نتوصل إلى تكريس المشرع الجزائري لضمانة التسبب ، بجانب القضاء ، وذلك تسهيلا لمهمة القاضي ، وتحقيقا للنزاهة والشفافية ، واستبعاد التعسف والإجحاف في حقوق الأشخاص المتابعين .

لا تتوقف الحماية الفعلية لحقوق الأفراد عند الضمانات القانونية بنوعها موضوعية كانت أم إجرائية، بل لا بد من ضرورة تدخل القضاء لممارسة الرقابة على السلطة القمعية المخولة لسلطة ضبط سوق الأوراق المالية ، بمعنى إمكانية الطعن على القرارات العقابية وكذا الاستفادة من حق أو ضمانة وقف تنفيذ هذه القرارات.

### **المطلب الثالث**

#### **الضمانات القضائية**

تتمثل الضمانات القضائية في السماح لكل شخص متضرر من جراء القرار الصادر بشأنه بإمكانية اللجوء إلى القضاء قصد الطعن في هذا القرار ، وكذا إمكانية طلب وقف تنفيذ هذا القرار .

#### **الفرع الأول**

##### **الطعن القضائي**

تعتبر الضمانات القضائية ، وعلى وجه الخصوص إمكانية الطعن أمام القاضي من بين أهم الركائز والدعائم التي تقوم عليها دولة القانون، إذ يقول أحد المؤلفين أنه في حالة عدم وجود طعن أمام القاضي، فلا وجود لدولة قانون<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> القانون رقم 01-06 ، المؤرخ في 20 فيفري 2006 ، يتعلق بالوقاية من الفساد ومكافحته ، جريدة رسمية عدد 14 ، صادر في 8 مارس 2006 .

<sup>2</sup> A. Lyon-Caen lors d'un colloque du 5 décembre 1990 disait : « S'il n'y a pas de recours devant un juge, il n'y a pas d'Etat de droit ». Voir, BATJOM. B, « Le contentieux administratif face à l'article 6 §1 de la convention européenne des droits de l'homme », Petites affiches, 24 Mars 1995, n°36, p. 11.

## أولاً- التشريع الفرنسي

تطبيقاً لمثل هذه الضمانات في مجال بورصة الأوراق المالية، فقد كرس المشرع الفرنسي إمكانية الطعن في قرارات لجنة عمليات البورصة سابقاً، حيث جعل الطعن ضد قرارات هذه اللجنة بما فيها القرارات الفردية، والقرارات المتضمنة للعقوبات الإدارية من اختصاص القاضي العادي، أما القرارات التنظيمية، وتلك المتضمنة للعقوبات التأديبية وكذا المنازعات المتعلقة بقرار اعتماد هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة من اختصاص القاضي الإداري<sup>1</sup>.

لكن بصدور القانون المتعلق بالأمن المالي الصادر سنة 2003، فقد أدخلت تعديلات في مجال الطعن القضائي ضد قرارات AMF ، حيث وزع الاختصاص في النظر في الطعون القضائية بين القضاء العادي والإداري، إذ جعل القرارات المتعلقة بالمهنيين (مؤدي خدمات الاستثمار ومعاونيهم) من اختصاص القضاء الإداري ، المتجسد في مجلس الدولة، أما تلك الصادرة في مواجهة غير المهنيين فهي من اختصاص القضاء العادي، والمتجسد في محكمة استئناف باريس.

يكون ميعاد الطعن خلال شهرين من تبليغ القرار<sup>2</sup>.

تختلف إذن الجهات القضائية المختصة بالنظر في الطعن ضد القرارات المتضمنة للعقوبة الصادرة من لجنة العقوبات لAMF باختلاف صفة وطبيعة الأشخاص محل العقوبة، بمعنى حسب اعتبار الشخص مهني أم لا، وليس حسب طبيعة القرار<sup>3</sup>.

تعرض هذا التقسيم والتوزيع في الاختصاص القضائي ضد الطعون في القرارات إلى

عدة انتقادات منها منع المهنيين من الاستفادة بمبدأ التقاضي على درجتين وخرق بعض

---

<sup>1</sup> THOMASSET-PIERRE Sylvie «L'autorité des marchés financiers, une autorité publique ambivalente » in Droit bancaire et financier, mélanges AEDBF- France IV, p. 434. et SALOMON Renaud, « Le pouvoir de sanction des autorités administratives indépendantes en matière économique et financière et les garanties fondamentales », Revue de Droit Bancaire et Financier, n°01 Janvier/Février 2001, p. 42.

<sup>2</sup> DAIGRE Jean-Jacques, « Recours contre les décisions de la future autorité des marchés financiers : compétence administrative ou judiciaire ? Revue de Droit Bancaire et Financier, Juillet- Août 2003, p. 197.

<sup>3</sup> DAIGRE Jean-Jacques, « Les voies de recours » in BOULOC Bernard, (sous la direction de) Autorité de régulation et vie des affaires, Dalloz, Paris, 2006, p. 128.

الضمانات الإجرائية المنصوص عليها في الاتفاقية الأوروبية لحقوق الإنسان منها مبدأ مساواة المواطنين أمام القانون.

إضافة إلى القول أن توحيد السلطة الضابطة لسوق الأوراق المالية يستلزم توحيد الاختصاص القضائي في مجال الطعون<sup>1</sup>.

### ثانيا - التشريع المصري

يكون الطعن على الجزاءات التي توقعها الهيئة العامة لسوق المال في مصر أمام القضاء الإداري، ولا يقبل الطعن بإلغاء تلك الجزاءات قبل إجراء التظلم منها أمام لجنة التظلمات المنصوص عليها في المادة 50 من قانون سوق رأس المال<sup>2</sup>.

تختص لجنة التظلمات بالنظر في التظلمات من القرارات الإدارية التي تصدر من الوزير أو الهيئة طبقاً لأحكام قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذاً لها،

ولا تقبل الدعوى بطلب إلغاء تلك القرارات قبل التظلم منها<sup>3</sup>.

يكون ميعاد التظلم من القرارات السالفة الذكر خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ إبلاغ صاحب الشأن بالقرار أو علمه به، وفيما لم يرد به نص خاص في القانون يكون التظلم أمام اللجنة خلال ثلاثين يوماً من تاريخ إخطار صاحب الشأن بالقرار أو علمه به<sup>4</sup>.

يقوم صاحب الشأن برفع التظلم أمام رئيس لجنة التظلمات بعد استئناف الشروط والإجراءات القانونية المنصوص عليها في المادة 206 من اللائحة التنفيذية مع ضرورة دفع مبلغ خمسة آلاف جنيه كرسوم لقبول نظر التظلم الذي جعله القانون وجوبياً قبل رفع دعوى

<sup>1</sup> DUCOULOUX-FAVARD Claude, « Où va le contentieux boursier », *Petites affiches* 14-15 Juillet 2004, pp. 5 et 8 et COQUELET Marie-Laure, « Recours contre les décisions de l'AMF : la nouvelle partition du dualisme juridictionnel », mélanges AEDBF France IV, Revue Banque, Edition 2004, p. 119.

<sup>2</sup> تنص المادة 50 من قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992 "تشكل بقرار من الوزير لجنة التظلمات برئاسة أحد نواب رئيس مجلس الدولة وعضوية إثنين من مستشاري مجلس الدولة يختارهم المجلس وأحد شاغلي وظائف مستوى الإدارة العليا بالهيئة، يختاره رئيسها وأحد ذوي الخبرة يختاره الوزير"

<sup>3</sup> المادة 51 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 تنص على أنه "تبين اللائحة التنفيذية إجراءات نظر التظلم والبت فيه، ويكون قرار اللجنة بالبت في التظلم نهائياً ونافذاً ولا يقبل الدعوى بطلب إلغاء تلك القرارات قبل التظلم منها".

<sup>4</sup> المادة 32 من قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992 والمادة 205 من لائحته التنفيذية.

الإلغاء، يرد مبلغ الرسم إلى المتظلم إذا صدر قرار لجنة التظلمات لصالحه لكن بعد خصم 10 % منه كمصاريف إدارية<sup>1</sup>.

تبت اللجنة في النظام خلال 60 يوما من تاريخ عرضه عليها ، هذه المدة التي تعتبر طويلة ولا تتفق مع طبيعة التعامل في سوق رأس المال، تكون قرارات اللجنة بالبحث في التظلم نهائية ونافاذة<sup>2</sup>.

### ثالثا- التشريع الجزائري

بالرجوع إلى أحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة نجد أن المشرع الجزائري كرس الضمانة القضائية للقرارات الصادرة من طرف الغرفة التأديبية، حيث جعل قرارات الغرفة قابلة للطعن أمام الغرفة الإدارية التابعة للمجلس القضائي وفقا لقانون الإجراءات المدنية<sup>3</sup>.

مع الإشارة إلى أنه وبعد تعديل المرسوم التشريعي السالف الذكر بموجب القانون رقم 04-03، نجد أن المشرع الجزائري أدخل بعض التغييرات والتعديلات، حيث أصبحت قرارات الغرفة الفاصلة في المجال التأديبي قابلة للطعن بالإلغاء أمام مجلس الدولة خلال أجل شهر واحد من تاريخ تبليغ القرار موضوع الاحتجاج.

يحقق ويبت مجلس الدولة في الطعن خلال أجل ستة أشهر من تاريخ تسجيله<sup>4</sup>. على ضوء هذه الأحكام، نتوصل إلى تكريس المشرع الجزائري لحق الشخص في اللجوء إلى القضاء قصد الاعتراض على القرار الصادر بإدانتها أمام القضاء المختص.

### الفرع الثاني

#### وقف التنفيذ

بجانب ضمانة الطعن القضائي ، توجد ضمانة قضائية أخرى تساهم في حماية مراكز الأشخاص والحفاظ على حقوقهم ، تتمثل في وقف تنفيذ هذه القرارات .

<sup>1</sup> المادة 211 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

<sup>2</sup> المادة 208 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

<sup>3</sup> المادة 2/57 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>4</sup> المادة 2/57 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، بعد تعديلها وتتميمها بموجب المادة 18 من القانون رقم 04-03، المؤرخ في 17 فيفري 2003، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

اختلفت التشريعات في نظرتها إلى هذه الضمانة ، بمعنى فيها من قامت بتكريسها ، وفيها من لم تقم بتكريسها .

### أولا- التشريع الفرنسي

بخصوص إمكانية طلب وقف تنفيذ القرارات، فيرى SIMON Francois-Luc أن داعي السرعة التي يتطلبها مجال البورصة ، يجعل الطعن ضد القرارات الصادرة عن لجنة العقوبات بـAMF غير موقف للتنفيذ، خلافا للوضع في مجال الإجراءات الجزائية<sup>1</sup>. إلا أن المجلس الدستوري الفرنسي عرف تدخلا في هذا الموضوع بخصوص إجراء الطعن في مجال قانون المنافسة، حيث قضى أن ضمانات حق الدفاع تفرض إمكانية وقف تنفيذ الأوامر والعقوبات الصادرة من طرف السلطات الإدارية<sup>2</sup>.

وعلى هذا الأساس نجد أن طلب وقف تنفيذ القرارات ليس حقا يتمتع به صاحبه بصفة تلقائية، كما لا يعد مجرد مسألة إجراءات، إنما "ضمانة أساسية لحق الدفاع"<sup>3</sup>.

ومراعاة لهذه الضمانة، أجاز وسمح المشرع الفرنسي بطلب وقف تنفيذ القرارات المتضمنة العقوبات الصادرة من لجنة العقوبات بـAMF وذلك بموجب المادة 30-621 L من التقنيين النقدي والمالي، التي تقضي بأن الطعن ضد القرارات العقابية الصادرة من لجنة العقوبات بـAMF ليس له أثر موقف للتنفيذ، لكن يمكن للرئيس الأول لمحكمة استئناف باريس الأمر بوقف تنفيذ القرار المطعون فيه، إذا كان من شأن هذا الأخير أن تنجر عنه نتائج واضحة الشدة والإفراط.

نفس الأحكام تنطبق على مجلس الدولة، إذا بإمكانه الأمر بوقف تنفيذ القرار محل الطعن بالنظر إلى النتائج الخطيرة التي قد تترتب عنه<sup>4</sup>.

### ثانيا - التشريع المصري

لقد تم التوصل إلى عدم جواز طلب وقف تنفيذ الجزاء الإداري أمام القضاء الإداري إعمالا بالمادة 49 من قانون الدولة رقم 47 لسنة 1972 والتي تنص على أنه ".....وبالنسبة إلى القرارات التي لا يقبل طلب إلغائها قبل التظلم منها إداريا، لا يجوز

<sup>1</sup> SIMON François-Luc, Le juge et les autorités du marché boursier, LGDJ, paris, 2004, p. 252.

<sup>2</sup> LOYRETTE Sybille, Le contentieux des abus de marché, op. cit. p. 73.

<sup>3</sup> DELMAS-MARTY M et TEITGEN-COLLY C, Punir sans juger ? op. cit. p. 120.

<sup>4</sup> LOYRETTE Sybille, Le contentieux des abus de marché, op. cit. p. 74 .

**طلب وقف تنفيذها** وهو ما ينطبق على الجزاءات الإدارية، والتي لا يقبل طلب إلغائها أمام القضاء وفقا للمادة 32 من قانون سوق رأس المال، قبل التظلم منها أمام لجنة التظلمات بقانون سوق رأس المال.

وما دام التظلم من الجزاء الإداري وجوبيا، فلا يجوز بالتالي طلب وقف تنفيذه<sup>1</sup>. نتوقف لنتساءل عن مدى توفر ومراعاة ضمانات وقف تنفيذ القرارات ضمن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة عند انعقاد اختصاصها التأديبي؟

### ثالثا- التشريع الجزائري

بالرجوع إلى أحكام المادة 57 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 السالف الذكر، يبدو لنا مجال للشك في موضوع وقف تنفيذ القرارات الصادرة من الغرفة التأديبية. لقد سكت المشرع الجزائري بخصوص مسألة الأثر الموقوف للتنفيذ أو غير الموقوف بالنسبة للطعن القضائي، حيث نجد أن المشرع الجزائري إكتفى بالنص على الأثر الموقوف للتنفيذ فيما يتعلق بالقرارات التنظيمية التي تصدرها اللجنة دون الإشارة إلى أثر ذلك بشأن القرارات التأديبية، إنما إقتصر نص القانون بتحديد مجلس الدولة كجهة قضائية مختصة بالنظر في الطعن، وكذا توضيح طبيعة الطعن إذ إعتبره المشرع طعنا بالإلغاء، إضافة إلى تحديد أجل رفع الطعن والمتمثل في شهر من تبليغ القرار وإلزام القاضي بالنظر في الطعن خلال مدة 6 أشهر من تاريخ تسجيله.

على ضوء هذه الأحكام، يمكن القول من جهة، أن السرعة التي فرضها المشرع على القاضي للنظر في الطعن، أمر يترجم غياب الطابع الموقوف للطعن. إلا أنه ومن جهة أخرى فإن غياب أحكام صريحة في الموضوع تخالف القواعد العامة مسألة تدفعنا إلى تطبيق أحكام قانون الإجراءات المدنية والإدارية، وعليه نتوصل إلى إمكانية وقف تنفيذ القرارات الصادرة من الغرفة الفاصلة في المجال التأديبي، وذلك بأمر من مجلس الدولة إذا بررت ذلك وقائع خطيرة أو إستثنائية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> صالح البريري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مرجع سابق ص152.

<sup>2</sup> ZOUAIMIA Rachid, Droit de la responsabilité disciplinaire des agents économiques, l'exemple du secteur financier, op. cit . p. 105 .

وما يدعم كذلك هذا الموقف هو تحديد المشرع الجزائري في مجال بورصة القيم المنقولة مواعيد تختلف عن تلك التي يتضمنها قانون الإجراءات المدنية (شهر واحد بدلا من شهرين)، مما يستلزم استبعاد أحكام هذا الأخير المتعلقة بالتظلم الإداري المسبق ووقف التنفيذ<sup>1</sup>.

نشير في هذا الصدد إلى أنه نظرا إلى تلك السلطات الهامة التي تتمتع بها السلطات الإدارية المستقلة فإنه من الأجدر تحسين تأطير ممارسة هذه السلطات بشكل يحافظ على الضمانات الأساسية للمؤسسات ، كما أنه لا وجود لأي أساس سليم يسمح بمنع وقف التنفيذ . وهذا هو الحل الذي كرسه واتخذه مجلس الدولة الذي سمح واستقبل طعنا مع أثر وقف التنفيذ بمناسبة قرار صادر من اللجنة المصرفية إزاء بنك ، يتضمن تعيين مصف<sup>2</sup>.

وإثر هذه القضية إستبعد مجلس الدولة أحكام القانون المتعلق بالنقد والقرض التي ترفض وقف التنفيذ ، ولجأ إلى تطبيق أحكام قانون الإجراءات المدنية .

هكذا إذن أصبحت مسألة تخويل معظم التشريعات السلطة العقابية لصالح سلطات الضبط أمرا عاديا، حيث بإمكان الإدارة ممارسة بعض الصلاحيات المخولة أساسا لهيئات قضائية قمعية لكن بشرط منح نفس الضمانات للأشخاص محل المتابعة ، حيث تساهم هذه الضمانات في إضفاء طابع شرعية ممارسة السلطة العقابية من طرف هيئة إدارية عن طريق تحقيق نوعا من الشفافية<sup>3</sup>.

وبتمعنا في النصوص القانونية المنظمة لمسألة الضمانات ، نجد أن المشرع الفرنسي أكثر حرصا على ذلك ، حيث بجانب ما سلف ذكره، نجده رصد بعض الضمانات لم يهتم بها لا المشرع المصري ولا الجزائري كتكريس مثلا ضمانة جديدة جاء بها قانون الأمن المالي رقم 706-2003 المؤرخ في 01 أوت 2003 والمتمثلة في التقادم، حيث لا يمكن إخطار لجنة

<sup>1</sup> ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, op.cit. p. 138.

<sup>2</sup> مجلس الدولة قرار صادر في 30 ديسمبر 2003 ، قضية مساهمي البنك التجاري الصناعي الجزائري (B.C.I.A) ضد اللجنة المصرفية ، مجلة مجلس الدولة عدد 06 ، 2005 ، ص 72 .

<sup>3</sup> Comme le résume GENEVOIS Bruno « Ce qui importe c'est moins l'autorité compétente pour infliger une sanction d'ordre pécuniaire que le respect, sur le plan procédural comme sur le fond, des principes du droit répressif ayant valeur constitutionnelle » ? voir COLLET Martin, « De la consécration à la légitimation , observation sur l'appréhension par le juge des autorités de régulation » in FRISON ROCHE Marie-Anne (sous le direction de), Les régulations économiques : légitimité et efficacité, Presses de Sciences Po et DALLOZ, Paris, 2004, p. 53.

العقوبات بالأفعال التي يعود تاريخها إلى أكثر من ثلاث سنوات دون أن يتخذ خلالها أي إجراء للبحث ومعاقبة ومعالجة المخالف طبقاً للمادة I-15-621L من التقنيين النقدي والمالي إضافة إلى علنية الجلسات وكذا عدم اشتراك المقرر في المداولات<sup>1</sup>، تكريس إجراء رد أحد أعضاء لجنة العقوبات أو المقرر بطلب من المعني بالأمر في حالة تنازع المصالح ، وذلك بموجب المرسوم رقم 2008-839 ، المؤرخ في 2 سبتمبر 2008 ، حيث ألغى مجلس الدولة الفرنسي العديد من قرارات « AMF » المتضمنة للعقوبات بسبب غياب الشفافية المطلوبة<sup>2</sup>. ربما يعود أسباب إهمال وعدم الاهتمام بهذا الجانب من طرف المشرع الجزائري إلى اعتبار العقوبات التي توقعها الغرفة عقوبات ذات طابع تأديبي توقع على الوسطاء وهيئات التوظيف الجماعي، على خلاف تلك التي توقعها اللجنة العقابية ب AMF التي تتعدى هذه الطائفة.

إذن بجانب السلطة القمعية وفي سبيل تسوية النزاعات القائمة على مستوى أسواق الأوراق المالية ووضع حد لمخالفات النصوص التشريعية والتنظيمية ، كرست بعض التشريعات آليات أخرى كالتحكيم مثلا .

---

<sup>1</sup> BENHADJYAHYA Sonia, « La nature juridictionnelle des autorités de régulation », Revue de la Recherche Juridique N° 04 , 2004, pp. 2516-2517.

<sup>2</sup> ANGEL Karine , DEZEUZE Eric , « Le décret n° 2008-293 du 2 septembre 2008 et l'avenir de la procédure de sanction de l'autorité des marchés financiers » Revue de Droit Bancaire et Financier, janvier- février 2009, p. 10.

## المبحث الثالث

### ضبط سوق القيم المنقولة عن طريق سلطة التحكيم

إضافة إلى السلطة العقابية التي تتمتع بها سلطات ضبط سوق القيم المنقولة، توجد سلطة أخرى بجانبها تستعمل قصد حل المنازعات التي تحدث على مستوى سوق الأوراق المالية، وبهدف ضبط سوق القيم المنقولة، تتمثل في سلطة التحكيم.

تختلف وسيلة التحكيم عن سلطة التأديب سواء من حيث مجال ممارسة كل منهما، الإجراءات الواجب إتباعها، طبيعة النزاع القائم...إلخ.

ونشير في هذا الصدد إلى إختلاف درجة إهتمام التشريعات بآلية التحكيم، إذ هناك تشريعات أولت إهتماما كبيرا لوسيلة التحكيم كتقنية لفض النزاعات التي تشوب سوق الأوراق المالية، حيث رصدت لها تنظيما دقيقا ومحكما عن طريق وضع إطار لها يحدّد الأحكام الخاصة بممارسة هذه السلطة بما فيها إجراءات التحكيم، حكم التحكيم، إلزاميته...إلخ، وهناك تشريعات لم تول إهتماما بهذه السلطة.

قبل التطرق إلى مثل هذه المسائل، رأينا أنه من الضروري التوقف أولا للإشارة إلى أهمية وفائدة وسيلة التحكيم في تسوية منازعات سوق الأوراق المالية.

### المطلب الأول

#### أهمية التحكيم في حل منازعات سوق الأوراق المالية

يعتبر التحكيم نوع ثالث من أنواع حل المنازعات وسط بين الصلح والقضاء، فالصلح أداة ذاتية لحل النزاع يحل بها أطراف النزاع بأنفسهم لأنفسهم المسائل المتنازع عليها حلا تعاقديا يرضاه المتصالحون، فما ينتهي إليه الطرفان بالصلح ليس بالضرورة الحقوق التي قررها لهم القانون أصلا، وإنما يتضمن الصلح تنازلات متبادلة، إذ يعتبر الصلح حسب أحكام القانون المدني المصري والقانون المدني الكويتي " عقد يحسم به عاقدا نزاعا قائما بينهما أو يتقيا نزاعا محتملا، وذلك بأن ينزل كل منهما - على وجه التقابل- عن جانب من إبعائه"<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال .....مرجع سابق، ص 195.

فالصلح و إن كان لا يؤدي إلى حصول كل من الطرفين على حقوق كاملة، إلا أنه ينهي النزاع فعلا بما يحفظ علاقتهما الودية وينمي الثقة بينهما<sup>1</sup>.

بينما القضاء أداة عليا لحل النزاع، يفرض فيه القاضي على الخصوم - بما له من سلطة عامة- الحل القانوني للمسائل المتنازع عليها، وهو بذلك يؤدي وظيفة هامة ومتميزة هي سيادة القانون في معاملات الأفراد عن طريق حماية الحقوق التي يقرها لهم القانون<sup>2</sup>.

أما التحكيم فهو يختلف عن الأداتين السابقتين، فهو ليس أداة ذاتية لحل النزاع، ومن ثم فإنّ الحلّ الذي يتيحه للمسائل المتنازع عليها ليس حلاً رضائياً، وإنّما هو حل مفروض على أطراف النزاع وهو في ذلك يختلف عن الصلح، ولكنّه في نفس الوقت ليس حلاً علوياً يستهدف إنزال حكم القانون على علاقات الأفراد بصرف النظر عن مستقبل هذه العلاقات، وإنّما هو حل يقوم على التفهم الوثيق للمصالح الإجتماعية والإقتصادية المتنازعة، ويلتمس لها الإستقرار عن طريق التوفيق بينها بقدر الإمكان.

لا يقتصر هدف التحكيم على إقامة العدل بين طرفي الخصومة فحسب، بل يستهدف كذلك - وبذات الدرجة - العمل على استمرار علاقتهما والحفاظ على السلام بينهما، وهو بذلك يتفادى جو الشقاق والنفور الذي يصاحب اللجوء إلى القضاء عادة<sup>3</sup>.

بعبارة أخرى فإنّ حل المنازعات عن طريق التحكيم هو حل أكثر موضوعية من الحل القائم على الصلح، لأنّه لا يقوم على مجرد إرادة الأطراف، وهو في نفس الوقت أكثر مرونة من الحل القضائي لأنّه أكثر تفهما ورعاية للمصالح<sup>4</sup>.

وعلى هذا الأساس تبرز أهمية التحكيم لحل منازعات سوق رأس المال في كون أنّ الفصل في هذا النوع من المنازعات يتطلب خبرات فنية خاصة ودراية بالأعراف والعادات الجارية في مجال التعامل بالأوراق المالية، ومن هنا فإنّ المحكم ليس بالضرورة من رجال القانون وإنّما تراعى في إختياره خبرته في مجال النزاع وحسن تقديره وفهمه لعناصره وللمصالح المرتبطة به.

1 وجدي راغب، " تأصيل الجانب الإجرائي في هيئة تحكيم معاملات الأسهم بالأجل"، مجلة الحقوق، جامعة الكويت، ديسمبر 1983، ص107.

2 وجدي راغب، " تأصيل الجانب الإجرائي في هيئة تحكيم معاملات الأسهم بالأجل"، نفس المرجع .

3 عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص196.

4 وجدي راغب، " تأصيل الجانب الإجرائي في هيئة تحكيم معاملات الأسهم بالأجل"، مرجع سابق، ص109.

من ناحية أخرى فإن إجراءات التحكيم تتميز بسرعتها وبساطتها وعدم علانيتها، وهذا يناسب منازعات المتعاملين في أسواق رأس المال التي تستوجب حلا سريعا مع استمرار التعامل بين هؤلاء، وحتى إذا أدى النزاع إلى إنهاء التعامل، فإن ذلك يتم دون علانية أو إجراءات مطوّلة ، ممّا يسمح للأطراف باستئناف المعاملات بينهم في المستقبل<sup>1</sup>.

يظهر وجه البساطة والسرعة في إجراءات التحكيم في كون أن المحكمين غير مقيدين في إصدار حكمهم بالإجراءات التي تنص عليها قوانين المرافعات، فهم معفون من الأشكال والمواعيد المقررة أمام المحاكم، إنّما يتبع المحكمون إجراءات أكثر مرونة سواء تلك التي يتفق عليها الخصوم أو يراها المحكمون.

كما أن إتساع النطاق التقديري للمحكمين يمكنهم من الفصل في النزاع وفقا للعدالة أو ما يرونه أكثر ملائمة لمصالح الطرفين<sup>2</sup>.

ضاف إل ذلك فإنّ المستثمرين الأجانب كثيرا ما يفضلون استثمار أموالهم في البلاد التي تأخذ بنظام التحكيم ، لخشيتهم من ضعف مهارات القضاء القانونية وإقتران ذلك بهواجس التحيز للمصالح وللخصوم الوطنيين، لاسيما في دول العالم الثالث، وبالخصوص الدول التي تطبق نظام التحكيم على جميع منازعات الأوراق المالية<sup>3</sup>.

كما تظهر أهمية التحكيم كذلك في تفادي منازعات القضاء التي تتسم بالبطئ الشديد، والمصاريف الباهضة<sup>4</sup>، إلى جانب طول وتعقّد إجراءات التقاضي وتعدّد درجاته وإمكانية الطعن في الأحكام وإشكالات التنفيذ والمماطلة في إنهاء النزاع وردّ الحقوق لأهلها، وهو ما يتماشى مع المبدأ القائل بأنّ العدالة البطيئة نوع من الظلم، إذ لا تستغرق إجراءات التحكيم سوى أياما قليلة أو بضعة أشهر على أكثر تقدير.

<sup>1</sup> نصر علي أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، دراسة تأصيلية لبورصات المال وشركات الإدارة في مصر مقارنة بالدول الغربية، مرجع سابق، ص94.

<sup>2</sup> عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال...، مرجع سابق، ص196، 197.

<sup>3</sup> نصر علي أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 93، 94.

<sup>4</sup> FAGES Fabrice, ROSSI Jacques, « Arbitrage en matière financière : nouvelles perspectives », Gazette du Palais, novembre- decembre 2002, p. 1790.

وفي ذلك سرعة لاستقرار المعاملات واستغلال الأموال محل الإستثمار ومنع تكدّسها دون استغلال الذي هو بمثابة هدف إقتصادي ، حيث تقاس التنمية الإقتصادية في بعض البلدان بمعدل دوران رأس المال<sup>1</sup>.

إذن على ضوء هذه الأحكام يمكن تلخيص أهميّة التحكيم في تحقيق السرعة والمرونة، الموضوعية، التخفيف من الأعباء والنفقات المالية التي تثقل كاهل المتقاضين على مستوى المحاكم... إلخ.

بعد التعرّض إلى أهمية التحكيم في تسوية وفض النزاعات القائمة على مستوى سوق الأوراق المالية، نتوقف لنتساءل على مدى تكريس هذه الآلية من طرف تشريعات العالم، بمعنى، هل تمّ تكريس هذه التقنية من طرف جميع التشريعات، أم هناك دول لم تكرّسها.

## المطلب الثاني

### موقف التشريعات من آلية التحكيم

يختلف موقف التشريعات من التحكيم كآلية لفض نزاعات سوق الأوراق المالية، إذ منها من وضعت له تنظيماً دقيقاً وأهمية بالغة كالقانون الأمريكي والأوروبي مثلاً .  
تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية أهم دولة أولت إهتماماً وعناية شديدين بالتحكيم، إذ يعدّ اللجوء إلى هذه الآلية أمراً كثيراً الإستعمال في حل المنازعات المتعلقة بالأسواق المالية، حيث أنّ أغلب الساحات المالية الأمريكية تقترح للمنخرطين فيها إجراءات الوساطة والتحكيم. وعليه تمّ إنشاء مركز للتحكيم والوساطة مختص بحل النزاعات المالية، ويعتبر حالياً هذا المركز أهمّ مركز للتحكيم في المجال المالي في الولايات المتحدة الأمريكية، إذ يقوم بدراسة أكثر من 7000 ملف سنوياً، بما فيها 6000 ملف متعلّق بالتحكيم و 1000 متعلّق بالوساطة، ويبقى العدد في إرتفاع متزايد بالنظر إلى المشاكل التي تطرح تجاه الوسطاء في البورصات الغربية خاصة في نيويورك<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> نصر علي أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 93.

<sup>2</sup> FAGES Fabrice, ROSSI Jacques, « Arbitrage en matière financière : nouvelles perspectives », op.cit. p. 1790.

كما عرفت كذلك الدول الأوروبية التحكيم، منها لندن، حيث تم إنشاء عدّة مراكز خاصة بالتحكيم عند حدوث نزاعات في الأسواق المالية مثل:

*City Dispute Panel, La London Metal Exchange Limited (LME)  
ou encore La Refined Sugar Association and Sugar Association of  
London*<sup>1</sup>

ومن الدول من كرّست سلطة التحكيم بصفة شكلية أو سطحية دون الإهتمام بالمسائل التفصيلية، كالمشرع الجزائري، ومن التشريعات من لم يكرّس سلطة التحكيم إطلاقاً كالتشريع الأردني الذي لم يأخذ بسلطة التحكيم كألية لتسوية منازعات السوق ، وإنما ترك أمر تسويتها للجهات القضائية المختصة غيرها من المنازعات المدنية والتجارية<sup>2</sup>.

## الفرع الأول

### موقف المشرع الفرنسي

لقد كرّس المشرع الفرنسي آلية التحكيم لحل النزاعات الناشئة على مستوى سوق الأوراق المالية، وهذه الآلية كانت منظمة على مستوى مجلس السوق المالية (CMF) الذي وضع في عام 1990 نظاماً للتحكيم لدراسة النزاعات التي تحدث بمناسبة العمليات المحققة ضمن السوق الآجلة بين أعضاء السوق أو بين أعضاء السوق ومقدّمي الأوامر. أساساً، تجيب آلية التحكيم على إنشغالات المجموعة المالية التي تبحث دائماً على الوسائل الملائمة لحل النزاعات التي قد تكون معقدة وذلك بالإستعانة بالمهنيين الذين لهم دراية بالممارسات<sup>3</sup>.

كما لم يغفل المشرع الفرنسي أهمية التوفيق والتصالح في حل منازعات سوق الأوراق المالية ، فحوّل الجمعية الفرنسية لبورصات الأوراق المالية سلطة التفاوض لمنع حدوث النزاعات بين شركات البورصة بعضها البعض ، أو بينها وبين شركة البورصات الفرنسية ، كما خولها سلطة التوسط لحل تلك المنازعات عن طريق التوفيق والتصالح .

<sup>1</sup> FAGES Fabrice, ROSSI Jacques, « Arbitrage en matière financière : nouvelle perspectives », op.cit. p.1784.

<sup>2</sup> أنظر عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني...، مرجع سابق، ص 192، 193.

<sup>3</sup> FAGES Fabrice, ROSSI Jacques, « Arbitrage en matière financière : nouvelles perspectives », op. cit. p. 1784.

أما حالياً و بعد إنشاء AMF، فلا وجود لسلطة التحكيم، إنما هناك مشروع قانون لتكريس المصالحة كآلية لحل النزاعات على مستوى سوق الأوراق المالية الفرنسية<sup>1</sup>.

## الفرع الثاني

### موقف المشرع المصري

لقد قرّر المشرع المصري أنّ المنازعات الناشئة عن تطبيق أحكام قانون سوق رأس المال فيما بين المتعاملين في مجال الأوراق المالية، يتم الفصل فيها عن طريق التحكيم دون غيره، الأمر الذي يضيف الطابع الإجباري على التحكيم، وفي سبيل ذلك، فقد نظّم تشكيل هيئة التحكيم وحدّد إختصاصاتها وأسلوب عملها.

تتشكل هيئة التحكيم المصرية بقرار من وزير العدل، برئاسة أحد نواب رؤساء محكمة الإستئناف وعضوية محكم عن كل من طرفي النزاع، وإذا تعدّد طرفا النزاع وجب عليهم إختيار محكم واحد<sup>2</sup>.

تختص الهيئة بالفصل في المنازعات الناشئة عن تطبيق أحكام قانون سوق رأس المال فيما بين المتعاملين في مجال الأوراق المالية، أمّا تلك الخلافات مع الجهات الإدارية، فقد رسم المشرع المصري لها طريقاً آخر.

كما تختص الهيئة عند تطبيق أسلوب التحكيم في جميع المنازعات التي تتم داخل السوق المالية سواء سوق أولية أو سوق ثانوية، إذ يكفي أن ينشأ النزاع عن تطبيق أحكام القانون في مجال الأوراق المالية، خلافاً للمشرع الكويتي الذي يشترط لتطبيق التحكيم ضرورة حدوث المنازعات داخل البورصة فقط<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> DUFOUR Olivia « Sanctions AMF : De nouvelles évolutions en perspective », *Petites affiches*, juillet 2009, n° 139-140, p. 6. Et CELLUPICA Nicolas et OUDIN Charles Joseph, « Le pouvoir de composition de l'autorité des marchés financiers – vers une contractualisation de la répression en matière boursière - », in FRISON-ROCHE Marie-Anne, (sous la direction de), *Responsabilité et régulations économiques*, Presses de Sciences Po et Dalloz, Paris, 2007, pp.157-158.

<sup>2</sup> المادة 2/52 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 .

<sup>3</sup> عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال...، مرجع سابق، ص201.

وعلى ضوء تشكيل الهيئة وإختصاصاتها، تتبلور معالم طبيعتها التحكيمية، ذلك أنّ المشرع المصري وإن كان قد سلب الأطراف حرية الإختيار بين اللجوء إلى التحكيم أو سلوك طريق آخر، فإنّه أبقى على حريتهم في إختيار محكميهم.

أمّا عن أسلوب عمل هيئة التحكيم، فإنّه تمّ إنشاء مكتب للتحكيم ضمن الهيئة العامة لسوق رأس المال يساهم في عملها، حيث يتلقى طلبات التحكيم ويتولى تسجيلها إضافة إلى قيامه خلال أسبوع من تاريخ الطلب – إخطار الطرف الآخر بصورة من الطلب لإختيار محكمة خلال أسبوعين من تاريخ إخطاره، فإذا انقضت هذه المدّة دون إبلاغ المكتب باسم المحكم الذي إختاره وصفته وعنوانه، قام وزير العدل باختيار مستشار من إحدى الهيئات القضائية محكما عنه.

يقوم رئيس هيئة التحكيم خلال عشرة أيام من تاريخ إختيار الخصوم لمحكميهم بتحديد ميعاد الجلسة التي ينظر فيها النزاع ومكان إنعقادها، وعلى مكتب التحكيم إعلان جميع الخصوم قبل هذا الموعد بأسبوع على الأقل<sup>1</sup>.

بعد دراسة كل من موقف المشرع الفرنسي والمصري، نتساءل عن موقف المشرع الجزائري من سلطة التحكيم.

### الفرع الثالث

#### موقف المشرع الجزائري

لقد سلك المشرع الجزائري هو الآخر نفس مسلك المشرع المصري، وذلك بتكريسه لسلطة التحكيم قصد حل وتسوية بعض النزاعات التي تنشأ على مستوى سوق الأوراق المالية، لكن ليس بنفس الأهمية والعناية التي أولاها المشرع المصري لهذه الآلية.

#### أولاً: الهيئة المختصة بالتحكيم

تمارس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة عن طريق غرفة التأديب والتحكيم، الإختصاص التحكيمي الذي يتسم بمرونة وبساطة إجراءاته، إذ لا ينتهي بإصدار جزاء، إنّما

<sup>1</sup> أنظر المادة 54 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

يضع حدًا للنزاع بأسلوب أخف، يستهدف حفظ العلاقات الودية بين الأطراف، كما يساهم التحكيم في تحقيق السرعة في فض النزاعات والحفاظ على أسرار المتنازعين<sup>1</sup>. تتكوّن الغرفة التأديبية والتحكيمية من رئيس لجنة البورصة الذي يتولى رئاستها إضافة إلى الأعضاء التالية:

- عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة طوال مدة إنتدابهما.
- قاضيين يعينهما وزير العدل ويختاران لكفائتهما في المجالين الإقتصادي والمالي<sup>2</sup>.

من خلال هذه الأحكام، نجد أنّ هذه الغرفة تجمع في فحواها إختصاصين تأديبي وتحكيمي، الأمر الذي يقلص نوعاً ما من الطبيعة التحكيمية لإختصاص هذه الغرفة، أكثر من ذلك فإنّ أغلب أعضاء الغرفة بمعنى ثلاث أعضاء منها هم أعضاء في نفس الوقت ضمن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الأمر الذي يؤثر سلباً على حياد واستقلالية الغرفة وكذا يجعل الأطراف المتنازعة مجردة تماماً من حرية إختيار المحكمين، وبالتالي التأثير سلباً على الطبيعة التحكيمية لهذه الغرفة، خلافاً للوضع على مستوى التشريع المصري.

بجانب الهيئة المختصة بالتحكيم، يطرح تساؤل آخر حول طبيعة المنازعات التي تخضع لسلطة التحكيم، بتعبير آخر هل أي نزاع ينشأ داخل سوق الأوراق المالية يخضع لسلطة التحكيم، أم لا بدّ من توفر شروط معينة في هذا النزاع؟

### ثانياً: نطاق ممارسة سلطة التحكيم

بالرجوع إلى الأحكام القانونية المتعلقة ببورصة القيم المنقولة، نجد أنّ المشرّع الجزائري وضع جملة من الشروط، يتعلّق بعضها بموضوع النزاع وبعضها الآخر بأطراف النزاع.

### 1-النطاق الوظيفي لسلطة التحكيم:

لقد حصر المشرع الجزائري مجال تطبيق وسيلة التحكيم في النزاعات ذات الطابع التقني الناتجة عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة، بمعنى في حالة قيام

<sup>1</sup> براق محمد، " أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر"، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والإقتصادية والسياسية رقم 01، 1999، ص100.  
<sup>2</sup> المادة 51 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

اختلاف في تفسير القوانين واللوائح المتعلقة بالبورصة، تتدخل غرفة التأديب والتحكيم لوضع حدّ للخلاف عن طريق إصدار حكم التحكيم<sup>1</sup>.

إنّ ينعد الإختصاص التحكيمي لهذه الغرفة في مجرد الخلاف في تفسير القوانين واللوائح وليس في تطبيقها، خلافاً للمشرع المصري، ممّا يضيق ويقلص من مجال ممارسة السلطة التحكيمية .

ما يبرّر كذلك محدودية نطاق اللجوء إلى التحكيم هو تطبيق هذه الآلية على النزاعات التي تنشأ على مستوى السوق الثانوية أي البورصة فقط دون السوق الأولية.

لم يتوقف المشرع الجزائري عند هذه الشروط، إنّما وضع حدوداً أخرى في المجال العضوي أو الشخصي عن طريق تحديد صفة الأشخاص الذين تتدخل الغرفة فيما بينهم.

## 2-النطاق العضوي لسلطة التحكيم:

ينعد إختصاص الغرفة في المجال التحكيمي في النزاعات التي تنشأ بين طائفة من الأشخاص حددها القانون كالاتي:

- الوسطاء في عمليات البورصة.
- الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأسهم.
- الوسطاء في عمليات البورصة والأمرون بالسحب في البورصة<sup>2</sup>.

على ضوء هذه الأحكام، يتبين لنا محدودية النطاق الشخصي لممارسة سلطة التحكيم، حيث لايتسع هذا المجال ليظم النزاعات التي قد تحدث بين جميع المتدخلين على مستوى سوق الأوراق المالية، إنّما إقتصرها على الفئات المذكورة سابقاً فقط، كما أنّ إنعقاد الإختصاص التحكيمي للغرفة يشترط ضرورة وجود الوسيط أحد أطراف النزاع، الأمر الذي من شأنه تقليص المجال العضوي لممارسة التحكيم ، إذ يمكن أن تنجر هناك خلافات بين الشركة المصدرة للأسهم وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، أو الأمرون بالسحب والشركات

<sup>1</sup> المادة 1/52 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 2/52 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق .

المصدرة للأسهم... إلخ. ففي هذه الحالة نتساءل عن أسلوب تسويتها، بإعتبارها تخرج من نطاق تطبيق آلية التحكيم.

بعد أن تعرّضنا إلى أهم الأحكام الخاصة بممارسة سلطة التحكيم بما فيها، الهيئة المختصة بالتحكيم، إجراءات التحكيم، ومجال ممارسة سلطة التحكيم، نتوقف هنا لتتساءل عن نهاية سلطة التحكيم، بمعنى حكم التحكيم، مبرزين في ذلك كيفية اتخاذه، مدى إلزاميته، مدى قابليته للطعن، نفاذه... إلخ.

## المطلب الثالث

### قرار التحكيم

تختلف القواعد المتعلقة بقرار التحكيم باختلاف القواعد المنظمة لسلطة التحكيم بأكملها، إذ أنّ الإهتمام بآلية التحكيم يقابله إهتمام بأحكام التحكيم والعكس صحيح. فبالنسبة للتشريع الفرنسي الحالي، فلا داعي لدراسة قرارات التحكيم بحجة أنّ القانون المؤرخ في 1 أوت 2003 المنشئ ل AMF لم يشر إلى هذه الآلية ، لذا نكتفي بدراسة سلطة التحكيم وفقا للتشريعين المصري والجزائري .

### الفرع الأول

#### موقف المشرع المصري

تتظر هيئة التحكيم في النزاع على وجه السرعة ودون التقيد بقواعد قانون المرافعات المدنية والتجارية، وذلك مع عدم الإخلال بالضمانات والمبادئ الأساسية في التقاضي مثل إحترام حقوق الدفاع ومبدأي المواجهة بين الخصوم والمساواة بينهم، وإتاحة الفرصة لكل طرف للإطلاع على مستندات الخصوم والردّ عليها ، مع الإشارة إلى أنّه في حالة عدم حضور أحد الخصوم بعد تمام إعلانه، جاز للمحكمة إصدار الحكم في غيبته، وذلك حسب أحكام المادة 56 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992<sup>1</sup>.

يصدر الحكم بأغلبية الآراء، ويجب أن يكون مكتوبا وأن يشمل على ما يتضمنه الحكم القانوني من حيثيات وصولا لمنطوق الحكم كملخص الواقعة، أقوال الخصوم والشهود، المستندات الدالة لكل فريق لأسباب الحكم و منطوقه، مكان وزمان إصدار الحكم، كما يوقع

<sup>1</sup> نصر علي أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص97.

حكم التحكيم من طرف رئيس هيئة التحكيم وأمين السرّ، ويودع الحكم مكتب التحكيم، الذي يخطر الخصوم بالإيداع<sup>1</sup>.

تكون أحكام هيئة التحكيم نهائية ونافذة، ما لم تقرّر محكمة الطعن وقف تنفيذها، ومعنى نهائية الحكم هنا، أنّ الهيئة التي أصدرته لا يجوز لها أن تعدل عنه أو تلغيه أو تغيّر فيه، كما لا يجوز إعادة طرح موضوع النزاع على هيئة تحكيم أخرى، ومع ذلك فإنّ الحكم يكون قابلاً للطعن فيه أمام محكمة الاستئناف المختصة<sup>2</sup>.

أخيراً فإنّ حكم هيئة التحكيم ينفذ معجلاً، ولا يوقف التنفيذ إلاّ بقرار من محكمة الطعن وتبسيطاً للإجراءات فإنّ مكتب التحكيم يسلم من صدر الحكم لصالحه صورة منه مذيلة بالصيغة التنفيذية<sup>3</sup>.

إنّ بالتمعن في هذه الأحكام، نلاحظ أنّ المشرّع المصري أحاط سلطة التحكيم وعلى وجه الخصوص أحكام التحكيم بتنظيم محكم ودقيق، حيث لم يغفل على القواعد المتعلقة به، إنّما وضع جميع الضوابط الخاصة سواء بإصداره، أو شكله، أو إلزاميته، أو نفاذه.

هذه الأحكام التي لا نجد لها مثيلاً في التشريع الجزائري، حيث نجد أنّ المشرّع الجزائري إكتفى بالإشارة فقط إلى تشكيلة الغرفة الفاصلة في المجال التحكيمي، ومجال ممارسة التحكيم، أمّا قرار التحكيم فتسوده عدّة ثغرات وفراغات قانونية.

إلاّ أنّه لا بدّ أن نتوقف هنا لنشير إلى أنّ المادة 52 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، والتي نظمت سلطة التحكيم في مجال الأوراق المالية، قد تمّ القضاء بعدم دستوريتها وذلك تطبيقاً لحكم المحكمة الدستورية العليا الصادر في 2002/05/13.

لقد أسست المحكمة الدستورية العليا حكمها على مبادئ منها.

أنّ فرض التحكيم الإجمالي بقاعدة قانونية أمرّة، يعدّ إنتهاكاً لحق التقاضي الذي كفله الدستور لكل مواطن بنص المادة 68 منه، وعليه فأختصاص هيئة التحكيم بالفصل في المنازعات التي أدخلت جبراً في ولايتها مؤداه: الإخلال بحق التقاضي بحرمان ذوي الشأن

<sup>1</sup> عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال،...، مرجع سابق، ص204.

<sup>2</sup> شعبان أحمد محمود ورجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون سوق رأس المال...، مرجع سابق، ص1616.

<sup>3</sup> المادة 60 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

من اللجوء إلى قاضيهم الطبيعي، مع العلم أنّ التحكيم مصدره الإتفاق وأنه ذو طبيعة رضائية<sup>1</sup>.

وعليه وأمام القضاء بعدم دستورية أحكام المادة 52 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 ، نتج عن ذلك سقوط المواد من 53 إلى غاية 62 من قانون سوق رأس المال مع العلم أنّ هذه المواد تتناول تنظيم إجراءات التحكيم وعليه فهي ترتبط إرتباطا لا يقبل التجزئة بمضمون المادة 52 السالفة الذكر<sup>2</sup>.

## الفرع الثاني

### موقف المشرع الجزائري

إذا تمعنا في الأحكام القانونية المنظمة لبورصة القيم المنقولة الجزائرية، سواءا المرسوم التشريعي رقم 93-10، أو القانون رقم 03-04، نجد أنّ المشرع الجزائري لم يول أي إهتمام لقرارات التحكيم، حيث لم يبيّن لنا كيفية اتخاذها، مدى إلزاميتها، مدى قابليتها للطعن، ولا مدى نفاذها....إلخ ، هذه القرارات التي لا تعتبر بمثابة أحكام ، إنما مجرد قرارات إدارية<sup>3</sup> ، خلافا للقرارات الصادرة من نفس الغرفة عندما تمارس إختصاصها التأديبي، أين جاء المشرع الجزائري صريحا، حيث إعتبر قرارات الفرفة الفاصلة في المجال التأديبي قابلة للطعن بالإلغاء أمام مجلس الدولة<sup>4</sup>.

فللهولة الأولى يمكن إعتبار أن إخراج الأحكام التحكيمية من نطاق تطبيق هذه المادة وتأكيد المشرع على القرارات التأديبية فقط لدليل على عدم قابلية أحكام التحكيم للطعن القضائي.

<sup>1</sup> أنظر شعبان أحمد محمود، رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون سوق رأس المال...مرجع سابق، ص 1618، 1619، 1620.

<sup>2</sup> نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية...مرجع سابق، ص 98 و 99.

<sup>3</sup> ZOUAIMIA Rachid, Les fonctions arbitrales des autorités administratives indépendantes, (sous la direction de), L'exigence et le droit, AJED Edition, 2011,p. 544.

<sup>4</sup> المادة 18 من القانون رقم 03-04، المعدلة والمتممة للمادة 57 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

إلا أنه من جهة ثانية فلا وجود لأي عنصر يبرر عدم خضوع هذه القرارات للطعن القضائي بحجة أن طريق الطعن لتجاوز السلطة يطبق على جميع القرارات الإدارية حتى ولو نصت القوانين على غير ذلك<sup>1</sup>.

أمام هذه النقائص والثغرات، يمكن لنا القول بأنّ المشرع الجزائري كرّس سلطة التحكيم تكريسا سطحيا شكليا، حيث اكتفى بوضع مادتين ضمن أحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10<sup>2</sup>، ينظّم من خلالهما تشكيلة الغرفة الفاصلة في المجال التحكيمي، مجال إختصاصها الموضوعي والشخصي، إضافة إلى المرسوم التنفيذي الذي ينص على الإتاوة التي تحصلها لجنة البورصة عند التدخّل في حل النزاعات التقنية الناتجة عن تأويل وتفسير النصوص التشريعية والتنظيمية المتعلقة بسير البورصة<sup>3</sup>.

تحدد قيمة الإتاوة بمقدار 10.000 دج لكل ملف معالج، يلتزم بدفعه كل من يطلب تدخّل اللجنة لدراسة النزاع<sup>4</sup>.

أكثر من ذلك فإذا جئنا إلى مقارنة أحكام سلطة التحكيم في مجال بورصة القيم المنقولة بمثيلتها في مجال الكهرباء والغاز، يظهر لنا الطابع الجدّي والفعال لسلطة التحكيم في مجال الكهرباء والغاز، حيث نص المشرع الجزائري على تأسيس مصلحة تدعى غرفة التحكيم<sup>5</sup> تتولى الفصل في الخلافات التي يمكن أن تنشأ بين المتعاملين، بناء على طلب أحد الأطراف، باستثناء الخلافات المتعلقة بالحقوق والواجبات التعاقدية<sup>6</sup>.

أحاط المشرع الجزائري غرفة التحكيم هذه بعدة ضمانات منها ضرورة تبرير قراراتها، والإستماع إلى الأطراف المعنية، وخوّل لها إمكانية القيام بكل التحريات سواء بنفسها أو بواسطة غيرها، كما أجاز لها تعيين خبراء عند الحاجة والإستماع إلى الشهود.

---

<sup>1</sup> ZOUAIMIA Rachid et ROUAULT Marie-Christine, Droit administratif, Berti Editions, Alger, 2009, p. 257.

<sup>2</sup> المادتان 51، 52 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

<sup>3</sup> مرسوم تنفيذي رقم 98-170، مؤرخ في 20 ماي 1998، يتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مرجع سابق.

<sup>4</sup> قرار وزير المالية، مؤرخ في 20 أوت 1998، يتضمن تطبيق المادة 03 من المرسوم التنفيذي رقم 98-170، المؤرخ في 20 ماي 1998 والمتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مرجع سابق.

<sup>5</sup> المادة 134 من القانون رقم 02-01، المؤرخ في 05 فيفري 2002، المتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز...، مرجع سابق.

<sup>6</sup> المادة 133 من القانون رقم 02-01، المرجع نفسه.

ولها عند الإستعجال أن تأمر بتدابير تحفظية<sup>1</sup>، أمّا بالنسبة للقرارات الصادرة عنها فهي غير قابلة للطعن، وعليه فهي واجبة التنفيذ<sup>2</sup>.

فحبّذا لو سلك المشرع الجزائري نفس المسلك عند تنظيمه لسلطة التحكيم في مجال بورصة القيم المنقولة، خاصة مسألة الضمانات ، هذا المجال الذي لا نلمس فيه معالم الطبيعة التحكيمية، بدءا من تشكيلة الجهة التحكيمية، إجراءات التحكيم، وصولا إلى قرارات التحكيم، وعليه يمكن لنا أن نخلص إلى غياب سلطة التحكيم كآلية لحل النزاعات على مستوى سوق القيم المنقولة الجزائرية بمعناها الحقيقي، وإعتبار أحكام التحكيم مجرد قرارات إدارية بسيطة لا ترتقي إلى درجة أحكام تحكيمية بالنظر إلى طريقة تنظيمها من طرف المشرع الجزائري. من الناحية العملية ، وحسب تصريحات رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، فلم يسبق للغرفة التأديبية والتحكيمية إنعقاد إختصاصها التحكيمي وذلك منذ تاريخ تنصيبها ، إنما إكتفت بإنعقاد إختصاص تأديبي مرة واحدة فقط ، وذلك في مواجهة أحد الوسطاء الماليين ، أين وجهت له الغرفة ، عقوبة تأديبية ، تمثلت في التوبيخ .

نتساءل عن هذا الوضع ، بمعنى كيف لبورصة قيم منقولة تم إنشاؤها منذ 1993 أن تصدر على مستواها عقوبة تأديبية واحدة وانعدام أحكام التحكيم وحتى أحكام القضاء في هذا المجال

لكن من جانب آخر ، وكإجابة للتساؤل المطروح فإن واقع البورصة الجزائرية ، وحالتها المحرجة والمندھورة، وندرة المعاملات على مستواها أمر يفسر ويترجم هذا الوضع. دائما في مجال ضبط سوق الأوراق المالية عن طريق تسوية النزاعات ، نشير إلى وجود آليات أخرى تتبع في سبيل ذلك ، حيث نجد أن في التشريع المصري تم إقتراح ضمن المشروع الجديد لقانون سوق رأس المال آلية الصلح قصد تسوية منازعات سوق المال بجانب التحكيم<sup>3</sup> ، إلا أن مثل هذه الأحكام الجديدة تعرّضت إلى عدة إنتقادات منها :

<sup>1</sup> المادة 135 من القانون رقم 01-02، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 137 من القانون رقم 01-02، المرجع نفسه.

<sup>3</sup> تنص المادة 99 من المشروع الجديد لقانون سوق رأس المال على " لا ترفع الدعوى الجنائية بالنسبة للجرائم المنصوص عليها في هذا القانون إلا بناء على طلب كتابي من رئيس الهيئة . ويجوز لرئيس الهيئة التصالح مع المتهم أو المحكوم عليه في أي من تلك الجرائم ولو بعد صدور حكم بات في الدعوى مقابل أداء مبلغ للهيئة لا يقل عن الحد الأقصى للغرامة ولا يجاوز ضعفه ، بالإضافة إلى قيمة ما عاد على المتهم من نفع أو ماسييه من ضرر بسبب الجريمة أيهما أكبر ، ويترتب على التصالح إنقضاء الدعوى الجنائية وتأمّر النيابة العامة بوقف تنفيذ عقوبة الحبس إذا تم الصلح أثناء تنفيذها ولو بعد صدور حكم بات " .

- إن الجرائم التي ترتكب في سوق المال تلحق ضررا بالمتعاملين فيه ، وهم الذين يقع عليهم الضرر المادي الناتج عن الجريمة ، وبالتالي لا يجوز منعهم من اللجوء إلى القضاء .

- إذا كانت آلية الصلح مستوحاة من قوانين أخرى مثل التهرب الجمركي والضريبي ، فالعلة ليست واحدة . فالجريمة في القانونين الأخيرين يقع ضررها على خزينة الدولة أي على المال العام ، وبالتالي يحق للدولة أو من يمثلها التصالح مع المتهم إن أرادت ذلك . أما أن تتصالح مع المتهم أو الجاني حتى أثناء تنفيذ العقوبة مقابل مبلغا من المال بشأن جريمة يقع ضررها على أحد الأشخاص فذلك غير جائز .

- إن تفاوض الدولة مع مجرم حول مبلغ من المال نظير الإفراج عنه يسيئ إلى مركز الدولة وكرامتها ، حيث تظهر بمظهر المتربح على حساب الجريمة ودون الأخذ في الاعتبار لما يقع على المستثمرين من أضرار<sup>1</sup> ، كما أن هذه الآلية تمسّ بمبدأ العدالة والمساواة بين الأفراد<sup>2</sup> .

إذن نتوصل إلى أن إرادة تكريس المشرع المصري لقواعد جد مرنة في ضبط مجال سوق الأوراق المالية رغم خطورة هذه الأفعال على مصالح المستثمرين من جهة والإقتصاد من جهة أخرى قد يعود سبب ذلك إلى تحقيق السرعة في تسوية النزاعات وبساطة هذه الآلية ، مما يخدم مصالح المستثمرين والضابط والمعاملات كذلك والحفاظ على أمن الدولة الدولة المالي والإقتصادي<sup>3</sup> .

أما في التشريع الأمريكي، فقد عرفت هذه الآلية نجاحا كبيرا وتطورا ملموسا نتيجة تطبيقها الواسع على مستوى "SEC"<sup>4</sup> ، خلافا للتشريع الفرنسي أين تم إقتراح آلية المصالحة من طرف رئيس AMF بمناسبة تقديم تقريرها السنوي لسنة 2004 ومرات أخرى ضمن

<sup>1</sup> صالح البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 141 و142 .  
<sup>2</sup> أنور محمد صدقي المساعدة ، "الصلح الجزائي في التشريعات القطرية دراسة مقارنة" ، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية ، مجلد 24 ، العدد الثاني ، 2008 ، ص 106 .  
<sup>3</sup> أنور محمد صدقي المساعدة ، " الصلح الجزائي في التشريعات المصرية، دراسة في قانون الإجراءات الجنائية والتشريعات الاقتصادية " ، مجلة الحقوق ، الكويت ، العدد الرابع ، ديسمبر 2009 ، ص 259 .

<sup>4</sup> CONAC Pierre-Henri ، « Le pouvoir de transaction de la Securities and Exchange Commission (SEC) » ، Bulletin Joly Bourse ، N° 02 ، 1 février 2005 ، p. 99

مشاريع قانون<sup>1</sup>، إلا أنه نلمس تخوف المشرع الفرنسي من تطبيق هذه الآلية ، لذا طلبت AMF إقتصار تطبيق المصالحة في بداية الأمر على مخالفات القواعد المهنية فقط ، بحجة أن مثل هذه المخالفات لا تستدعي إجراءات طويلة ومعقدة<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op. cit. p. 306 .

<sup>2</sup> DUFOUR Olivia, « Et si le gendarme boursier transigeait ? », Petites affiches, 24 février 2005, N°39 , p. 03.

## خلاصة الباب الثاني

إنّ تخويل مهمّة ضبط أسواق الأوراق المالية لصالح سلطات إدارية ، أمر يستلزم ويستوجب الإعراف لهذه السلطات بعدة صلاحيات ووظائف تترجم في مجملها ميكانيزمات ضبط هذا المجال.

من بين الآليات المعتمدة من طرف هذه الهيئات الضابطة نذكر ضرورة تنظيم القطاع، بمعنى وضع وإعداد القواعد واللوائح اللازمة لحسن سير سوق القيم المنقولة من جهة وتحقيق حماية الإدخار العام والمستثمرين من جهة أخرى.

وعلى هذا الأساس، إعرفت وخوّلت معظم تشريعات الدول بالسلطة التنظيمية لصالح الهيئات الضابطة لأسواق الأوراق المالية.

أثارت هذه السلطة نقاشات وجدالات حادة على مستوى الفقه والقضاء الفرنسيين على وجه الخصوص، لتنتهي في الأخير بالإعتراف بدستوريتها ومشروعيتها، ما دام أنّها تبقى سلطة تنظيمية خاصة، تمارس في إطار محدود ومحصور قانونا، وكذا خضوعها لمراقبة السلطة التنفيذية وذلك عن طريق ضرورة إبداء الموافقة على أنظمة هذه السلطات من طرف الوزير المختص ، وذلك قبل نشر هذه الأنظمة في الجرائد الرسمية.

أمّا السلطة التنظيمية العامة، فتبقى دائما من إختصاص الحكومة، مجسدة في الوزير الأول للدولة.

أما في التشريع الجزائري، فنظرا لحدثة سلطات الضبط بوجه عام، وسلطة ضبط بورصة القيم المنقولة بوجه خاص ، واقتصار المشرع الجزائري على التقليد الإنتقائي لأغلب الأحكام القانونية الفرنسية، أمر يجعلنا نلمس غياب الإجتهدات الفقهية والقضائية في هذا الجانب، ممّا يدفعنا إلى إعتقاد ما تمّ تحليله وتبريره في التشريع الفرنسي.

إنّ، يبقى أول ميكانيزم لآبّد منه لتعزيز مهمة الضبط هو التنظيم عن طريق إعداد قواعد قانونية تفرض عملية تطبيقها ومراعاتها على المخاطبين بها.

وقصد الحرص والسهر على تطبيق هذه القواعد، خوّلت لسلطات ضبط الأسواق المالية كذلك سلطة أخرى، تتمثل في الرقابة، والتي تعتبر بمثابة ميكانيزم ثاني لإرساء معالم مهمة الضبط.

وعليه، نجد أنّ السلطات الضابطة لمجال سوق الأوراق المالية تمارس الرقابة اللازمة سواء على المتدخلين على مستوى هذه السوق، أو المعلومات المالية التي يقدمونها...إلخ. فتطبيقا لسلطة الرقابة، تتولى الهيئات الضابطة التأكد من مدى توفر الشروط والضوابط القانونية اللازمة ضمن المذكرة الإعلامية أو البيان الإعلامي الذي يقدمه الشخص المصدر، وذلك حتى يتمكن من الحصول على قرار التأشير لإصدار قيم منقولة وقبول تداولها في السوق الثانوية<sup>1</sup>.

علاوة على رقابة المصدر كمتدخل أول ضمن سوق القيم المنقولة، يتولى كذلك الضابط مراقبة الأشخاص الوسطاء الذين يتوسطون بين المصدرين والمستثمرين، نظرا لدورهم الفعّال في دعم وتنشيط البورصة وزيادة كفاءتها، يتخذ شكل هذه الرقابة، قرار الإعتماد<sup>2</sup>.

نفس الرقابة تمارس على هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

كما قد تتخذ الرقابة التي تمارسها لجنة البورصة صورة أخرى هي التحقيق ، ونشير في هذا السياق إلى أنّ أغلب السلطات الضابطة سواءا في التشريع الفرنسي أو المصري أو الجزائري تختص بمهمة التحقيق، مع أنّ أحكام ممارسة هذه السلطة تختلف من تشريع إلى آخر، حيث نجد مثلا أنّ المشرع الفرنسي أكثر حرصا وتنظيما لهذه السلطة مقارنة بالتشريعين المصري

---

<sup>1</sup> إنّ الأسواق المالية تحتاج إلى توافر نظام معلومات جيّد، يمكنّ المستثمرين من إختيار أفضل البدائل المتاحة بالسعر المناسب، وعليه تعدّ المعلومات المالية الداخلية التي تتضمنها المذكرات الإعلامية أحد المقومات الرئيسية للمستثمر عند اتخاذ قراره، ومن الأمور المستقرة في الأسواق المالية ، أنّ المعلومات المحاسبية وبوجه خاص الأرباح السنوية ذات قيمة بالنسبة للمستثمرين في سوق الأسهم، ومن ثمّ فإنّ هذه المعلومات ستستجيب لها السوق بطريقة تتناسب مع نوعيتها وطبيعتها. أكثر من ذلك فإنّ نجاح سوق الأعمال والإستثمار في إدارة وظائفه يتوقف على مدى تحقيق المستثمرين لرغباتهم في اتخاذ قراراتهم الإستثمارية، لذلك فإنّ المعلومات المحاسبية باعتبارها المحتوى الإعلامي للرسالة الإعلامية والمتمثلة في مجموعة التقارير والقوائم المالية والمحاسبية ، تؤدي دورا مهما في تنشيط السوق وتحقيق كفاءته من خلال توفير المعلومات المتعلقة بحقيقة ما تعرضه القوائم والتقارير المالية للشركات من مراكز مالية والأرباح المحققة والمتوقعة مستقبلا، حيث تساهم في اتخاذ القرارات الإستثمارية، أنظر محي الدين حمزة، " دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الإستثمار في سوق عمان للأوراق المالية، دراسة تطبيقية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية، مجلد 23، العدد الأول، 2007، ص 147.

<sup>2</sup> تعتبر وظيفة الوساطة المالية عاملا أساسيا لنجاح وحيوية البورصة إذ يعتبر الوسطاء المتدخلون الأساسيون، حيث لا يمكن إجراء أية مفاوضة على القيم المنقولة داخل البورصة إلا عن طريقهم، وذلك بعد إعتمادهم من طرف لجنة البورصة واستيفائهم لجميع الشروط التي تحددها هذه اللجنة وفقا للمعايير القانونية المحددة. أنظر سليمة نشنن، " شروط ومهام الوسطاء الماليين في البورصة وإطارها القانوني في الجزائر"، مجلة الإصلاحات الإقتصادية والإندماج في الإقتصاد العالمي، عدد 07، 2009، ص56.

والجزائري، حيث كرّس التحقيق الإداري البسيط (غير القسري)، والتحقيق الذي يتضمن سلطة الحجز والتفتيش (تحقيق قسري)، مع خضوعها لعدة ضمانات.

ثالث ميكانيزم ، تستعين به سلطات الضبط في مجال الأوراق المالية، يتمثل في قمع المخالفات المرتكبة ضمن أسواق القيم المنقولة و تسوية المنازعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية،

أول أسلوب يتمثل في الأسلوب العقابي، إذ توقع العقوبة اللازمة على مرتكب المخالفة هذه العقوبات تختلف من تشريع لآخر، إذ تأخذ الطابع التأديبي حسب التشريع الجزائري، والطابع التأديبي والإداري حسب أحكام التشريع المصري والفرنسي<sup>1</sup>.

تقترن ممارسة سلطة العقاب بعدة ضمانات قانونية وقضائية وذلك مراعاة لحقوق الأشخاص كما هو مألوف على مستوى الهيئات القضائية.

ثاني أسلوب تمارسه سلطة ضبط مجال الأوراق المالية يتمثل في تسوية النزاعات حيث كثيرا ما تنشب نزاعات داخل هذه الأسواق سواءا بين المتعاملين، أو بين المتعاملين والإدارة، أو منازعات ناتجة عن خرق الأحكام التشريعية والتنظيمية المنظمة لسوق الأوراق المالية.

تتدخل سلطة ضبط سوق الأوراق المالية قصد تسوية مثل هذه النزاعات وذلك بعدة أساليب كالتحكيم ، هذا الأسلوب الذي لم يجد إهتماما ومكانة ضمن القانون النقدي والمالي الفرنسي<sup>2</sup>، إنّما وجد إهتماما كبيرا في التشريع المصري بموجب القانون رقم 95 لسنة 1992، حيث يلجأ إليه لحل النزاعات القائمة بين المتعاملين ضمن سوق الأوراق المالية المصرية، إلاّ أنه في سنة 2002، تمّ إصدار حكم بعدم دستورية سلطة التحكيم نتيجة طابعها الإلزامي الذي يناقض عدة مبادئ دستورية<sup>3</sup>.

أمّا في التشريع الجزائري، فتبقى سلطة التحكيم مجردة من أيّ طبيعة تحكيمية، حيث أنّ التحكيم معروف بطابعه الإتفاقي، الذي يبدو منعما في التشريع الجزائري، نتيجة تجرّد

<sup>1</sup> المشرع الفرنسي والمصري يعاقبان كل من يخالف أحكام التشريع والتنظيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية، حتى وإن لم تربط هذا المخالف بالسلطة الضابطة أي رابط، خلافا للتشريع الجزائري الذي يوقع مجرد عقوبات تأديبية تقع على الوسطاء وهيئات التوظيف الجماعي، هذه الفئات التي تربطها بلجنة البورصة رابط مهني وهو الإعتماد.

<sup>2</sup> أصبحت الآلية الأكثر إهتماما في القانون الفرنسي هي آلية المصالحة ، حيث تم إقتراح مشروع قانون ، يكرس أسلوب المصالحة ، نظرا لسرعة ومرونة إجراءاته .

<sup>3</sup> من بين هذه المبادئ، حرية اللجوء إلى القضاء، والمنصوص عليه بموجب المادة 86 من الدستور المصري.

الأطراف من حرية اختيار المحكمين، هؤلاء الذين يعتبر أغلبهم أعضاء لجنة البورصة ناهيك عن تلك الفراغات القانونية المتعلقة بأحكام التحكيم، مدى إلزاميتها، نفاذها... إلخ.

## خاتمة

تحرص كافة الدول على بسط رقابتها على سوق الأوراق المالية ، من خلال وضع نظام قانوني يحكم نشاطها، وذلك لأهمية تلك الأسواق بوصفها حلقة إتصال بين المدخرين من جهة والمشروعات الإنتاجية من جهة أخرى، فهي تقدم لجمهور المدخرين والمستثمرين وسيلة سهلة ومرنة لتوظيف أموالهم المدخرة وتيسر للشركات والمؤسسات الإنتاجية الحصول على التمويل اللازم لها، مما يجعل تلك الأسواق مؤشرا لحالة الإقتصاد القومي للبلاد.

أمام هذه الأهمية البالغة التي تتمتع بها أسواق الأوراق المالية سواء إزاء الفرد أو الدولة، لجأت أغلب تشريعات دول العالم إلى وضع إطار قانوني لها عن طريق تكريس ووضع أحكام وقواعد قانونية تحكمها وتنظمها، إضافة إلى إنشاء أجهزة وهيئات تتولى رقابتها، بمعنى ظهور فكرة ضبط مجال سوق الأوراق المالية.

تتبلور ملامح مهمة ضبط سوق الأوراق المالية إذن في تنازل وتخلي السلطة العامة عن صلاحياتها في التنظيم والرقابة وتسوية النزاعات لصالح سلطات الضبط ، هذه السلطات التي عادة ما تكيف بالطابع الإداري، مع إضافة خاصية الإستقلالية حتى تعرف إختلافا وتمييزا عن السلطات الإدارية التقليدية التابعة للدولة.

فبعد إستعراض أهم ومختلف الدراسات، وتحليل معظم النصوص القانونية سواء في التشريع الجزائري أو في التشريعات المقارنة، وعلى وجه الخصوص الفرنسية والمصرية منها، توصلنا إلى الوجود الفعلي لمثل هذه السلطات التي تتولى مهمة ضبط سوق الأوراق المالية مع قيام إختلافات في الأحكام والقواعد المنظمة لها.

تتشترك هذه السلطات في كونها سلطات ضبط مستقلة، مع إختلاف في طابعها، إذا تعتبر حسب التشريع المصري والجزائري ذات طبيعة إدارية، في حين يضيف الطابع العمومي على سلطة ضبط السوق المالية الفرنسية AMF.

إذن، يظهر لنا وعلى ضوء هذا التكييف القانوني وجود تناقض وتنافر بين خاصيتين " العمومية أو الإدارية " من جهة وخاصة الإستقلالية من جهة أخرى، إذ كيف لنا تصوّر سلطة عمومية أو إدارية مع كونها مستقلة؟.

إن هذا الإصطدام بين الخاصيتين مسألة تترجم وتفسّر الطابع الخيالي وغير الفعلي لصفة الإستقلالية، وذلك سواء من الناحية العضوية، نظرا لانفراد السلطة التنفيذية بمهمة تعيين أعضاء هذه السلطات، وعدم تحديد مدة إنتدابهم، غياب أحكام التنافي والإمتناع.

أو من الناحية الوظيفية نتيجة لتلك التدخلات التي تعرفها الحكومة في أعمال ووظائف هذه السلطات، إذا كثيرا ما تلزم بإعداد تقرير سنوي ترسله للحكومة، المظهر الذي يمثل نوعا من أنواع الخضوع والرقابة عليها ، بجانب إمكانية حلول الحكومة محل هذه السلطات في ممارسة مهامها في حالات معينة، أكثر من ذلك ضرورة إجراء الموافقة الذي تبديه الحكومة على أنظمة و لوائح معظم هذه السلطات.

على ضوء هذه الأحكام، نعتقد أن رغم التكريس القانوني والصريح لمثل هذه السلطات الضابطة، إلا أن تكريسها يبقى شكليا ، يخفي وراءه دور الدولة التي لا تزال تتدخل في الحقل الإقتصادي بصفة غير مباشرة.

تنبني فكرة الضبط على مقومات وركائز تتمثل في ضرورة تنظيم مجال سوق الأوراق المالية، رقابته، تسوية منازعاته.

وعليه، وفي هذا الموضوع، هناك تشريعات وزّعت هذه الصلاحيات والوظائف بين عدة هيئات أو أجهزة ضمن السوق المالية كالتشريع الفرنسي بعد تعديله في أوت 2003، حيث ميّز بين الهيئة المنظمة للسوق المالية والمتمثلة في المجمع وبين الهيئة الموقعة للعقوبة وهي لجنة العقوبات المتواجدة على مستوى سلطة ضبط السوق المالية " AMF "، وذلك تحقيقا للنزاهة والشفافية، بينما نجد المشرع الجزائري جمع كل هذه الوظائف والصلاحيات ضمن نفس الهيئة وهي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التي تعتبر مشرعا صغيرا على مستوى سوق الأوراق المالية، مراقبا، وكذا حاسما للنزاعات القائمة على مستوى هذه

السوق، الأمر الذي قد يؤثر في شفافية أعمالها، إذ كيف لها أن تعدّ وتصدر أنظمة، ثم تتولى مراقبة وعقاب مخالفيها؟.

وعليه، وتحقيقا للشفافية، كان على المشرع الجزائري أن يوزع هذه الصلاحيات بين هيئات مختلفة، كما فعل المشرع الفرنسي.

تبرز كذلك معالم فكرة الضبط في تلك الرقابة التي تمارسها سلطات الضبط على كل ما يجري ضمن سوق الأوراق المالية، عن طريق اتخاذ مجموعة من القرارات الفردية، كقرار الترخيص أو التأشير الذي تمنحه قصد إصدار الأوراق المالية، إذ تتحقق سلطات الضبط قبل اتخاذ قرار الترخيص من توافر شروط معينة في الشركة المصدرة، والتأكد من جدّيتها، كما تراقب حجم الإصدار حتى لا يؤدي إغراق السوق بالأوراق المالية إلى التأثير على القيمة السوقية لتلك الأوراق، كما قد يمنح قرار الإصدار قصد قبول تداول الأوراق المالية ضمن بورصة القيم المنقولة.

بجانب قرار الترخيص أو التأشير، تتخذ سلطات الضبط كذلك سواء في التشريع الجزائري أو المصري أو الفرنسي قرارات فردية أخرى، كقرار الإعتماد، وذلك تجاه فئة الوسطاء، هذه الفئة التي تلعب دورا هاما في تنشيط وديناميكية وحركية البورصة. تجسيدا لسلطة الرقابة كذلك، نجد أن معظم النصوص القانونية المنشئة لسلطات الضبط قد اعترفت وخولت لهذه الأخيرة، سلطة التحقيق، وذلك تحقيقا لحماية الإدّخار العام والمستثمرين وحسن سير السوق.

أمّا في مجال تسوية المنازعات التي قد تنشأ داخل سوق الأوراق المالية، فتتعدّد طرق تسويتها، وذلك باختلاف طبيعة هذه النزاعات.

فخرق الأحكام التشريعية والتنظيمية وأخلاقيات المهنة من طرف بعض الأشخاص كالوسطاء أمر يخضعهم لأحكام سلطة التأديب من طرف الضابط، هذه السلطة التي تتخذ أشكال مختلفة كالإنذار، التوبيخ، سحب الإعتماد، الغرامات المالية التي يختلف مقدارها باختلاف مقدار الأرباح المحققة أو المحتمل تحقيقها.

كما كرس المشرعين الفرنسي والمصري بجانب سلطة التأديب سلطة فرض عقوبات إدارية على مخالفين أنظمة وقوانين البورصة حتى ولو لم يجمعهم بها أي رابط مهني.

تثور نزاعات من طبيعة أخرى ضمن سوق الأوراق المالية، تتم تسويتها بإتباع آليات مختلفة كسلطة التحكيم، التي يلجأ إليها لحل أي نزاع تقني متعلق بتفسير وتأويل القوانين، إلا أن المشرع الجزائري لم يعم باحاطة هذه السلطة بضوابط وأحكام دقيقة، على عكس المشرع المصري.

ترتكب على مستوى سوق الأوراق المالية سلوكيات غير مشروعة، يصل تكييفها إلى درجة الجرائم، هذا الجانب يعود إختصاص ردعه وعقابه إلى القضاء الجزائري الذي يسلط العقوبة الملائمة، لتتراوح بين الحبس والغرامة.

إن موضوع بحثنا هذا والمقترن بالدراسة المقارنة، مجسدة في كل من النظامين الفرنسي والمصري، لا يقتصر على نقل كل ما يدور في الأسواق الفرنسية والمصرية إلى السوق الجزائري، ولكن الهدف من ذلك هو الوقوف والتعرف على النظم القانونية المتبعة في تلك الأسواق حتى نتمكن من إقتباس ما يناسب ظروف وأوضاع الدولة الجزائرية.

أما الجانب العملي والتطبيقي فهو أمر مستبعد من خلال هدف الدراسة المقارنة، وذلك نتيجة الفارق الجوهرى القائم عمليا بين سوق القيم المنقولة الجزائرية ونظيرتها المصرية، أما سوق الأوراق المالية الفرنسية، فلا يمكن لنا تصوّر الحديث عن المقارنة من الناحية العملية والتطبيقية، إذ كيف لسوق شبه منعدمة أن تكون محل مقارنة بسوق في درجة من التقدم والتطور.

نتوقف عند هذه المسألة، لنحاول دراسة الجانب العملي للسوق المالية الجزائرية وتحليل أهم العوامل أو الأسباب التي ساهمت في تدهور أوضاع سوق الأوراق المالية

الجزائرية وضعف وركود وضعيتها، مع العلم أن أسواق الأوراق المالية للدول المجاورة كتونس والمغرب تعرف نشاطا وحركية ملموسة<sup>1</sup>.

واقع بورصة الجزائر: يتداول على مستوى بورصة الجزائر سندانين فقط وهما:

- سندات دحلي.
  - سندات سونلغاز ذات أجل إستحقاق 2014.
- أما سندات سونلغاز ذات أجل إستحقاق 2011 و سندات اتصالات الجزائر ذات أجل إستحقاق 2011 ، فقد تم حلول أجل إستحقاقها في سنة 2011 .
- أما بالنسبة للأسهم: فيتم التداول على 4 أسهم فقط:

- سهم صيدال.
- سهم نزل الأوراسي.
- سهم شركة أليانس للتأمينات<sup>2</sup> Alliance assurances
- سهم شركة NCA رويبة .

إذن على ضوء هذه المعطيات، يظهر لنا أن قسم الأسهم يعرف وضعية جدّ حرجة، إذ تعرّض في عام 2006 إلى سحب سهم الرياض- سطيف ، عن طريق إجراء العرض العمومي للسحب<sup>3</sup>، وفي مارس 2011 وبعد توفر شروط القبول المنصوص عليها في النظام العام لبورصة الجزائر ، تم إدخال سهم Alliance assurances في التسعيرة الرسمية،

---

<sup>1</sup> تقدّر عدد الشركات المسعرة في بورصة تونس بأكثر من 50 شركة في حين يقدر عددها في الجزائر ب 05 شركات وذلك بعد إستحقاق أجل كل من سندات إتصالات الجزائر و سندات سونلغاز ذات أجل إستحقاق 2011 ، كما يبلغ عدد الوسطاء ضمن بورصة الجزائر ب 06 ووسطاء مقابل 26 وسيط في بورصة تونس . انظر

BERKOUK Safia, « Le déficit d'offres n'incite pas les intermédiaires à investir », El Watan Economie, du 19 au 25 décembre 2011, p.21.

<sup>2</sup> www.sgbv.dz

<sup>3</sup> REZOUALI Akli , « La Bourse s'appauvrit », El Watan Economie, du 22 au 28 mai 2006, p. 7.

وتعتبر أول شركة من القطاع الخاص على مستوى البورصة الجزائرية<sup>1</sup>، تليها بعد ذلك شركة NCA رويبة في 2013 .

وعليه فنتوصل إلى القول أن بورصة الجزائر لا تزال في طور إنجازها وإنشائها، وأنها تعاني من تأخر وعجز كبيرين، إذ لا تقدر نسبة مساهمة السوق المالية الجزائرية في تمويل الإقتصاد إلا بنسبة رمزية مقارنة بالدول المجاورة كتونس والمغرب . كما أنه يقدر عدد السندات المسعرة في البورصة الجزائرية بسبع سندات فقط ، في حين يتجاوز عددها 300 سند في بورصة القاهرة ، و أكثر من 275 سند في الأردن ، وأكثر من 200 سند في المغرب<sup>2</sup>.

إن هذه الوضعية المتدهورة والحرجة، يفسرها ويترجمها عدة عوامل وأسباب تختلف طبيعتها، من إقتصادية، سياسية، ثقافية .

إن غياب وانقطاع عمليات فتح رأسمال المؤسسات العامة والخاصة من جهة وغياب نية وإرادة المتعاملين الإقتصاديين الخواص الذين يكتفون باللجوء إلى آليات وطرق التمويل الكلاسيكية المتمثلة في القروض البنكية من جهة أخرى، تعتبر من بين العوامل التي ساعدت على ركود البورصة الجزائرية.

ضف إلى ذلك ضعف ونقص الوعي الثقافي لدى المواطن الجزائري في فهم عملية الإدخار العام، إذ أن فئة منهم لا تزال ترى في البورصة أنها مكان وإطار للمقامرة.

إلى جانب ضعف الحوافز الجبائية وغياب محيط وإطار مهني للمجال البورصي كتوفر الخبراء في هذا الميدان سواء في الميدان الضريبي، المحاسبية، قانون الأعمال... إلخ ونقص الإستعانة بالنظم والأسس التكنولوجية الحديثة في مجال المعلومات ، إذ يضاف على هذا الأخير الطابع التقليدي والذي يعجز عن تنظيم وسير حجم من المعاملات على مستوى

---

<sup>1</sup> EL KADI Ihsane, « La bourse d'Alger, vedette annoncée du dernier trimestre », El Watan Economie, du 4 au 10 octobre 2010, p. 2.

<sup>2</sup> ISMAIL Nourredine, « Pour rattraper le retard, une entreprise par mois introduite en Bourse », El Watan Economie, du 14 au 20 mars 2011, p. 11.

البورصة<sup>1</sup> ، واقتصار بورصة الجزائر على سوق وحيدة هي التسعيرة الرسمية إلى غاية 2012 أين تم السماح بدخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ضمن السوق المالية .

أمام هذه النقائص والعراقيل التي قد تحتفظ بقدر كافي في ضعف وركود السوق المالية الجزائرية، تمّ إقتراح مشروع إصلاح السوق المالية الجزائرية وذلك في إطار تنفيذ التدابير والتوصيات المسطرة ضمن مخطط عصرنة السوق المالية وتطويرها ، المصادق عليه والمعتمد عليه على مستوى الساحة المالية في جوان 2009<sup>2</sup> .

من بين الإقتراحات والتوصيات المقدمة قصد تفعيل بورصة الجزائر :

- اقتراح إعادة تنظيم خدمات الإستثمار وذلك بالإهتمام أكثر بالقواعد المطبقة في بورصات دول العالم من حيث الحداثة والتكنولوجيا.
  - اقتراح الإستعانة بالخبرة العالمية في مجال البورصة.
  - اقتراح فتح بيع الأسهم للمستثمرين الأجانب، باعتباره حاليا غير مفتوح للإستثمار الأجنبي.
  - اقتراح تقليص مدة الإكتتاب.
  - إقتراح تبني مبدأ التكفل بمتابعة وتحليل الشركات المسعرة في البورصة من طرف خبراء مستقلين<sup>3</sup> .
  - إندماج الجزائر في الإقتصاد العالمي ، خاصة أمام مشروع إنضمامها إلى المنظمة العالمية للتجارة أمر يلزمها على تطوير وتفعيل سوقها المالية .
- بجانب إقتراحات أخرى ، كترويج الأوراق المالية ، بإستعمال أساليب مختلفة سواء في السوق الأولية أو السوق الثانوية، التنويع في الأدوات المالية ونشر ثقافة بورصية لدى المدخرين.

---

<sup>1</sup> BERKOUK Safia, « Boudée par les investisseurs, désertée par les entreprises, la bourse d'Alger n'a toujours par la cote », El watan Economie, du 19 au 25 décembre 2011, p. 22.

<sup>2</sup> ISMAIL Nourredine, « Pour rattraper le retard, une entreprise par mois introduite en Bourse », op. cit. p. 11.

<sup>3</sup> Rapport annuel de la COSOB, 2009, [www.cosob.org/](http://www.cosob.org/)

مع التركيز خاصة على بعث واتجاه النية والإرادة الحقيقية للدولة إلى فعلا النهوض بالسوق المالية الجزائرية .

وفي هذا الموضوع ، يرى إسماعيل نور الدين الرئيس السابق للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أن هناك مؤشرات إيجابية عن طريق إستغلال ومراجعة السياسة المالية العامة واختيار الآليات الأكثر ملائمة ، إلا أنه من جهة أخرى فيرى أن هناك غياب نية وإرادة الحكومة في ذلك ، ويظهر ذلك من خلال لجوء الحكومة عند خوصصة فروع المؤسسات إلى أساليب غير البورصة<sup>1</sup> .

وفي اختيار مثل هذه الآليات أو التقنيات مساس بتطور الأسواق المالية وإنما تهميشه ، مع العلم أن هذه الفروع تعاني من مشكل المتابعة في الجانب المالي<sup>2</sup> .  
إذن يستلزم الوضع ، التطبيق الفعلي لهذا المشروع من طرف السلطات العامة قصد إصلاح السوق المالي ، وذلك بإزدياد إقبال الشركات الخاصة ، لأن وجود بورصة بدون القطاع الخاص أمر لا يحقق البعد المرجو<sup>3</sup> والمتمثل في النهوض بالسوق المالية الجزائرية والإنطلاق فيها للوصول إلى المستوى المطلوب.

لذا ننتظر أمام هذه التحفيزات سلوك العديد من الشركات الخاصة مسلك كل من شركة دحلي في مجال السندات وشركة أليانس للتأمينات و NCA رويبة في مجال الأسهم .

---

<sup>1</sup> Le gouvernement à opté pour l'option d'appel à manifestation d'intérêt.

<sup>2</sup> MEHENI Mehdi, « Lancement d'un plan de modernisation pour sauver la face », Le Soir d'Algerie, 18 octobre 2011, p. 06.

<sup>3</sup> خاصة وأن المشرع الجزائري قد وضع إمتياز ضريبي للمستثمرين ، وذلك ضمن المادة 33 من قانون المالية التكميلي لسنة 2009 ، التي تعدل وتتمم المادة 63 من القانون رقم 02-11 ، المؤرخ في 24 ديسمبر 2002، والمتضمن قانون المالية لسنة 2003 ، المعدل والمتمم بالمادة 46 من القانون رقم 08-21 ، المؤرخ في 20 ديسمبر 2008 ، والمتضمن قانون المالية لسنة 2009 ، وذلك على النحو التالي : " تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير سنة 2008 ، نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الأسهم والسندات المماثلة المسجلة في تسعيرة البورصة وكذا نواتج الأسهم أو حصص هيئات التوظيف الجماعية في القيم المنقولة .

تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات ، نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الإلتزامات والسندات المماثلة والأوراق المماثلة لها للخرينة المسجلة في تسعيرة البورصة أو المتداولة في سوق منظمة لأجل أقل من خمس (5) سنوات الصادرة خلال فترة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير سنة 2008 ، ويشمل هذا الإعفاء كل فترة صلاحية السند الصادر خلال هذه المرحلة .

تعفى من حقوق التسجيل ولمدة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير سنة 2008 ، العمليات المتعلقة بالقيم المنقولة المسجلة في تسعيرة البورصة أو المتداولة في سوق منظمة " .



## قائمة المراجع

أولا : باللغة العربية

I- الكتب :

- 1- أحمد محمد اللوزي، الحماية الجزائية لتداول الأوراق المالية، دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 2- الجندي حسني أحمد ، القانون الجنائي للمعاملات التجارية ، الكتاب الأول ، القانون الجنائي للشركات ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 1989 .
- 3- الحمراي صالح راشد ، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية، الطبعة الأولى، مؤسسة البيان للطباعة والنشر والتوزيع، دون ذكر بلد النشر، 2004.
- 4- الزرري عبد النافع عبد الله وغازي توفيق فرح ، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2000.
- 5- الملحم أحمد عبد الرحمن، حظر إستغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، دراسة مقارنة، مطبوعات جامعة الكويت، 1998.
- 6- أميرة صدقي ، النظام القانوني لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- 7- حسني علي خديوش وعبد المعطي رضا رشيد ، الأسواق المالية- مفاهيم وتطبيقات- دار زهدان للنشر والتوزيع، دون ذكر مكان النشر، 1997.

- 8- **حنفي عبد الغفار ورسمية قرياقص** ، الأسواق والمؤسسات المالية ، مركز الإسكندرية للكتاب ، الإسكندرية ، 1999 .
- 9- **حنفي عبد الغفار ورسمية قرياقص**، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 10- **حنفي عبد الغفار ورسمية قرياقص** ، الأسواق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2006.
- 11- **سالم عمر** ، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 1999 .
- 12- **سليمان المندي** ، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة ، الطبعة الأولى ، مكتبة مدبولي ، القاهرة ، 1999.
- 13- **سميحة القليوبي** ، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، الجزء الثاني، الطبعة الثالثة، 1993.
- 14- **سميحة القليوبي** ، شرح العقود التجارية، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1992.
- 15- **شعبان أحمد محمود ورجب عبد الحكيم سليم**، شرح أحكام سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية طبقاً لأحداث التعديلات، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، دار المجد للطباعة بالهرم، مصر، 2004.
- 16- **شعبان أحمد محمود، ورجب عبد الحكيم سليم** ، شرح أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية طبقاً لأحداث التعديلات، الطبعة الأولى، الجزء الأول، دار المجد للطباعة بالهرم، مصر، 2004.
- 17- **شمعون شمعون** ، البورصة، دار هومة، الجزائر، 1999.

- 18- **صالح البربري** ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، الطبعة الأولى، مركز المساندة القانونية، القاهرة، 2001.
- 19- **صلاح الدين حسن السيبي** ، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، 2000.
- 20- **ضياء مجيد** ، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- 21- **عاشور عبد الجواد عبد الحميد** ، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 1995.
- 22- **عاشور عبد الجواد عبد الحميد** ، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995.
- 23- **عباس مرزوق فليح العبيدي** ، الإكتتاب في رأس مال شركة المساهمة " دراسة قانونية وعملية "، مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
- 24- **عبد الباسط كريم مولود**، تداول الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2009.
- 25- **عبد الحميد أحمد عبد الغفار** ، مدخل إلى أسواق المال - متغيرات ومؤشرات ومنهجيات - مركز البحرين للدراسات والبحوث، دون ذكر مكان النشر، 2006.
- 26- **عبد الرافع موسى** ، الهيئة العامة لسوق المال، دون ذكر دار النشر، القاهرة، 1998.
- 27- **عطون مروان** ، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلات في عالم النقد والمال، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
- 28- **فايز نعيم رضوان** ، الشركات التجارية، مكتبة الجلاء الجديدة، 1994.

- 29- **مجدي محمود شهاب** ، إقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000.
- 30- **محمد باهى أبو يونس** ، الرقابة القضائية على شرعية الجزاءات الإدارية العامة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000.
- 31- **محمد حلمي عبد التواب** ، البورصة المصرية والبورصات العالمية، آلية عملها، الرقابة عليها، الربط بين البورصات، دون ذكر دار النشر، ولا مكان النشر ولا سنة النشر.
- 32- **محمد سامي الشوا**، القانون الإداري الجزائري، " ظاهرة الحد من العقاب "، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996.
- 33- **محمد سعد فوده** ، النظرية العامة للعقوبات الإدارية، " دراسة فقهية قضائية مقارنة "، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2008.
- 34- **محمد سويلم** ، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، مصر، 1992.
- 35- **محمد صالح جابر**، الإستثمار في الأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، دون ذكر دار النشر، بغداد، 1986.
- 36- **محمد فاروق عبد الرسول** ، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2007.
- 37- **مختار أحمد البريري** ، قانون المعاملات التجارية، دار النهضة العربية، 1996.
- 38- **مصطفى كمال طه** ، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 1998.

- 39- مفيد عبد اللاوي ، محاضرات في الإقتصاد، النقدي والسياسات النقدية، مطبعة منوار، الوادي، 2007.
- 40- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس مال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993.
- 41- منير إبراهيم هندي ، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1999 .
- 42- منير بوريشة ، المسؤولية، الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، دار الجامعة الجيدة للنشر، الإسكندرية، 2002.
- 43- نصر علي طاحون ، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، دون ذكر مكان النشر، 2003.
- 44- هاني دويدر، العقود التجارية والعمليات المصرفية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1994.
- 45- هشام فضلي ، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2004.
- 46- هشام فضلي ، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب، دراسة قانونية مقارنة في نظام الإيداع والقيد المركزي في الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2005.

## II-الرسائل الجامعية :

- 1- **براق محمد** ، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 1999 .
- 2- **جبار محفوظ** ، البورصة، التسيير وخصوصة المؤسسات العمومية، دراسة حالة دول اتحاد المغرب العربي، رسالة لنيل درجة دكتوراه الدولة في العلوم الإقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 1997.
- 3- **سيد طه بدوي محمد** ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآلية من الوجهة القانونية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في القانون، جامعة القاهرة، 2000.
- 4- **صالح البربري** ، بورصة الأوراق المالية والممارسات التي تؤثر في كفاية أداء وظائفها وقواعد الضبط ، رسالة دكتوراه ، جامعة الإسكندرية ، 2001 .
- 5- **كتو محمد الشريف** ، الممارسات المنافية للمنافسة في القانون الجزائري دراسة مقارنة بالقانون الفرنسي، أطروحة لنيل درجة دكتوراه دولة في القانون، فرع القانون العام، جامعة مولود معمري ، تيزي وزو، كلية الحقوق، 2005.
- 6- **يعقوب يوسف صرخوه** ، الأسهم وتداولها في شركات المساهمة في القانون الكويتي، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 1982.

### III-المقالات:

- 1- إبراهيم فريد محمد أمين ، " المعلومات المحاسبية ومداخل تحليل الإستثمار في الأوراق المالية "، مجلة المال والتجارة، القاهرة، العدد 182، السنة السادسة عشر، الجزء الثاني، يونيو 1984، ص ص 3- 19.
- 2- أكرم عبد القادر ياملي ، " إختلاف حقوق المساهم باختلاف أنواع الأسهم – بحث مقارن- " ، مجلة الحقوق ، جامعة الكويت ، العدد الأول ، مارس 2006 ، ص ص 221-271 .
- 3- أنور محمد صدقي المساعدة ، " الصلح الجزائي في التشريعات المصرية، دراسة في قانون الإجراءات الجنائية والتشريعات الإقتصادية "، مجلة الحقوق، الكويت، العدد الرابع ديسمبر 2009، ص ص 199- 265.
- 4- أنور محمد صدقي المساعدة ، " الصلح الجزائي في التشريعات الإقتصادية القطرية "، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية، مجلد 24، العدد الثاني، 2008، ص ص 93- 144.
- 5- براق محمد ، " بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها " ، مجلة إدارة عدد 21 ، لسنة 2001 ، ص ص 87- 102 .
- 6- براق محمد ولحشرش الطاهر، " ترويج الأوراق المالية وأثره في تنشيط سوق الأوراق المالية بالجزائر"، مجلة الإصلاحات الإقتصادية والإندماج في الإقتصاد العالمي ، عدد 03 ، سنة 2007 ، ص ص 57-83.
- 7- براق محمد ، " أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر "، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والإقتصادية والسياسية ، عدد 01، سنة 1999، ص ص 81-113.
- 8- بن لطرش منى ، " السلطات الإدارية المستقلة في المجال المصرفي : وجه جديد لدور الدولة ، مجلة إدارة ، عدد 02 ، لسنة 2002 ، ص ص 57- 82 .

- 9- **بوكساني رشيد** ، " الإصلاحات الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1999-2003 مع الإشارة إلى حالة الجزائر" ، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي ، عدد 03 ، سنة 2007 ، ص ص 43-68 .
- 10- **تواتي نصيرة** ، " تسوية منازعات سوق الأوراق المالية " ، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني ، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، العدد 01، سنة 2010، ص ص 108-120 .
- 11- **جبار محفوظ** ، "فرص الإستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية " ، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، عدد 01 ، لسنة 2001 ، ص ص 107-118 .
- 12- **حسن صبحي العباس** ، " الآفاق والمقومات الرئيسية لآليات إنشاء أسواق الأوراق المالية " ، مجلة بحوث مستقبلية، العدد العاشر، 2005، ص ص 103-131 .
- 13- **حميل نواره** ، "جنحة إستغلال معلومات إمتيازية في البورصة بين إختصاص القاضي وسلطة ضبط السوق المالية " ، المجلة النقدية للقانون والعلوم السياسية ، عدد 02، 2007، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، ص ص 111-160 .
- 14- **دعاء نعمان الحسيني** ، " تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية" ، مجلة بحوث مستقبلية ، العدد 10 ، 2005 ، ص ص 133-144 .
- 15- **رياض دهال** ، " أسواق الأوراق المالية العربية، الإتجاهات الحديثة والأداء " ، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، الصادرة عن المعهد العربي للتخطيط بالكويت، المجلد الثاني، العدد الأول، ديسمبر 1997، ص ص 63-71 .
- 16- **زلايجي محمد** ، " الحماية الجنائية للمتعاملين في البورصة " ، مجلة العلوم القانونية والإدارية والسياسية ، كلية الحقوق ، جامعة محمد الأول بوجدة ، 2009-07 ، ص ص 01-33 .

- 17- **ضياء حامد الدباغ، وحيد محمود رمو،** " دور التقارير المالية في زيادة كفاءة الأسواق المالية "، مجلة بحوث مستقبلية، العدد الثاني عشر، 2005، ص ص 67-94.
- 18- **طارق علي عامر،** " تطوير وتنمية أسواق رأس المال في الدول النامية وقدرات التمويل والإستثمار "، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد الثامن، العدد الأول، مارس 2000، ص ص 9-11.
- 19- **عبد الرحمان مرعي،** " دور المعلومات المحاسبية التي تقدمها التقارير المرحلية في اتخاذ القرارات الإستثمارية "، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية، مجلد 22، العدد الثاني، 2006، ص ص 181-209.
- 20- **عبد الفضيل محمد أحمد،** " بورصات الأوراق المالية "، مجلة البحوث القانونية والإقتصادية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، العدد 04، أكتوبر 1988، ص ص 108-130.
- 21- **عبد الناصر طلب الزيود ومحمد خير سليم أبو زيد،** " أثر الانترنت في الأسواق المالية، دراسة تطبيقية على بورصة عمان المالية "، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والمالية، المجلد 23، العدد الأول، 2007، ص ص 73-97.
- 22- **عبد جميل غصوب،** " بورصة بيروت في القانون اللبناني وقانون التجارة الدولية "، مجلة الدراسات القانونية، صادرة عن كلية الحقوق جامعة بيروت العربية، العدد الأول، 2004، ص ص 83-144.
- 23- **علي عريفة،** " تحررية الأسواق، وقواعد الضبط في الدول الصناعية "، مجلة التنمية والسياسات الإقتصادية، الصادرة عن المعهد العربي للتخطيط بالكويت، المجلد الأول، العدد الثاني، جويلية، 1999، ص ص 109-115.
- 24- **قاسم محسن الحبيطي وشكر محمود مصطفى،** " تأثير كفاءة سوق المستثمر في تحديد التوازن الظرفي لخصائص المعلومات المحاسبية "، مجلة بحوث مستقبلية، العدد العاشر، 2005، كلية الحداثة الجامعة، ص ص 145-172.

25- لباد ناصر ، "السلطات الإدارية المستقلة" ، مجلة إدارة ، عدد 01 لسنة 2001 ، ص 23-07 .

26- محي الدين حمزة، " دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الإستثمار في سوق عمان للأوراق المالية، دراسة تطبيقية ، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية ، المجلد 23، العدد الأول، 2007، ص ص 145-174.

27- منير إبراهيم هندي ، "السماسة بين المنافسة والاندماج"، مجلة البورصة المصرية ، عدد 90 ، فيفري 1999 ، ص 32.

28- نشش سليمة ، " شروط ومهام الوسطاء الماليين في البورصة وإطارها القانوني في الجزائر " ، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الإقتصاد العالمي ، عدد 07 لسنة 2009 ، ص 42 .

29- وجدي راغب ، " تأصيل الجاني الإجرائي في هيئة تحكيم معاملات الأسهم بالأجل " ، مجلة الحقوق ، جامعة الكويت ، ديسمبر 1983 ، ص 107 .

#### IV-النصوص القانونية :

أ- دستور 28 نوفمبر 1996، المنشور بموجب المرسوم الرئاسي رقم 98-438 المؤرخ في 07 ديسمبر 1996، جريدة رسمية عدد 76، صادر سنة 1996، المتمم بالقانون رقم 02-03، المؤرخ في 10 أبريل 2002، جريدة رسمية عدد 25، صادر سنة 2002، المعدل بموجب القانون رقم 08-19 ، المؤرخ في 15 نوفمبر 2008 ، جريدة رسمية عدد 63 ، صادر في 16 نوفمبر 2008.

#### ب - النصوص التشريعية:

1- قانون عضوي رقم 98-01 ، مؤرخ في 30 ماي 1998 ، يتعلق باختصاصات مجلس الدولة وتنظيمه وعمله ، جريدة رسمية عدد 37 ، صادر في 01 جوان 1998 ، معدّل ومتمم بالقانون العضوي رقم 11-13 ، مؤرخ في 26 جويلية 2011 ، جريدة رسمية عدد 43 ، صادر في 03 أوت 2011 .

- 2- أمر رقم 66-154، مؤرخ في 8 جوان 1996، يتضمن قانون الإجراءات المدنية،  
، جريدة رسمية عدد 47، صادر في 09 جوان 1966 ، ملغى.
- 3- أمر رقم 66-156 ، مؤرخ في 8 جوان 1966، يتضمن قانون العقوبات، معدّل ومتمّم،  
جريدة رسمية عدد 49، صادر في 11 جوان 1966.
- 4- أمر رقم 75-59، مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري، معدّل ومتمّم،  
جريدة رسمية عدد 100، صادر في 19 ديسمبر 1975 .
- 5- قانون رقم 88-01، مؤرخ في 12 جانفي 1988، يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات  
العمومية الإقتصادية، جريدة رسمية عدد 02، صادر في 13 جانفي 1988 .
- 6- قانون رقم 90-07، مؤرخ في 03 أفريل 1990، يتعلق بالإعلام ، جريدة رسمية عدد  
14، لسنة 1990.
- 7- قانون رقم 90-10، مؤرخ في 14 أفريل 1990، يتعلق بالنقد والقرض، معدّل ومتمّم،  
جريدة رسمية عدد 16، صادر في 18 أفريل 1990.
- 8- مرسوم تشريعي رقم 93-08 ، مؤرخ في 25 أفريل 1993، يعدّل ويتمّم الأمر رقم  
59-75 يتضمن القانون التجاري، جريدة رسمية عدد 27، صادر في 27 أفريل 1993.
- 9- مرسوم تشريعي رقم 93-10، مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة،  
جريدة رسمية عدد 34، صادر في 23 ماي 1993.
- 10- مرسوم تشريعي رقم 93-13، مؤرخ في 26 أكتوبر 1993، يخص بعض أحكام  
القانون رقم 90-07، مؤرخ في 03 أفريل 1990، يتعلق بالإعلام، جريدة رسمية عدد 69،  
لسنة 1993.
- 11- أمر رقم 95-06، مؤرخ في 25 جانفي 1995، يتعلق بالمنافسة، جريدة رسمية  
عدد 09، صادر في فيفري 1995.
- 12- 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)، جريدة رسمية عدد 03، صادر  
في 14 جانفي 1996.

- 13- أمر رقم 10-96، مؤرخ في 10 جانفي 1996، يعدّل ويتمّ المرسوم التشريعي رقم 10-93، مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 03، صادر 14 جانفي 1996.
- 14- قانون رقم 03-2000، مؤرخ في 05 أوت 2000، يحدد القواعد العامة المتعلقة بالبريد والمواصلات السلوكية اللاسلوكية، جريدة رسمية عدد 48، صادر في 06 أوت 2000.
- 15- أمر رقم 01-01، مؤرخ في 07 فيفري 2001، معدّل ومتمّ للقانون رقم 10-90، يتعلق بالنقد والقرض، جريدة رسمية عدد 14، لسنة 2001 .
- 16- قانون رقم 10-01، مؤرخ في 03 جويلية 2001، يتضمن قانون المناجم، جريدة رسمية عدد 35، صادر في 04 جويلية 2001 .
- 17- قانون رقم 01-02، مؤرخ في 05 فيفري 2002، يتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز بواسطة القنوات، جريدة رسمية عدد 08، صادر في 06 فيفري 2002 .
- 18- قانون رقم 11-02، مؤرخ في 24 ديسمبر 2002، يتضمن قانون المالية لسنة 2003، جريدة رسمية عدد 86، صادر في 25 ديسمبر 2002 .
- 19- أمر رقم 03-03، مؤرخ في 19 جويلية 2003، يتعلق بالمنافسة، جريدة رسمية عدد 4، صادر في 20 جويلية 2003.
- 20- قانون رقم 04-03، مؤرخ في 17 فيفري 2003، يعدّل ويتمّ المرسوم التشريعي رقم 10-93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 11 صادر في 19 فيفري 2003 .
- 21- أمر رقم 11-03، مؤرخ في 26 أوت 2003، يتعلق بالنقد والقرض، جريدة رسمية عدد 52، صادر في 27 أوت 2003.
- 22- قانون رقم 12-03، مؤرخ في 25 أكتوبر 2003، يتضمن الموافقة على الأمر رقم 03-03، المؤرخ في 19 جويلية 2003، والمتعلق بالمنافسة، جريدة رسمية عدد 64، صادر في 26 أكتوبر 2003 .

- 23- قانون رقم 04-14 ، مؤرخ في 10 نوفمبر 2004 ، يعدل ويتمم الأمر رقم 66-155 ، المؤرخ في 8 جوان 1966 والمتضمن قانون الإجراءات الجزائية ، جريدة رسمية عدد 71 ، صادر في 10 نوفمبر 2004 .
- 24- قانون رقم 06-01 ، مؤرخ في 20 فيفري 2006 ، يتعلق بالوقاية من الفساد ومكافحته جريدة رسمية عدد 14 ، صادر في 8 مارس 2006 .
- 25- قانون رقم 06-11 ، مؤرخ في 24 جوان 2006 ، يتعلق بشركة الرأسمال الإستثماري، جريدة رسمية عدد 42 ، صادر في 25 جوان 2006 .
- 26- قانون رقم 06-22 ، مؤرخ في 20 ديسمبر 2006 ، يعدل ويتمم الأمر رقم 66-155 ، المؤرخ في 8 جوان 1966 ، والمتضمن قانون الإجراءات الجزائية ، جريدة رسمية عدد 84 ، صادر في 24 ديسمبر 2006 .
- 27- قانون رقم 06-23 ، مؤرخ في 20 ديسمبر 2006 ، يعدل ويتمم الأمر رقم 66-156 ، المؤرخ في 8 جوان 1966 ، والمتضمن قانون العقوبات ، جريدة رسمية عدد 84 ، صادر في 24 ديسمبر 2006 .
- 28- أمر رقم 07-01 ، مؤرخ في 1 مارس 2007 ، يتعلق بحالات التنافي والإلتزامات الخاصة ببعض المناصب والوظائف ، جريدة رسمية عدد 16 ، صادر في 7 مارس 2007 .
- 29- قانون رقم 08-09 ، مؤرخ في 25 فيفري 2008 ، يتضمن قانون الإجراءات المدنية والإدارية ، جريدة رسمية عدد 21 ، صادر في 23 أبريل 2008 .
- 30- قانون رقم 08-12 ، مؤرخ في 25 جوان 2008 ، يعدل ويتمم الأمر رقم 03-03 ، المؤرخ في 19 جويلية 2003 والمتعلق بالمنافسة ، جريدة رسمية عدد 36 ، صادر في 2 جويلية 2008 .
- 31- قانون رقم 08-21 ، مؤرخ في 20 ديسمبر 2008 ، يتضمن قانون المالية لسنة 2009 ، عدد 74 ، صادر في 31 ديسمبر 2008 .
- 32- أمر رقم 09-01 ، مؤرخ في 22 جويلية 2009 ، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2009 ، جريدة رسمية عدد 44 ، صادر في 26 جويلية 2009 .

33- أمر رقم 04-10 ، مؤرخ في 26 أوت 2010 ، يعدل ويتمم الأمر رقم 03-11 ، المؤرخ في 26 أوت 2003 ، والمتعلق بالنقد والقرض ، جريدة رسمية عدد 50 ، صادر في 1 سبتمبر 2010 .

34- قانون رقم 05-10 ، مؤرخ في 15 أوت 2010 ، يعدل ويتمم الأمر رقم 03-03 ، المؤرخ في 19 جويلية 2003 ، المتعلق بالمنافسة ، جريدة رسمية عدد 46 ، صادر في 18 أوت 2010.

### ج- النصوص التنظيمية:

1- مرسوم رئاسي رقم 93-252، مؤرخ في 26 أكتوبر 1993، يتعلّق بالمجلس الأعلى للإعلام، جريدة رسمية عدد 69، لسنة 1993.

2- مرسوم رئاسي رقم 96-44، مؤرخ في 17 جانفي 1996، يحدّد النظام الداخلي لمجلس المنافسة، جريدة رسمية عدد 05، صادر في 21 جانفي 1996.

3- مرسوم رئاسي مؤرخ في 15 جانفي 2013 ، يتضمن تعيين رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ، جريدة رسمية عدد 06 ، صادر في 27 جانفي 2013 .

4- مرسوم تنفيذي رقم 91-169، مؤرخ في 28 ماي 1991، يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 26، صادر في 01 جوان 1991.

5- مرسوم تنفيذي رقم 91-170، مؤرخ في 28 ماي 1991، يحدّد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إدارة شركات رؤوس الأموال، جريدة رسمية عدد 26، صادر في 01 جوان 1991.

6- مرسوم تنفيذي رقم 91-171، مؤرخ في 28 ماي 1991، يتعلّق بلجنة البورصة جريدة رسمية عدد 26، صادر في 01 جوان 1991.

7- مرسوم تنفيذي رقم 94-175، مؤرخ في 13 جوان 1994، يتضمن تطبيق المواد 21، 22، 29 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 41، صادر في 26 جوان 1994.

- 8- مرسوم تنفيذي رقم 94-176، مؤرخ في 13 جوان 1994، يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 41، صادر في 26 جوان 1994.
- 9- مرسوم تنفيذي رقم 96-102، مؤرخ في 11 مارس 1996، يتضمن تطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 18، صادر في 20 مارس 1996.
- 10- مرسوم تنفيذي رقم 96-134، مؤرخ في 13 أبريل 1996، يتضمن شروط تملك الجمهور الأسهم والقيم المنقولة الأخرى في المؤسسات العمومية التي ستخصص وكيفيات ذلك، جريدة رسمية عدد 23، صادر في 14 أبريل 1996.
- 11- مرسوم تنفيذي رقم 98-170، مؤرخ في 20 ماي 1998، يتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، جريدة رسمية عدد 34، صادر في 24 ماي 1998.
- 12- مرسوم تنفيذي رقم 04-93، مؤرخ في 01 أبريل 2004، يتضمن النظام الداخلي للوكالة الوطنية للممتلكات المنجمية، جريدة رسمية عدد 20، صادر في 04 أبريل 2004.
- 13- مرسوم تنفيذي رقم 04-94، مؤرخ في 01 أبريل 2004، يتضمن النظام الداخلي للوكالة الوطنية للجيولوجيا والمراقبة المنجمية، جريدة رسمية عدد 20، صادر في 04 أبريل 2004.
- 14- قرار وزير المالية، مؤرخ في 02 أوت 1998، يتضمن تطبيق المادة 03 من المرسوم التنفيذي رقم 98-170، المؤرخ في 20 ماي 1998، والمتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، جريدة رسمية عدد 70، صادر في 20 سبتمبر 1998.
- 15- قرار وزير المالية، مؤرخ في 05 أوت 1998، يتضمن تطبيق المادة 52 من الأمر رقم 96-08، المؤرخ في 10 جانفي 1996، والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 70، صادر في 20 سبتمبر 1998.
- 16- قرار وزير المالية، مؤرخ في 13 أوت 1998، يتضمن تطبيق المادة 36 من الأمر رقم 96-08، المؤرخ في 10 جانفي 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم

المنقولة، (هـ.ت.ج.ق.م)، (ش، إ، ر، م، م) و (ص، م، ت)، جريدة رسمية عدد 70، صادر في 20 سبتمبر 1998.

17- قرار رقم 019-2001، يتضمن تنظيم المصالح التقنية والإدارية للجنة عمليات البورصة ومراقبتها، غير منشور.

18- نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-02 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الإذخار عند إصدارها قيما منقولة، جريدة رسمية عدد 36، صادر في 01 جوان 1997.

19- نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03، مؤرخ في 03 جويلية 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، جريدة رسمية عدد 36 صادر في 01 جوان 1997.

20- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 97-01، مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 87، صادر في 29 سبتمبر 1997.

21- نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 97-02، مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة، جريدة رسمية عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.

22- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03، مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997، معدل بالنظام رقم 03-01، مؤرخ في 18 مارس 2003، يتضمن النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، جريدة رسمية عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.

23- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-04، مؤرخ في 25 نوفمبر 1997، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (هـ.ت.ج.ق.م)، جريدة رسمية عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.

24- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 05-97، مؤرخ في 25 نوفمبر 1997، يتضمن إتفاقية فتح الحساب بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم، جريدة رسمية عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997، ملغى بموجب النظام رقم 02-03، مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، جريدة رسمية عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.

25- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-98، مؤرخ في 15 أكتوبر 1998، يحدّد الأتاوى التي تحصلها اللجنة، جريدة رسمية عدد 93، صادر في 13 ديسمبر 1998.

26- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-2000، مؤرخ في 20 جانفي 2000، يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، جريدة رسمية عدد 50، صادر في 16 أوت 2000.

27- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-2000، مؤرخ في 28 سبتمبر 2000، يتضمن تنظيم وسير المصالح الإدارية والتقنية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، جريدة رسمية عدد 08، صادر في 31 جانفي 2001.

28- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-03، مؤرخ في 18 مارس 2003، يتضمن النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، جريدة رسمية عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.

29- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-03، مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، جريدة رسمية عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.

30- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-03، مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأسمال الشركات المتداولة أسهمها في البورصة، جريدة رسمية عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.

31- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04-03، مؤرخ في 18 مارس 2003، يعدل ويتمم نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-97، مؤرخ في

- 18 نوفمبر 1997، يتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 87، صادر في 29 سبتمبر 1997.
- 32- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-05، مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بالمساهمة في الرأسمال الإجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات، جريدة رسمية عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.
- 33- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04-01، مؤرخ في 8 جويلية 2004، يعدل ويتم نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-02، المؤرخ في 22 جوان 1996، والمتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، جريدة رسمية عدد 22، صادر في 27 مارس 2005.
- 34- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04-02، مؤرخ في 10 نوفمبر 2004، يتعلق بشروط التداول خارج البورصة للسندات المسعرة في البورصة، جريدة رسمية عدد 22، صادر في 27 مارس 2005.
- 35- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04-03، مؤرخ في 9 سبتمبر 2004، يتعلق بصندوق الضمان، جريدة رسمية عدد 22، صادر في 27 مارس 2005.
- 36- نظام رقم 12-01، مؤرخ في 12 جانفي 2012، يعدل ويتم النظام رقم 97-03، مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 41، صادر في 15 جويلية 2012.
- 37- تعليمة رقم 98-01، صادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مؤرخة في 30 أبريل 1998، تتعلق بقبول القيم المنقولة في البورصة.
- 38- تعليمة رقم 98-02، صادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تتضمن نموذج اتفاقية الحساب المبرمة بين الوسيط في عمليات البورصة وزبائنه.
- 39- تعليمة رقم 99-01، صادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مؤرخة في 03 مارس 1999، تتعلق بنموذج اتفاقية فتح الحساب.

40- تعليمة رقم 02-99، صادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مؤرخة في 03 مارس 1999، تتعلق بالسجلات الواجب مسكها من طرف الوسطاء في عمليات البورصة.

41- تعليمة رقم 03-99، صادر عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مؤرخة في 16 جوان 1999، تتعلق بإصدار البطاقات المهنية.

42- تعليمة رقم 05-99، صادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مؤرخة في 17 أكتوبر 1999، تتعلق بكيفية مسك حسابات السندات من طرف الوسطاء في عمليات البورصة.

43- تعليمة رقم 01-2000، صادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مؤرخة في 11 مارس 2000، تتضمن قواعد الحذر في تسيير القيم المنقولة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة.

## V-الإجتهاد القضائي :

### V-1- قضاء المجلس الدستوري :

رأي رقم 02 / ر. م د / 11 ، مؤرخ في 06 جويلية 2011 ، يتعلق بمراقبة مطابقة القانون العضوي المعدل والمتمم للقانون العضوي رقم 98- 01 ، المؤرخ في 30 ماي 1998 والمتعلق باختصاصات مجلس الدولة وتنظيمه وعمله ، جريدة رسمية عدد 43 ، صادر في 03 أوت 2011 ، للدستور.

### V-2- قضاء مجلس الدولة

1- مجلس الدولة قرار رقم 13 صادر في 09 فيفري 1999 ، قضية إتحاد البنك المؤسسة المالية في شكل شركة المساهمة ( يونين بنك ) ضد محافظ بنك الجزائر ، مجلة إدارة عدد 01 1999 .

2- مجلس الدولة قرار صادر في 08 ماي 2000 ، قضية إتحاد البنك المؤسسة المالية في شكل شركة المساهمة ( يونين بنك ) ضد محافظ بنك الجزائر ، مجلة مجلس الدولة عدد 6 ، 2005 .

3- مجلس الدولة قرار صادر في 30 ديسمبر 2003 ، قضية مساهمي البنك التجاري الصناعي الجزائري (B.C.I.A) ضد اللجنة المصرفية ، مجلة مجلس الدولة عدد 06 ، 2005 .

**I. Ouvrages :**

1. **AMMOUR Benhalima**, Pratique des techniques bancaires avec référence à l'Algérie, Edition Dahleb, Alger, 2000.
2. **BERTRAND Christine**, L'agrément en droit public, LGDJ, Paris, 1990.
3. **BONNEAU Thierry, DRUMMOND France**, Droit des marchés financiers, 2<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris, 2002.
4. **BOUTHINON-DUMAS Hugues**, Le droit des sociétés cotées et le marché boursier, LGDJ, Paris, 2007.
5. **CONAC Pierre-Henri**, La régulation des marchés boursiers par la Commission des Opérations de Bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC), LGDJ, Paris, 2002.
6. **COURET Alain, LE NABASQUE Hervé, COQUELET Marie-Laure, GRANIER Thierry, PORACCHIA Didier, RAYNOUARD Arnaud, REYGROBELLET Arnaud, ROBINE David**, Droit financier, Dalloz, Paris, 2008.
7. **DE VAUPLANE Hubert et BORNET Jean-Pierre**, Droit des marchés financiers, Litec, Paris, 1998.
8. **DEFOSSE Gaston et BALLEY Pierre**, La bourse des valeurs, collection que sais-je ? Edition Bouchene, Paris, 1990.
9. **DELICOSTOPOULOS Constantin**, L'encadrement processuel des autorités de marché en droit français et communautaire, contentieux de la concurrence et de la bourse, LGDJ, Paris, 2002.
10. **DELMAS-MARTY Mireille et TEITGEN-COLLY Catherine**, Punir sans juger? De la répression administrative au droit administratif pénal, Economica, Paris, 1992.

11. **DU MARAIS Bertrand**, Droit public de la régulation économique, Dalloz, Paris, 2004.
12. **DUCOULOUX-FAVARD Claude**, Droit pénal des affaires, 2<sup>ème</sup> édition, Masson, Paris, 1995.
13. **FLEURIET Michel, SIMON Yves**, Bourse et marchés boursiers financiers, Economica, Paris, 2000.
14. **GENTOT Michel**, Les autorités administratives indépendantes, Montchrestien, Paris, 1991.
15. **GUEDON Marie-José**, Les autorités administratives indépendantes, LGDJ, Paris, 1991.
16. **Guyon Yves**, Droit des affaires, Tome 1, droit général et sociétés, Economica, Paris, 1990.
17. **HAMON Jacques et JACQUILLAT Bertrand**, La bourse, PUF, Paris, 2002.
18. **JAFFEUX Coryne**, Bourse et financement des entreprises, Dalloz, Paris, 1994.
19. **LAMY Pierre**, La bourse de valeurs, Edition Vuibert, Paris, 1992.
20. **LASSALAS Ch**, L'inscription en compte des valeurs : la notion de propriété scripturale, LGDJ, Paris, 1997.
21. **LOYRETTE Sybille**, Le contentieux des abus de marché, Joly éditions, Paris, 2007.
22. **MANSOURI Mansour**, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Editions Houma, Alger, 2002.
23. **MERVILLE Anne-Dominique**, Droit des marchés financiers, Gualino éditeur, Paris, 2006.
24. **MERLE Philippe**, Droit commercial, sociétés commerciales, Dalloz, Paris, 1997.

25. **NEUVILLE Sébastien**, Droit de la banque et des marchés financiers, PUF, Paris, 2005.
26. **OHL Daniel**, Droit des sociétés cotées, 3<sup>ème</sup> édition, Litec, Paris, 2008.
27. **PELTIER Frédéric**, Marché financier et droit commun, Editions d'Organisation, Paris, 1997.
28. **PILVERDIER Juliette et HAMET Joanne**, Le marché financier français, 4<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris, 2001.
29. **PILVERDIER Juliette**, Le marché boursier, des agents de change à Nyse-Euronext, 3<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris, 2008.
30. **RIPERT Georges et ROBERT René**, Traité de droit commercial, Tome 1, commerçant, actes de commerce, fonds de commerce, sociétés commerciales, 16<sup>ème</sup> édition, LGDJ, Paris, 1996.
31. **ROBERT Marie-Claude et LABBOZ Béatrice**, La commission des opérations de bourse, collection que sais- je ?, P.U.F, Paris, 1991.
32. **ROBINE David**, La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives, LGDJ, Paris, 2003.
33. **SALAH Mohamed**, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, EDIK, 2001.
34. **SIMON François-Luc**, Le juge et les autorités du marché boursier, LGDJ, Paris, 2004.
35. **THEODORE Jean-François**, Connaître la bourse, Edition Journal des finances, Paris, 1994.
36. **THOMASSET-PIERRE Sylvie**, L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales, LGDJ, Paris, 2003.
37. **VALETTE Jean-Paul**, Droit de la régulation des marchés financiers, Gualino éditeur, Paris, 2005.
38. **VIDAL Dominique**, Droit des sociétés, LGDJ, Paris, 1993.
39. **VITRAC Didier**, Les clés de la bourse, Editions Durand , Paris, 1997.

- 40.ZOUAIMIA Rachid**, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, Editions Houma, Alger, 2005.
- 41.ZOUAIMIA Rachid**, Droit de la régulation économique, Berti Editions, Alger, 2006.
- 42.ZOUAIMIA Rachid et ROUAULT Marie-Christine**, Droit administratif, Berti Editions, Alger, 2009.
- 43.ZOUAIMIA Rachid**, Droit de la responsabilité des agents économiques, l'exemple du secteur financier, OPU, Alger, 2010.

## **II. Thèses de Doctorat :**

- 1. ABDELATY MOHAMED Mohamed Said**, La protection pénale de la circulation des valeurs mobilières - Etude comparative des droits pénaux français et égyptien - thèse de doctorat en droit, faculté de droit et de science politique d'Aix-Marseille, 17 décembre 2007.
- 2. AMMAR HÉLA épouse BENBECHER**, La protection institutionnelle de l'épargne investie en valeur mobilières : L'exemple de la Tunisie, thèse de doctorat en droit, Université des sciences sociales, Toulouse I, 2004-2005.
- 3. ARCHAMBAULT Anne-Laure**, La nature juridique des valeurs mobilières, thèse de doctorat en droit, Université Panthéon-Sorbonne (Paris I), 05 novembre 1998.
- 4. ARSOUZE Charles**, « Procédures boursières » sanctions et contentieux des sanctions, thèse de doctorat en droit, Université Paris I, Panthéon-Sorbonne, 14 février 2007.
- 5. BLANCHET Jean-Hubert**, Contribution à la théorie générale des autorités administratives indépendantes : La commission des opérations de bourse, thèse de doctorat en droit, Université Paris V, avril 1997.

6. **COLIN Jérôme**, Recherches sur l'harmonisation supranationale du droit de la bourse et des valeurs mobilières, thèse de doctorat en droit, université René Descartes, Paris V, 12 juillet 2004.
7. **FAYET Emmanuelle**, L'autorité professionnelle de marché : Du conseil des bourses de valeurs au conseil des marchés financiers, thèse de doctorat en droit, Université René Descartes, Paris V, 2000.
8. **ODERZO Jean-Claude**, Les autorités administratives indépendantes et la constitution, Thèse de doctorat en droit, Faculté de droit et de science politique d'Aix-Marseille, 09 décembre 2000.
9. **PAOLI Vanina**, Les commissions des valeurs mobilières, étude comparative, Thèse de doctorat en droit, Université René Descartes Paris V, 1998.
10. **SOUHAYEL Tayeb**, Les techniques de régulation des cours de bourse : Etude en droit comparé (France, Etats-Unis, Pays du Maghreb), thèse de doctorat en droit, Université Panthéon- Assas (Paris II), 18 octobre 2007.
11. **TEYSSIER David**, La régulation des marchés financiers, thèse de doctorat en droit, Université Paris I, Panthéon-Sorbonne, 12 décembre 2008.

### **III. Articles :**

1. **BATJOM B**, « Le contentieux administratif face à l'article 6 §1 de la convention européenne des droits de l'homme », Petites affiches n° 36, 24 mars 1995, p. 11.
2. **BENHADJYAHYA Sonia**, « La nature juridictionnelle des autorités de régulation », Revue de la Recherche Juridique N°04,2004,pp. 2505-2520.

3. **BERGEL Jean-Louis**, « Pouvoir réglementaire et délégation de compétence normative », Revue de Droit Prospectif, Presses Universitaires d'Aix Marseille, n° spécial, 2001, pp. 2373-2380.
4. **BERKOUK Safia**, « Le déficit d'offres n'incite pas les intermédiaires à investir », El Watan Economie , du 19 au 25 décembre 2011, p. 21.
5. **BERKOUK Safia**, « Boudée par les investisseurs, désertée par les entreprises, la bourse d'Alger n'a toujours par la cote », El Watan Economie , du 19 au 25 décembre 2011, p. 22.
6. **BORNET Jean-Pierre**, « La vigilance des autorités de contrôle », Revue de Droit Bancaire et Financier N°06 , novembre-décembre 2002, pp. 371-372.
7. **BRANDFORD GRIFFITH Henri**, « Délit et manquement d'initié », in MATTOUT Jean-Pierre et DE VAUPLANE Hubert, (sous la direction de) Droit bancaire et financier, Mélanges AEDBF-France, 1997, pp.93-145.
8. **BRISSON Jean-François**, « Les pouvoirs de sanction des autorités de régulation et l'article 6 §1 de la convention européenne des droits de l'homme », AJDA, 20 novembre 1999, p. 854.
9. **CELLUPICA Nicolas et OUDIN Charles Joseph**, « Le pouvoir de composition de l'autorité des marchés financiers – vers une contractualisation de la répression en matière boursière- », in FRISON-ROCHE Marie-Anne, (sous la direction de), Responsabilité et régulations économiques, Presses de Sciences Po et Dalloz, Paris, 2007, pp.158-169.
10. **CHEROT Jean-Yves**, « Le premier ministre exerce le pouvoir réglementaire », Revue de Droit Prospectif, Presses Universitaires d'Aix Marseille, n° spécial, 2001, pp. 2191-2201.
11. **CLARENC Christophe**, « Il n'y aura pas de marché ouvert sans régulateur », Petites affiches, 23 octobre 2002, n° 212, p. 04.

- 12.COLLET Martin**, « De la consécration à la légitimation, observations sur l’appréhension par le juge des autorités de régulation » in FRISON-ROCHE Marie-Anne, (sous la direction de), Les réglementations économiques : légitimité et efficacité, Presses de Sciences Po et Dalloz, Paris, 2004, p. 53.
- 13.CONAC Pierre-Henri**, « La fusion de la COB et du CMF », in Mélanges AEDBF-France, tome 3, Editions d’Organisation, Paris, 2001, p. 59.
- 14.CONAC Pierre-Henri**, « Le pouvoir de transaction de la Securities and Exchange Commission (SEC) », Bulletin Joly Bourse, 1 février 2005, N° 02, p. 99.
- 15.COQUELET Marie-Laure**, « Recours contre les décisions de l’AMF : la nouvelle partition du dualisme juridictionnel », Mélanges AEDBF France, Revue Banque édition, 2004, p. 119
- 16.COQUELET Marie-Laure**, « Brèves remarques à propos d’une fusion attendue : la création de l’autorité des marchés financiers », Petites affiches, 14 novembre 2003, n° 228, pp. 6-11.
- 17.DAIGRE Jean-Jacques**, « Les voies de recours », in BOULOC Bernard, (sous la direction de), Autorité de régulation et vie des affaires, Dalloz, Paris, 2006, p. 128.
- 18.DAIGRE Jean-Jacques**, « Recours contre les décisions de la future autorité des marchés financiers : compétence administrative ou judiciaire ? », Revue de Droit Bancaire et Financier, juillet-août 2003, p. 197.
- 19.DAVYDOFF Didier**, « La réglementation des marchés boursiers », in PLIHON Dominique, (sous la direction de), Les désordres de la finance, Universalis, France, 2004, p. 123.

- 20. DE BOISSIEU Christian**, « La réponse française : la loi de sécurité financière de 2003 », in PLIHON Dominique, (sous la direction de) , Les désordres de la finance, Universalis, France, pp. 77-83.
- 21. DECOOPMAN Nicole**, « La composition des autorités de régulation et l'indépendance par rapport à la vie des affaires », in BOULOC Bernard, Dalloz, Paris, 2006.pp. 15-26.
- 22.DE VAUPLANE Hubert**, « L'autorité des marchés financiers », in DAIGRE Jean- Jacques et DE VAUPLANE Hubert, (Sous la direction de), La loi sur la sécurité financière, Edition d'Organisation, Paris, 2004. pp. 14-62.
- 23.DESCOINGS Richard**, « Nécessité d'une réflexion générale et croisée sur la régulation » Petites affiches n° 17, 23 Janvier 2003, pp. 14-62.
- 24.DEVOLVE Pierre**, « Le pouvoir de sanction et le contrôle du juge », Petites affiches, 17 septembre 2001, pp. 18-28.
- 25.DUCOULOUX-FAVARD Claude**, « Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers », in Mélanges AEDBF- France, 1997, pp.178-179.
- 26.DUCOULOUX-FAVARD Claude**, « Surveillance et information de la COB : jusqu'où ? », Petites affiches, 5 février 2002, n° 26, pp. 20-22.
- 27.DUCOULOUX-FAVARD Claude**, «Où va le contentieux boursier ? », Petites affiches, 14-15 juillet 2004, pp. 5-8.
- 28.DUCOULOUX-FAVARD Claude**, « La double peine pour les infractions boursières », Revue Banque et Droit, n° 78, juillet-août 2001, pp. 20-23.
- 29.DUFOUR Olivia**, « Article 6 de la C.E.D.H. : la COB revoit sa procédure de sanction », Petites affiches, 31 mars 2000, n°65, pp. 3-4.

- 30.DUFOUR Olivia**, « Et si le gendarme boursier transigeait ? », Petites affiches, 24 février 2005, N° 39 , p. 03.
- 31.DUFOUR Olivia**, « Sanctions AMF : de nouvelles évolutions en perspective », Petites affiches, juillet 2009, N° 139-140 , p. 03.
- 32. DUPUIS-TOUBOL Frédérique**, « Le juge en complémentarité du régulateur », in FRISON-ROCHE Marie-Anne, (sous la direction de), Les régulations économiques légitimité et efficacité, Presses de sciences Po et Dalloz, Paris , 2004, pp. 132-144.
- 33.ECKERT Gabriel**, « La responsabilité administrative des autorités de régulation », Revue de Droit Bancaire et Financier, Mars- Avril, 2009, pp. 65-71.
- 34.EL KADI Ihsane**, « La bourse d'Alger, vedette annoncée du dernier trimestre », El Watan Economie, du 4 au 10 octobre 2010, p. 2.
- 35.FAGES Fabrice, ROSSI Jacques**, « Arbitrage en matière financière : Nouvelles perspectives », Gazette du palais, novembre-décembre 2002, pp. 1782-1790.
- 36.FRISON-ROCHE Marie-Anne**, « Les différentes définitions de la régulation », Petites affiches, 10 juillet 1998, p. 42.
- 37.FRISON-ROCHE Marie-Anne**, « Le droit de la régulation », Recueil Dalloz, 2001, n° 07, pp. 610-616.
- 38. FRISON-ROCHE Marie-Anne**, « Exemples de régulation et de contrôle étrangers », Petites affiches, 17 septembre 2001, N°185, pp. 34-40.
- 39.FRISON-ROCHE Marie-Anne**, « Les contours de l'autorité des marchés financiers », in Mélanges AEDBF-France, 2003, p. 176.
- 40.FRISON-ROCHE Marie-Anne**, « Définition du droit de la régulation économique », Recueil Dalloz, 2004, p. 126.

- 41. GENEVOIS Bruno**, « Le conseil constitutionnel et l'extension des pouvoirs de la commission des opérations de bourse », Revue Française de Droit Administratif, juillet-août 1989, p. 674.
- 42. GENTOT Michel**, « Marchés et autorités administratives indépendantes », Petites affiches, 17 septembre 2001, n° 185, p. 12.
- 43. GIZARD Bruno et DESCHANEL Jean-Pierre**, « Déontologie financière et pouvoir disciplinaire », in DE VAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean-Jacques, (sous la direction de), Droit bancaire et financier, Mélanges AEDBF-France, Paris, 2001, pp. 457-182.
- 44. GOLDBERG-DARMON Muriel, GUERIN Guillaume**, « Les dernières réformes relatives à la commission des sanctions de l'autorité des marchés financiers », Petites affiches N° 30, 11 février 2009, p. 03.
- 45. GONTARD Thierry**, « Sanctions AMF : De nouvelles évolutions en perspectives », Petites affiches N° 139-140, juillet 2009, pp. 04-06.
- 46. GOYEAU Daniel et TARAZI Amine**, « A quoi sert la bourse ? », in PLIHON Dominique, (sous la direction de), Les désordres de la finance, Universalis, France, 2004, p. 99.
- 47. GRANIER Thierry**, « La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance n° 2009- 80 du 22 Janvier 2009 », Revue de Droit Bancaire et Financier, Mars-Avril, 2009, pp. 7-12.
- 48. ISMAIL Nourredine**, « Pour rattraper le retard, une entreprise par mois introduite en Bourse », El Watan Economie, du 14 au 20 mars 2011, p.11.
- 49. JOBART J-Ch**, « Essai de définition du concept de régulation : de l'histoire des sciences aux usages du droit », Revue de la Recherche Juridique, 2004-1, p. 33.
- 50. LE CANNU Paul**, « L'ambiguïté d'un concept négatif : Les valeurs mobilières », Bulletin Jolly, avril 1993, p. 398.

- 51. MARTIN LAPRAD Frank**, « Les droits de la défense après la notification de grief » Revue Lamy Droit des Affaires, n° 40, juillet 2009, p. 87.
- 52. MEHENI Mehdi**, « Lancement d'un plan de modernisation pour sauver la face », Le Soir d'Algérie , 18 octobre 2011 , p. 06.
- 53. MATSOPOULOU Haritini**, « Les enquêtes devant certaines autorités de régulation », in BOULOC Bernard, (sous la direction de), Autorités de régulation et vie des affaires, Dalloz, Paris, 2006, pp. 59-79.
- 54. MIGNON E**, « L'ampleur, le sens et la portée des garanties en matière de sanctions administratives » , AJDA , n° spécial , 2001, pp. 104-105.
- 55. PLIHON Dominique**, « La spéculation », in PLIHON Dominique, (sous la direction de) Les désordres de la finance, Universalis, France, 2004, p. 109.
- 56. POULLE Jean-Baptiste**, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers, » Petites affiches, 21 Janvier 2009, n° 15, pp. 06-15.
- 57. RAMEIX Gérard**, « L'autorité des marchés financiers », Petites affiches, 14 Novembre 2003, n° 228, pp. 12-13.
- 58. REZOUALI Akli**, « La Bourse s'appauvrit », El Watan Economie, du 22 au 28 mai 2006, p. 7.
- 59. SALOMON Renaud**, « Le pouvoir de sanction des autorités administratives indépendantes en matière économique et financière et les garanties fondamentales », Revue de Droit Bancaire et Financier, n° 01, janvier – février 2001, p. 42.
- 60. SALOMON Renaud**, « La réforme de la procédure de sanction de la COB par les décrets du 1<sup>er</sup> août 2000 », Revue de Droit Bancaire et Financier, n° 05, septembre-octobre, 2000, pp. 312-315.

- 61. STORCH Olivier**, « Les conditions et modalités budgétaires de l'indépendance du régulateur », in FRISON-ROCHE Marie-Anne, (Sous la direction de), Les régulations économiques, légitimité et efficacité, Presses de Sciences Po et Dalloz, Paris, 2004, pp. 65-71.
- 62. TEITGEN-COLLY Catherine**, « Les instances de régulation et la constitution », Revue de Droit Public et de la Science Politique en France et à l'Etranger, 1990, pp. 153-259.
- 63. THOMASSET-PIERRE Sylvie**, « L'autorité des marchés financiers : une autorité publique ambivalente » in Mélanges AEDBF- FRANCE, pp. 417- 437.
- 64. ZOUAIMIA Rachid**, « Les autorités administratives indépendantes et la régulation économique », Revue Idara, n° 26, 2003, pp. 05-50.
- 65. ZOUAIMIA Rachid**, «Les fonctions répressives des autorités administratives indépendantes statuant en matière économique », Revue Idara n° 28, 2004, pp. 123-165.
- 66. ZOUAIMIA Rachid**, « Le régime contentieux des autorités administratives indépendantes en droit algérien », Revue Idara N° 01, 2005, pp. 05- 48.
- 67. ZOUAIMIA Rachid**, « Les fonctions arbitrales des autorités administratives indépendantes » , Mélanges en l'honneur du professeur Mohand ISSAD , AJED Edition, Alger, 2011, pp. 541-577.

#### **IV.Documents :**

- 1-** Guide de l'admission, Collection les guides COSOB, 1997.
- 2 -** Guide de l'investisseur, Collection les guides COSOB, 1997.
- 3 -** Rapport annuel de la COSOB, 2006.

- 4 - Rapport annuel de la COSOB, 2007.
- 5 - Rapport annuel de la COSOB, 2009.
- 6 - Rapport annuel de la COSOB, 2010.
- 7 - règlement intérieur de la COSOB, 28 février 1999, inédit.

**V.Sites internet :**

[www.legifrance.gouv.fr](http://www.legifrance.gouv.fr)

[www.cosob.org](http://www.cosob.org)

[www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)

# فهرس المحتويات

1	مقدمة .....
13	الباب الأول: الإطار القانوني لضبط سوق القيم المنقولة .....
14	الفصل الأول :المتدخلون على مستوى سوق القيم المنقولة .....
15	المبحث الأول : مصدر الأوراق المالية .....
15	المطلب الأول : الشروط الواجب توفرها في المصدر .....
15	الفرع الأول : الشروط المتعلقة بطبيعة المصدر .....
16	أولا : في التشريع الفرنسي .....
17	ثانيا : موقف المشرع المصري .....
17	ثالثا : موقف المشرع الجزائري .....
18	1- الدولة والجماعات المحلية .....
19	2- شركات الأسهم .....
20	3- هيئات التوظيف الجماعي .....
21	الفرع الثاني : شرط الحصول على ترخيص .....
22	أولا : في التشريع الفرنسي .....
23	ثانيا : موقف المشرع المصري .....
24	ثالثا : موقف المشرع الجزائري .....
26	المطلب الثاني : إلتزام المصدر بالإعلام والمسؤولية المترتبة عند الإخلال به ....
26	الفرع الأول : إلتزام المصدر بالإعلام .....
27	أولا : التشريع الفرنسي .....
29	ثانيا : موقف المشرع الجزائري .....

30	الفرع الثاني : المسؤولية المترتبة عند الإخلال بالالتزام بالإعلام
30	أولا : المسؤولية الإدارية للمصدر
33	ثانيا : المسؤولية المدنية للمصدر
34	ثالثا : المسؤولية الجزائية للمصدر
35	المطلب الثالث : أساليب إصدار الأوراق المالية
35	الفرع الأول : الإعلان العلني للإدخار
35	أولا : القانون الفرنسي
37	ثانيا : في التشريع الجزائري
38	الفرع الثاني : التوظيف الخاص
40	المبحث الثاني : المستثمر
40	المطلب الأول : تمييز المستثمر عن بعض الفئات المشابهة له
41	الفرع الأول : تمييز المستثمر عن المستهلك
43	الفرع الثاني : تمييز المستثمر عن المضارب
45	المطلب الثاني : أنواع المستثمر والشروط الواجب توفرها لديه
45	الفرع الأول : أنواع المستثمر
46	أولا : المستثمر المؤهل
46	1- المستثمر المؤهل بطبيعته
46	2- المستثمر المؤهل بناء على تصريح
46	ثانيا : المستثمر المؤسساتي
48	الفرع الثاني : الشروط الواجب توفرها في صفة المستثمر
48	أولا : التشريع الفرنسي
49	ثانيا : التشريع المصري
50	ثالثا : موقف المشرع الجزائري
51	المطلب الثالث : إلتزامات المستثمر
51	الفرع الأول : التصريح بتجاوز حدود المساهمة

51	أولا : في التشريع الفرنسي
53	ثانيا : موقف المشرع الجزائري
56	الفرع الثاني : التصريح ببعض الشروط
56	أولا : في التشريع الفرنسي
57	ثانيا : موقف المشرع الجزائري
58	المبحث الثالث : الوسيط
59	المطلب الأول : ماهية الوسيط
59	الفرع الأول : المقصود بالوسيط
60	الفرع الثاني : خصائص عقد السمسرة في الأوراق المالية
60	أولا : عقد السمسرة عقد رضائي
61	ثانيا : عقد السمسرة عقد معاوضة
61	الفرع الثالث : أهمية الوساطة في الأوراق المالية
62	أولا : نقل ملكية الأوراق المالية
63	ثانيا : القيام نيابة عن العميل بالإكتتاب في الأوراق المالية
63	ثالثا : إدارة محفظة الأوراق المالية الخاصة بالعميل
63	رابعا : توفير المعلومات و البيانات عن أداء الشركات
64	المطلب الثاني : الوضع القانوني للوسيط
65	الفرع الأول : تمييز الوسيط في الأوراق المالية عن الوكيل بالعمولة
68	الفرع الثاني : تمييز الوسيط في الأوراق المالية عن الوكيل العادي
68	الفرع الثالث : تمييز الوسيط في الأوراق المالية عن السمسار العادي
71	المطلب الثالث : شروط إكتساب صفة الوسيط في الأوراق المالية
71	الفرع الأول : شخص الوسيط في الأوراق المالية
71	أولا : التشريع المصري
73	ثانيا : موقف المشرع الفرنسي
74	ثالثا : موقف المشرع الجزائري

77	الفرع الثاني : شرط الحصول على ترخيص
77	أولا : في التشريع المصري
77	ثانيا : في التشريع الفرنسي
79	ثالثا: في التشريع الجزائري
79	المطلب الرابع : إنقضاء الوسيط
79	الفرع الأول : إنتهاء الأجل
79	الفرع الثاني : شطب الوسيط
80	الفرع الثالث: صدور حكم قضائي بحل الوسيط
80	الفرع الرابع: إنقضاء الوسيط للإعتبار الشخصي
80	الفرع خامس : شهر إفلاس شركة السمسرة
82	الفصل الثاني: الأوراق المالية محل المعاملات
83	المبحث الأول: الطبيعة القانونية للأوراق المالية
83	المطلب الأول: خصائص القيم المنقولة
83	الفرع الأول: القيم المنقولة سندات
84	الفرع الثاني: القيم المنقولة تخول حقوقا لصاحبها
84	الفرع الثالث: القيم المنقولة قابلة للتسعيرة في البورصة
84	الفرع الرابع: القيم المنقولة مثلية
85	الفرع الخامس: القيم المنقولة تصدرها أشخاص معنوية
85	الفرع السادس: القيم المنقولة قابلة للتداول
86	أولا : شكل الورقة المالية
87	1- في التشريع الفرنسي
88	2- في التشريع المصري
88	3- في التشريع الجزائري
89	ثانيا : نقل ملكية الورقة المالية

90	المطلب الثاني : التمييز بين الأوراق المالية وما يشتهبه بها
91	الفرع الأول : التمييز بين الأوراق المالية والأوراق التجارية
91	أولا : من حيث التنظيم
91	ثانيا : من حيث الآجال
92	ثالثا : من حيث أسلوب الإصدار
92	رابعا : من حيث الخصم
92	خامسا : من حيث القيمة
93	سادسا : من حيث المخاطر
93	الفرع الثاني : التمييز بين الأوراق المالية و الأوراق النقدية
93	أولا : من حيث التنظيم
94	ثانيا : من حيث الغرض من الإصدار
94	ثالثا : من حيث إنتمائها
94	رابعا : من حيث قيمة الورقة
94	خامسا : من حيث جهة الإصدار
94	سادسا : من حيث الحقوق التي تخولها لصاحبها
95	سابعا : من حيث كيفية تداولها
96	المبحث الثاني : الأوراق المالية الكلاسيكية
96	المطلب الأول : الأسهم
97	الفرع الأول : تعريف الأسهم
97	أولا : التشريع المصري
98	ثانيا : التشريع الفرنسي
99	ثالثا : موقف المشرع الجزائري
100	الفرع الثاني : خصائص الأسهم
100	أولا : التساوي في القيمة
100	ثانيا : عدم قابلية الأسهم للتجزئة

101	.....	ثالثا : قابلية الأسهم للتداول
101	.....	رابعا : إكتساب المساهم صفة الشريك
102	.....	الفرع الثالث : أنواع الأسهم
102	.....	أولا : من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم
102	.....	1- الأسهم النقدية
103	.....	2- الاسهم العينية
103	.....	ثانيا : من حيث شكلها
103	.....	1- الأسهم الإسمية
104	.....	2- الاسهم لحاملها
106	.....	3- الأسهم الإذنية
106	.....	ثالثا : من حيث إهلاكها
106	.....	1- أسهم التمتع
107	.....	2- أسهم رأس المال
107	.....	رابعا : من حيث الحقوق التي تقرها للمالك
107	.....	1- الأسهم العادية
109	.....	2- الأسهم الممتازة
111	.....	المطلب الثاني : السندات
112	.....	الفرع الأول : تعريف السند
112	.....	أولا : التشريع المصري
112	.....	ثانيا : التشريع الفرنسي
113	.....	ثالثا : التشريع الجزائري
114	.....	الفرع الثاني : خصائص السندات
114	.....	الفرع الثالث : أنواع السندات
115	.....	أولا : من حيث الضمان

115	1 - السندات المضمونة
115	2- السندات غير المضمونة
115	ثانيا : من حيث الفوائد
115	1- السندات ذات العائد الثابت
115	2- السندات ذات العائد المتغير
115	ثالثا : من حيث القيمة التي تصدر بها السندات
116	1- سندات تباع بالقيمة الاسمية التي تصدر بها
116	2- سندات تباع بقيمة جارية أعلى من الاسمية
116	3- سندات تباع بقيمة جارية أقل من الاسمية
116	رابعا : من حيث الجهة المصدرة للسند
116	1- السندات الصادرة عن الدولة أو الهيئات العامة
116	2- السندات الصادرة عن الشركات
117	المبحث الثالث : الأوراق المالية الحديثة
117	المطلب الأول : السندات القابلة للتحويل
118	الفرع الأول : سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
119	الفرع الثاني : سندات الإستحقاق ذات قسيمات إكتتاب بالأسهم
122	المطلب الثاني : السندات المجزأة
122	الفرع الأول : شهادات الإستثمار وشهادات الحق في التصويت
124	الفرع الثاني : سندات المساهمة

### الفصل الثالث: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة سلطة ضابطة لسوق

127	القيم المنقولة
129	المبحث الأول : الطبيعة القانونية للجنة
129	المطلب الأول : المعايير الشكلية
129	الفرع الأول : التشكيلة

129	أولا : في التشريع الفرنسي
132	ثانيا : في التشريع المصري
133	ثالثا : في التشريع الجزائري
135	الفرع الثاني : طرق الطعن في القرارات
136	الفرع الثالث : طبيعة الإجراءات المتبعة
136	المطلب الثاني : المعايير المادية
137	الفرع الأول : طبيعة المهام الموكلة للجنة
137	أولا : في التشريع الفرنسي
137	ثانيا : في التشريع المصري
138	ثالثا : في التشريع الجزائري
140	الفرع الثاني : طرق التمويل
140	أولا : في التشريع الفرنسي
141	ثانيا : في التشريع المصري
142	ثالثا : في التشريع الجزائري
142	1- الأتأوى
145	2- إعانة التسيير من الدولة
146	المبحث الثاني : علاقة اللجنة بالسلطة التنفيذية ومدى دستورية أحكامها
146	المطلب الأول : علاقة اللجنة بالسلطة التنفيذية
146	الفرع الأول : من الناحية العضوية
146	أولا : في التشريع الفرنسي
148	ثانيا : في التشريع المصري
149	ثالثا : في التشريع الجزائري
149	1- التشكيكية
150	2- طريقة تعيين أعضاء اللجنة
151	3- مركز أعضاء اللجنة

154.....	الفرع الثاني : من الناحية الوظيفية
154 .....	أولاً : التشريع الفرنسي
155 .....	ثانياً : التشريع المصري
155 .....	ثالثاً : في التشريع الجزائري
155.....	1- الوسائل القانونية
158.....	2- الوسائل المالية
158.....	3- سلطة الحلول
159.....	4- إعداد تقرير سنوي
160 .....	المطلب الثاني : مدى دستورية أحكام اللجنة
161 .....	الفرع الأول : المكانة القانونية للجنة ضمن التركيبة المؤسساتية
161 .....	أولاً : في التشريع الفرنسي
163 .....	ثانياً : في التشريع الجزائري
164.....	الفرع الثاني : مدى دستورية سلطات اللجنة على ضوء مبدأ الفصل بين السلطات
164.....	أولاً : مدى دستورية السلطة التنظيمية
164.....	1- في التشريع الفرنسي
166.....	2- في التشريع الجزائري
168 .....	ثانياً: مدى دستورية السلطة العقابية
168.....	1- في التشريع الفرنسي
170.....	2- في التشريع الجزائري
174 .....	خلاصة الباب الاول
176 .....	الباب الثاني:آليات ضبط سوق القيم المنقولة
177 .....	الفصل الأول: ضبط سوق القيم المنقولة عن طريق التنظيم

178	المبحث الأول: مضمون السلطة التنظيمية ووسائل ممارستها
178	المطلب الأول: مضمون السلطة التنظيمية
178	الفرع الأول: التشريع الفرنسي
182	الفرع الثاني: التشريع الجزائري
184	الفرع الثالث: التشريع المصري
184	المطلب الثاني: وسائل ممارسة السلطة التنظيمية
185	الفرع الأول: الأنظمة
186	الفرع الثاني: التعليمات Les instructions
186	أولا: في التشريع الفرنسي
186	ثانيا: في التشريع الجزائري
187	الفرع الثالث: التوصيات Les recommandations
188	الفرع الرابع: الآراء Les avis
190	الفرع الخامس: المقترحات
190	أولا: في التشريع الفرنسي
190	1- سلطة الإقتراح المباشر عن طريق المشاركة في الأعمال التشريعية
192	2- سلطة الإقتراح غير المباشرة عن طريق نشر التقارير السنوية
193	ثانيا: في التشريع الجزائري
194	المبحث الثاني: نطاق تطبيق السلطة التنظيمية
194	المطلب الأول: النطاق الشخصي لتطبيق السلطة التنظيمية
195	الفرع الأول: تطبيق السلطة التنظيمية على المصدر
185	أولا: تنظيم المعلومات الواجب نشرها من طرف المصدر
197	ثانيا: تنظيم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة
199	الفرع الثاني: تطبيق السلطة التنظيمية على الوسيط
199	أولا: نشاطات الوسطاء
199	1- الوسطاء ذوي النشاط المحدود

200	2- الوسطاء ذوي النشاط غير المحدود
203	ثانيا: إلتزامات الوسطاء
203	1- إلتزامات الوسيط تجاه الزبون
204	2- إلتزامات الوسيط تجاه اللجنة
205	الفرع الثالث: تطبيق السلطة التنظيمية على المستثمر
205	أولا : تنظيم أوامر البورصة
207	ثانيا : مضمون أوامر البورصة
207	ثالثا : أنواع أوامر البورصة
207	1- من حيث سعر التنفيذ
209	2- من حيث مدة الصلاحية
209	3- من حيث شروط تنفيذ الأوامر
210	رابعا : إرسال أوامر البورصة
210	خامسا : سلطات المستثمر
211	المطلب الثاني:النطاق الموضوعي لتطبيق السلطة التنظيمية
211	الفرع الأول: قبول القيم المنقولة للتداول
211	أولا: إجراءات طلب قبول القيم المنقولة
213	ثانيا: شروط القبول
215	الفرع الثاني: إدخال القيم المنقولة في البورصة
215	أولا: إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت
215	ثانيا: إجراء العرض العمومي بسعر أدنى
216	ثالثا: الإجراء العادي
217	الفرع الثالث: شطب القيم المنقولة
217	أولا: شطب القيم المنقولة بطلب من شركة تسيير البورصة
218	ثانيا: شطب القيم المنقولة تلقائيا
218	ثالثا: شطب القيم المنقولة طوعيا

219	المبحث الثالث: خضوع السلطة التنظيمية للرقابة
219	المطلب الأول: الرقابة السابقة للسلطة التنظيمية
219	الفرع الأول: إجراء الموافقة
219	أولاً: في التشريع الفرنسي
221	ثانياً: في التشريع الجزائري
221	الفرع الثاني: سلطة الحلول
222	الفرع الثالث: دور مندوب الحكومة
223	المطلب الثاني: الرقابة اللاحقة على السلطة التنظيمية
223	الفرع الأول: التشريع الفرنسي
225	الفرع الثاني: في التشريع الجزائري
227	الفصل الثاني: ضبط سوق القيم المنقولة عن طريق الرقابة
228	المبحث الأول: الرقابة على المعلومات
228	المطلب الأول: إصدار القرارات الفردية
228	الفرع الأول: قرار التأشير
228	أولاً: مضمون قرار التأشير
229	1- التشريع الفرنسي
230	2- التشريع المصري
232	3- التشريع الجزائري
233	ثانياً: أهمية قرار التأشير ومجال تطبيقه
233	1- أهمية قرار التأشير
233	2- مجال تطبيق قرار التأشير
238	الفرع الثاني: قرار الإعتماد
239	أولاً: إعتماد الوسيط
239	1- في التشريع الفرنسي

241	2- في التشريع الجزائري.....
242	ثانيا: إعتداد هيئات التوظيف الجماعي.....
243	المطلب الثاني:خضوع القرارات الفردية للرقابة القضائية.....
243	الفرع الأول:التشريع الفرنسي.....
244	أولا : ميعاد الطعن.....
244	ثانيا : شكل الطعن.....
244	ثالثا : أثر الطعن.....
246	الفرع الثاني: موقف المشرع الجزائري.....
246	أولا: غياب النص الصريح لإمكانية الطعن ضدّ قرار رفض التأشير.....
247	ثانيا: النص الصريح لإمكانية الطعن ضدّ قرار رفض الإعتداد.....
249	المبحث الثاني: الرقابة على الأشخاص.....
249	المطلب الأول: البطاقة المهنية La carte professionnelle.....
249	الفرع الأول:في التشريع الفرنسي.....
250	الفرع الثاني :في التشريع الجزائري.....
251	أولا: شروط التسجيل.....
251	ثانيا: صلاحية البطاقة المهنية.....
251	1 - سحب البطاقة المهنية.....
252	2- توقف حائز البطاقة المهنية عن ممارسة وظيفته.....
252	3- توقف نشاط الوسيط.....
253	المطلب الثاني:سلطة التحقيق.....
253	الفرع الأول:تأهيل المحققين.....
253	أولا: التشريع الفرنسي.....
241	ثانيا : في التشريع المصري.....
255	ثالثا: في التشريع الجزائري.....
256	الفرع الثاني: سلطات المحققين.....

256	أولاً: في التشريع الفرنسي.....
258	ثانياً : في التشريع المصري .....
258	ثالثاً: في التشريع الجزائري .....
259	الفرع الثالث: سير التحقيق.....
259	أولاً: محضر التحقيق.....
259	ثانياً: تقرير التحقيق .....
260	الفرع الرابع: تفعيل سلطة التحقيق .....
261	أولاً: الإلتزام بالسراً المهني.....
261	ثانياً: عقاب معرقلي التحقيق.....
266	<b>الفصل الثالث: ضبط سوق القيم المنقولة عن طريق القمع و التحكيم.....</b>
267	<b>المبحث الأول: ضبط سوق القيم المنقولة عن طريق الإجراءات القمعية.....</b>
268	<b>المطلب الأول: الممارسات غير المشروعة.....</b>
269	<b>الفرع الأول: جريمة استغلال معلومات إمتيازية.....</b>
270	<b>أولاً : الركن الشرعي.....</b>
270	<b>ثانياً : الركن المادي.....</b>
270	<b>1- شروط المعلومة الإمتيازية.....</b>
271	<b>2- الشخص المستغل للمعلومة الإمتيازية.....</b>
273	<b>ثالثاً : الركن المعنوي.....</b>
274	<b>الفرع الثاني: نشر معلومات خاطئة.....</b>
274	<b>أولاً: الركن الشرعي.....</b>
275	<b>ثانياً: الركن المادي.....</b>
275	<b>ثالثاً : الركن المعنوي.....</b>
275	<b>الفرع الثالث: المناورة بهدف عرقلة السير المنتظم للسوق.....</b>

275	أولاً : الركن الشرعي
276	ثانياً: الركن المادي
276	ثالثاً : الركن المعنوي
276	المطلب الثاني:العقوبات المقررة
277	الفرع الأول: طبيعة العقوبات الموقعة على المخالفين
278	أولاً : العقوبات غير الجزائية
278	1- موقف المشرع الفرنسي
281	2- موقف المشرع المصري
285	3- موقف المشرع الجزائري
288	ثانياً : العقوبات الجزائية
289	1- مدى ضرورة العقوبات الجزائية
291	2- صور العقوبات الجزائية
299	المبحث الثاني:الضمانات المقابلة للعقوبات المقررة
300	المطلب الأول:الضمانات القانونية الموضوعية
300	الفرع الأول: مبدأ الشرعية
301	أولاً: موقف المشرع الفرنسي
301	ثانياً: موقف المشرع المصري
302	ثالثاً: موقف المشرع الجزائري
303	الفرع الثاني: مبدأ تناسب العقوبة مع الجريمة
304	أولاً: موقف المشرع الفرنسي من مبدأ التناسب
305	ثانياً: موقف المشرع المصري
307	ثالثاً: موقف المشرع الجزائري
307	المطلب الثاني:الضمانات القانونية الإجرائية
308	الفرع الأول:مراعاة حق الدفاع
308	أولاً: موقف المشرع الفرنسي

309	.....	ثانيا: موقف المشرع المصري
310	.....	ثالثا: موقف المشرع الجزائري
312	.....	الفرع الثاني: التسبيب
313	.....	أولا: موقف المشرع الفرنسي
314	.....	ثانيا: موقف المشرع المصري
315	.....	ثالثا: موقف المشرع الجزائري
316	.....	المطلب الثالث: الضمانات القضائية
316	.....	الفرع الأول: الطعن القضائي
317	.....	أولا: التشريع الفرنسي
318	.....	ثانيا: التشريع المصري
319	.....	ثالثا : التشريع الجزائري
319	.....	الفرع الثاني :وقف التنفيذ
320	.....	أولا : التشريع الفرنسي
320	.....	ثانيا : التشريع المصري
321	.....	ثالثا : التشريع الجزائري
324	.....	المبحث الثالث: ضبط سوق القيم المنقولة عن طريق سلطة التحكيم
324	.....	المطلب الأول: أهمية التحكيم في حل منازعات سوق الأوراق المالية
327	.....	المطلب الثاني: موقف التشريعات من آلية التحكيم
328	.....	الفرع الأول: موقف المشرع الفرنسي
329	.....	الفرع الثاني: موقف المشرع المصري
330	.....	الفرع الثالث: موقف المشرع الجزائري
330	.....	أولا: الهيئة المختصة بالتحكيم
331	.....	ثانيا: نطاق ممارسة سلطة التحكيم
331	.....	1- النطاق الوظيفي لسلطة التحكيم
332	.....	2- النطاق العضوي لسلطة التحكيم

333	المطلب الثالث:قرار التحكيم
333	الفرع الأول: موقف المشرع المصري
335	الفرع الثاني : موقف المشرع الجزائري
344	خلاصة الباب الثاني
325	الخاتمة
352	قائمة المراجع
385	فهرس المحتويات

## ملخص

تتطلب الأهمية التي تكتسبها أسواق القيم المنقولة في الاقتصاديات المعاصرة دراسة قانونية لضبطها ، هذه الأسواق التي لا تتطور ضمن فراغ قانوني ، إنما بالعكس تخضع لتنظيم محكم متطور تقوم به سلطات الضبط .

تتمثل هذه السلطات في سلطة السوق المالية الفرنسية، الهيئة العامة لسوق رأس المال المصرية وكذا لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية.

لقد تم إنشاء هذه السلطات قصد ضمان ضبط أسواق القيم المنقولة. تتجسد سلطة الضبط هذه في تأطير النشاط الاقتصادي عن طريق القانون و بشكل محايد بهدف السهر على حسن سيره وتطويره .

تعتبر سلطات ضبط سوق القيم المنقولة سلطات إدارية مستقلة تجمع كل من سلطات التنظيم ، إصدار قرارات فردية ، التحقيق ، الأمر والعقاب . مثل هذا الجمع يرمي إلى التساؤل عن مدى مراعاة مبدأ الفصل بين السلطات و مبدأ الحياد.

تمارس سلطات الضبط سلطة العقاب عن طريق توقيع عقوبات تأديبية وإدارية ، هذه الأخيرة التي لم يكرسها المشرع الجزائري على مستوى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، خلافا للمشرع الفرنسي و التي كيفت باعتبارها عقوبات تعود إلى المادة الجزائية ، الأمر الذي يستدعي تطبيق نظاما حمانيا للشخص المعاقب ، مستوحى من مبادئ الإجراءات الجزائية قصد تحقيق محاكمة عادلة .

## Résumé

L'importance prise par les marchés des valeurs mobilières dans les économies contemporaines appelle une étude juridique de leur régulation. En effet, les marchés des valeurs mobilières n'évoluent pas dans un vide juridique mais sont soumis bien au contraire à une réglementation développée et mise en œuvre par les autorités de régulation. Ces autorités sont l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France, l'organisme public de marchés de capital en Egypte, et la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) en Algérie. Elles ont été instituées pour assurer la régulation des marchés boursiers. Celle-ci consiste à assurer, de manière neutre, l'encadrement par le droit de l'activité économique afin de veiller à son bon fonctionnement et à la développer.

Les autorités de régulation des marchés des valeurs mobilières sont des autorités administratives indépendantes cumulant pouvoirs réglementaire, de décision individuelle, d'enquête, d'injonction et de sanction.

Un tel cumul de pouvoirs amène à s'interroger sur le respect du principe de séparation des pouvoirs et d'impartialité.

Les sanctions prononcées par ces autorités sont de nature disciplinaire ou administrative, ces dernières ne sont pas consacrées par le législateur algérien au niveau de la COSOB, contrairement au législateur français. Elles sont qualifiées de celles relevant de la matière pénale, ce qui infère un régime protecteur de la personne sanctionnée inspiré des principes de la procédure pénale et impliquant le respect des règles du procès équitable.