

جامعة مولود معمري - تيزي وزو
كلية الحقوق والعلوم السياسية

النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية

أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم
التخصص: القانون

إشراف الأستاذ:

أ. د. معاشو عمار

إعداد الطالبة:

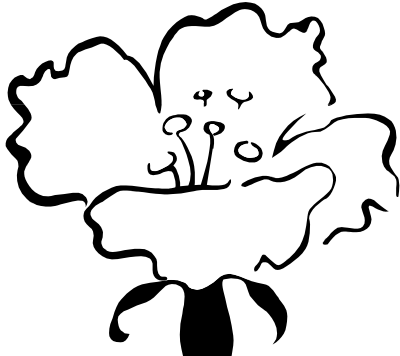
حميل نؤارة

لجنة المناقشة

أ.د. إقلولي محمد، أستاذ، جامعة مولود معمري تيزي وزو..... رئيساً
أ. د. معاشو عمار، أستاذ، جامعة مولود معمري، تيزي وزو..... مشرفاً ومقرراً
أ.د. سحري فضيلة، أستاذة جامعة عنابة.....
أ.د. حداد العيد، أستاذ، جامعة البليدة.....
أ.د. سمار نصر الدين، أستاذ، جامعة جيجل.....
ممتحناً
ممتحناً
ممتحناً

تاريخ المناقشة...

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



الأهلى



إلى من الجنة تحت أقدامها، أمى الحنون . وإلى والدى معلمى ومثلى
الأعلى فى الحياة . إليكم يا سبب وجودى وسر نجاحى .
إلى إخوتى وأخواتى الذين بهم أشد أنمرى .

إلى نروجى مرفيق دربى وسندى .

إلى أولادى فلذة كبدى "ريان" و "إليان" نور عيني .

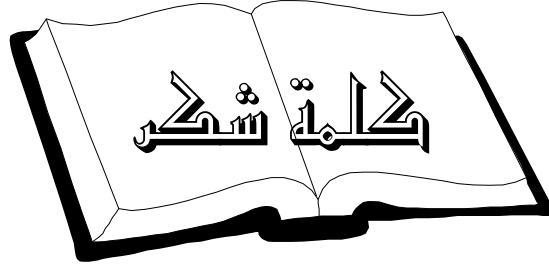
إلى كل من أكن له محبة، وإلى كل من استحق تسمية
صديق وصديقة .

إلى كل من علمنى حرفاً وأثّر لى درباً وكان على
الصعاب معينا .

إلى كل طاقم كلية الحقوق بجامعة مولود معمري .

أهدي هذا العمل .

نوارمة حملىل



اعترافاً بالفضل والجميل أتوجّه بخالص الشكر وعميق
التقدير والامتنان إلى الأستاذ

الدكتور معاشو عمار

الذي أشرف على هذا العمل، وتعهّده بالتصويب في جميع
مراحل إنجازه، وزودني بالنصائح والإرشادات التي أضاءت
أمامي سبيل البحث
فجزاه الله عني كل خير.

محمد حميل نوايرة

قائمة بأهم المختصرات

هـ.ت.ج.ق.م :	هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
ش.إ.ر.م.م :	شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير.
ص.م.ت :	الصندوق المشترك للتوظيف.
ل.ن.م.ع.ب :	لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.
ش.إ.ب.ق :	شركة إدارة بورصة القيم.
ش.ت.ب.ق :	شركة تسيير بورصة القيم.
و.ع.ب :	الوسيط في عمليات البورصة.
د.ت.ن :	دون تاريخ النشر.

Liste des principales abréviations

SBF :	Société de Bourse Française.
COB :	Commission des Opérations de Bourse.
ART :	Autorité de Régulation des Télécommunications.
AMF :	Autorité des Marchés Financiers.
COSOB :	Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse.
AJDA :	Revue D'actualité Juridique et Droit Administratif.
SEC :	Securities and exchanges commission.
CMF :	Conseil des Marchés Financiers.
L.G.D.J :	Librairie générale de droit et de jurisprudence.
JORF :	Journal Officiel de la République Française.
CIF :	Le conseil en investissement financier.

مقدمة:

وجدت المبادلات التجارية بوجود المجتمعات البشرية، صاحبها تنظيمات مختلفة باختلاف حجم هذه المبادلات. عجزت المجموعات عن تحقيق اكتفاءها الذاتي وإشباع حاجتها بنفسها، فأصبح لزاما عليها التنقل إلى جيرانها لسد حاجاتها، كانت تلك البوادر الأولى لتخصيص أماكن لالتقاء الجماعات، ثم صار التقاءها في أوقات محددة، تعرض فيه كل منها فائضها وتبحث عن حاجتها⁽¹⁾.

أطلقت على هذه الأماكن تسمية الأسواق، التي شهدت في بدايتها تعاملات بالمقايضة، لتتلاشى شيئا فشيئا فاسحة المجال لظهور العقود ثم العملات⁽²⁾، ثم وسائل ائتمان ووسائل دفع غير نقدية⁽³⁾. بلغ هذا التطور ذروته بظهور البورصات التي بدأت بالتعامل في البضائع، ثم المعادن، ثم العملات لتصل إلى بورصات الأوراق المالية⁽⁴⁾.

تطورت هذه الأسواق لتشغل حيزا أكبر، فانتقلت من أسواق محلية إلى أسواق مالية عالمية، ساعد على ذلك، التطور المطرد للاقتصاد الرأسمالي وتوجهه نحو العولمة، وما صاحبه من ثورة علمية وتكنولوجية أسهمت في تحرير الأسواق متخطية الحدود الوطنية لإنشاء أسواق عالمية⁽⁵⁾. ساهم هذا التطور في إرساء مبدأ التخصص، بحيث ظهرت أسواق متخصصة من حيث نشاطها، والسلع المتداولة فيها، ومن حيث المهنيين المتدخلين فيها والمؤطرين لها. أفرز هذا

1 - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في القانون، جامعة القاهرة، 2000، ص 12.

كذلك: فياض عطية، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، 1998، ص 18 - 19.

كتبت في المعنى نفسه الأستاذة عيسى نجا، تقييم أداء الأسواق المالية العربية، دراسة حالة: تجربة الأردن، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، 2003، ص 4.

2 - يعود الفضل في ظهور العملة لأول مرة إلى الملك النمساوي "كريسوس CRESUS" ملك "ليدي LYDIE" وذلك ما بين سنة 560 و 546 قبل الميلاد.

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

3 - محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص 140.

4 - « Selon certains spécialistes, les toutes premières civilisations primitives offriraient des exemples d'une préfiguration des marchés financiers. Plus classiquement, les historiens considèrent que les réunions de commerçants dans l'antiquité constituent les premières esquisses des bourses modernes ». AIDAN Pierre, Droit des marchés financiers, réflexions sur les sources. Edition Banque, Paris, 2001, p 7.

5 - حلمي سعد زغلول خالد، " العولمة والتحديات الاقتصادية وموقف الدول النامية"، مجلة الحقوق، جامعة الكويت، العدد الأول، السنة السادسة والعشرون، مارس 2012، ص 12.

التخصص أسواقاً مختلفة ومستقلة عن بعضها البعض وإن كانت أحيانا متداخلة ومتكاملة⁽¹⁾.

تعتبر السوق المالية أحد أهم هذه الأسواق، وأهم نتائج النظام الاقتصادي الليبرالي الذي يعتمد على حرية المبادرة ومبدأ المنافسة الحرة. أين تبحث كل مؤسسة عن رؤوس الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها. سواء كان تمويلًا داخليًا ذاتيًا، أو تمويلًا خارجيًا يعتمد على الاستدانة من السوق النقدية، أو يعتمد على الاستثمار في السوق المالية⁽²⁾.

تعددت الأسواق وتشعبت حتى يكاد الباحث يضيع في طياتها نظرا لتداخلها ودقة الفصل بينها. لذا وكخطوة أولى يجب البحث عن تعريف مناسب للسوق المالية محل الدراسة، وعرض أهم خصائصها وأقسامها لتمييزها عن غيرها من الأسواق التي تستبعد دراستها من هذا البحث.

أسهب الفقه في تعريف السوق المالية، فاختلقت التعاريف باختلاف الإطار العام الذي وضعت فيه هذه السوق، وباختلاف العناصر المعتمد عليها لتعريفها. حاول الأستاذ "صاطوري" أن يجد موقعاً للسوق المالية بين الأسواق الأخرى. فبدأ بالسوق التمويلية التي يعرفها «بمكان النقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين)، وتساعد على تحويل جزء من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة لإتمام عمليات التمويل الرأسمالي». ثم يقسم السوق التمويلية إلى سوق نقدية أو سوق الاقتراض، وسوق مالية أو سوق الأوراق المالية التي يعرفها: «بأنها نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين»⁽³⁾. يعاب على هذا التعريف، أنه يعتبر السوق المالية نظام، فإذا كانت كذلك، يفترض فيها أن تكون سوقاً منظمة، وهي ليست كذلك دائماً، إذ توجد فيها أسواق غير منظمة. كما يؤخذ عليه اشتراطه أن لا يتم التعامل فيها إلا عن طريق وسطاء معتمدين يمثلون أطراف العملية البائع والمشتري.

1 - عبد المتعال زكي، الاقتصاد السياسي، الجزء الثاني، مطبعة عبد الله إلياس وأولاده، مصر، 1983، ص 19. كذلك صادق حنين، بحوث في أعمال البورصات، مجلة القانون والاقتصاد الصادرة عن كلية الحقوق بجامعة القاهرة، العدد الأول، السنة الثامنة، ص 80.

2 - جمعون نوال، دور التمويل المصرفي في التنمية الاقتصادية - حالة الجزائر - مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة الجزائر، 2005، ص 12.

Voir aussi: DERDER Nacéra, Le rôle du système bancaire Algérien dans le financement de l'économie, thèse présenté en vue d'obtention d'un magister en sciences commerciales et financières, option finance, Université d'Alger, 2000, p 5.

3 - صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية، مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في علوم التسيير، فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، ص 5.

قدم التقسيم نفسه للأسواق الأستاذ السيد جودة صلاح، بورصة الأوراق المالية، عملياً عملياً، مكتبة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص 20.

قدم الأستاذ "سيد طه بدوي محمد" من جهته تقسيماً مشابهاً للأسواق. يسمي السوق الأم بالسوق التمويلية المتمثلة في مجموعة القنوات التي ينساب من خلالها الفائض المالي من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز. اختلاف وسيلة التمويل هي التي تميز بين هذه الأسواق، فإذا كانت وسيلة التمويل صكوك مالية متوسطة أو طويلة الأجل، فإننا بصدد سوق مالية أو سوق الأوراق المالية. يعرف هذا الأخير السوق المالية « بالسوق التي يتم التعامل فيها بأوراق مالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، تكون العلاقة بين طرفي التعامل مباشرة، وذلك عندما تقوم الوحدات ذات العجز المالي بإصدار صكوك يكتتب فيها الجمهور مباشرة ثم تصبح العلاقة غير مباشرة بمجرد حدوث تعامل ثاني عليها ».

تعتبر الأستاذة "جافو كورين JAFFEUX Corynne" « السوق المالية مكان التقاء العرض والطلب على أموال طويلة الأجل، تنقسم هذه السوق إلى سوق أولية تصدر فيها القيم المنقولة وسوق ثانوية تتبادل أو تتداول فيها القيم المصدرة سابقاً »⁽¹⁾. يعاب على هذا التعريف عدم دقته عند تحديد السلعة المتداولة داخل هذه السوق، باستعمالها عبارة "الأموال طويلة الأجل". إذ لا تدل بالضرورة على القيم المنقولة، فالقروض طويلة الأجل في ذاتها أموال طويلة الأجل، ومع ذلك فهي تنتمي إلى السوق النقدية وليس إلى السوق المالية.

ميّز الأستاذ "بيكون أوليفي PICON Olivier" بين السوق النقدية والسوق المالية التي يعرفها كما يلي: « للسوق المالية معنى واسع، فهي تجمع بين كل المبادلات الواردة على رؤوس الأموال المستثمرة على المدى المتوسط والطويل التي تضاف إلى القيم المنقولة، عكس السوق النقدية التي تهتم بتداول السيولة القصيرة الأجل أو النقود اليومية أو لعدة أشهر »⁽²⁾. جاء هذا التعريف بالجديد، حينما حاول التمييز بين السوق المالية والسوق النقدية. بالاستعانة بهذا التمييز يمكن تحديد موقع السوق المالية بين الأسواق، فهي جزء من سوق كبرى تسمى "بالسوق التمويلية" التي يفضل البعض الآخر تسميتها "بسوق رؤوس الأموال Marché des capitaux"، تشمل كل

1 - « Le marché financier, est le lieu de rencontre entre une offre et une demande de capitaux à long terme. Ce marché se divise lui-même en marché primaire sur lequel se produisent les émissions de valeurs mobilière, et le marché secondaire, le lieux d'échange des titres précédemment émis ».
JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, éditions Dalloz, Paris, 1994, p 9.

2 - « Le marché financier à un sens un peu plus large, il recouvre tous les échanges de capitaux investis à moyen et long terme, ce qui s'ajoute au valeurs mobilières, qui concentre les échanges à court terme, argent au jour le jour ou à quelques mois ».

PICON Olivier, La bourse, ses mécanismes, gérer son portefeuille, réussir ses placements, 14^{ème} éditions, Dalloz, Paris, 2000, p 12.

من السوق المالية *Marché financier* وسوق ما بين البنوك *Marché interbancaire* التي تحتوي على السوق النقدية وسوق الصرف. إن تحديد موقع السوق المالية بين الأسواق يساعد على استبعاد الأسواق الأخرى من مجال البحث، والاهتمام بالسوق المالية، التي اتفق المختصون على اعتبارها السوق التي تتاح فيها الأصول الطويلة الأجل⁽¹⁾.

تعتبر السوق المالية مفهوم اقتصادي بحت، ومع ذلك حظيت بتنظيم قانوني محكم، صاحبها على مر العصور والأزمنة، وإن كانت التنظيمات تختلف باختلاف الأسواق، وباختلاف الظروف المحيطة بها. يعود أول تدخل للسلطة العمومية في تنظيم السوق المالية إلى العهد النمساوي القديم *La Grèce antique*، ثم إلى روما القديمة التي عظمت القيم المنقولة⁽²⁾، إلى أن استحوذت الكنيسة على تنظيم الأسواق. مع بداية القرون الوسطى، قام الملك الفرنسي "فيليب الرابع" باسترجاع سيادته في تسيير وتنظيم الأسواق المالية بقواعد عامة ونصوص ملكية⁽³⁾، منها الأمر الملكي لسنة 1540 الذي أنشأ بورصة "ليون Lyon"، لتليها

1 - Selon le Professeur SOUSI ROUBI (B), « Le marché financier est le marché des capitaux disponible à long terme ». PICON Olivier, La bourse, ses mécanismes ...op.cit, p 12.

Selon le Professeur DIDIER(P), « Le marché financier est celui sur lequel se traitent les valeurs mobilières et les autres instruments financier à long terme ».

TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers. Thèse en vue d'obtention d'un doctorat en droit, Université de Paris I, Panthéon - Sorbonne, 2008, p 15.

- Les professeurs BONNEAU et DRUMMOND se refusent, quant à eux, à ne retenir qu'une seule définition et préfèrent dénoncer trois conceptions possibles des marchés financiers.

Ainsi, ces derniers peuvent être définis comme « les lieux où se rencontrent les acheteurs et les vendeurs, ou comme l'ensemble des transactions portant sur des instruments financiers, ou comme une unité fonctionnant grâce à des règles et dont les limites sont définies par l'entité chargée du contrôle de ces règles ».

BONNEAU Thierry et DRUMMOND François, Droit des marchés. 2^{ème} édition, Economica Paris, 2005, p 5.

في السياق نفسه جاء تعريف الأستاذ "تراي"، وإن كان هذا الأخير حصر اهتمامه بالأسواق الآجلة.

TERRAY (J), « Les aspects juridiques des opérations sur les marchés organisés ». *Revue Banque et droit*, Janvier – Février 1995, p 17.

2 - نظمت الدولة النمساوية سندات الدين التي تصدرها المقاطعات. أما روما القديمة عرفت لأول مرة إصدار أسهم لشركة عمومية كانت تختص بجمع الضرائب. كانت هذه الشركة تصدر أسهماً تدير من خلالها الناتج الضريبي وتستثمره، فوضعت نظاماً قانونياً خاصاً بهذه الشركة، ومنحتها الشخصية المعنوية والاستقلالية عن الخزينة العمومية، أما عن القواعد المنظمة لها فكانت قواعد عامة من وضع السلطة العامة.

AIDAN Pierre, Droit des marchés financiers. Réflexion sur les sources, op.cit, p 38.

3 - « Le Roi Philippe IV aux XI^{ème} et XII^{ème} siècle marque l'apparition des premiers marchés nationaux. Cette période révèle la consécration du processus d'un marché financier étatique manquant la première offensive d'un souverain territorial contre la puissance financière supranationale de l'église. Les mesure prise par l'état étaient un véritable cadre juridique étatique des marchés financiers ».

THIVEAUD (J.M), Le phénomène financier et les marchés financiers en perspective historique....op.cit, 31.

بورصات "روان Rouen" وتولوز وباريس⁽¹⁾.

بدأ نشاط السوق المالية بالازدهار بعد ظهور هذه البورصات، فكثرت المتعاملون والمتدخلون فيها ليختصوا كل بنشاطه ويحتكره، فأصبحوا بعد ذلك مهنيين محترفين. لتدعيم احترافهم واحتكارهم، نظم هؤلاء المهنيون أنفسهم في شكل جماعات ونقابات، منها نقابة السماسرة Syndicat des agents de change. ثم وضعوا قواعد خاصة تنظم مهنتهم، بتحديد شروط وكيفية ممارستها. إلى جانب السماسرة ظهرت شركات تتولى تسيير عمليات البورصة وتسويتها. أصدرت بدورها قواعد خاصة بها لتحديد نظامها الداخلي وقواعد تسيير عمليات البورصة وتسويتها⁽²⁾.

ساهمت هذه الظاهرة في بروز قواعد مهنية خاصة تنظم السوق المالية، إلى جانب القواعد الملكية والمراسيم الصادرة عن السلطة العمومية. الأمر الذي أدى إلى تحرير الأسواق من هيمنة السلطة العمومية لها وتحكم الخواص في تسييرها، إلى أن حدث ما لا تحمد عقباه سنة 1720 وهي أزمة "La faillite de law"، التي هزت السوق المالية الفرنسية⁽³⁾.

سارعت السلطة الفرنسية إلى احتواء الأزمة، بإعادة تنظيم السوق وتأطير العمليات المنجزة فيها. وكذا تطبيق قواعد صارمة على السماسرة، بمنع المضاربة المضرة بالسوق والمناورات والتلاعب بالأسعار. وذلك بموجب نصوص ملكية صدرت بين فترة 1724 و1774⁽⁴⁾.

عرفت الأسواق المالية البريطانية خلال الفترة نفسها أزمة مالية مماثلة وهي أزمة "South Sea Bubble"⁽⁵⁾. كانت ردة فعل السلطة العمومية إزاء هذه الأزمة، بمصادقة البرلمان سنة 1720 على قانون تضمن الإطار العام للسوق المالية وقواعد الحذر والحيلة التي

1 - LEHMANN (J.P), Histoire de la bourse de Paris, collection que sais-je ? PUF, Paris, 1997, p 7.

2 - BORNET Jean-Pierre et DE VAUPLANE Hubert, Droit des marchés financiers, Edition Litec, Paris, 1997, p 222 et suite.

3 - سميت هذه الأزمة كذلك نسبة إلى المتسبب فيها وهو John LAW، الذي أسس بنكا خاصا وأصدر سندات مضمونة وأسهم بمناسبة تسيير محفظة القيم المنقولة الصادرة عن شركة "Mississippi". لقيت هذه الأسهم رواجاً كبيراً، فاحتدت المضاربة عليها مما رفع من قيمتها أكثر بكثير من قيمتها الحقيقية. عجز البنك عن سداد قيمتها عند حلول أجلها. أدت هذه الأزمة إلى إفلاس البنك مما أثر سلباً في كل النظام المالي الفرنسي.

4 - LEHMANN (J.P), Histoire de la bourse de Paris, op.cit, pp 8 – 9.

5 - تلخص وقائع هذه الأزمة في النمو السريع لشركة مجهولة الأصل. فرغم عدم توفر المعلومات اللازمة عنها، إلا أنها استهوت الجمهور للاكتتاب فيها. فارتفعت أسعارها واشتدت عليها المضاربة، لتظهر بعد ذلك أنها شركة وهمية لا وجود لها في الواقع. وصف البروفسور LOSS Luis هذه الأزمة بـ:

« La crise de poursuite d'une entreprise de grande importance que personne ne doit connaître ».
CONNAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers..., op.cit, p 7.

يجب على المهنيين احترامها، إضافة إلى جزاءات صارمة تطبق في حالة خرق قواعد هذا القانون. أما الولايات المتحدة الأمريكية، فبعد تأسيس بورصة (NYSE) بنيويورك سنة 1792، لم تشهد أزمة عنيفة كالتى شهدتها الأسواق الأوروبية. مما سمح للمهنيين ببسط سلطتهم في تنظيم وتسيير السوق المالية وفقا للقواعد التى يسنونها⁽¹⁾.

تأثرت الأسواق الأوروبية بموجة التحرر التى عرفتھا الأسواق الأمريكية. خاصة مع ازدهار النظام الليبرالى الحر، الذى عززته الثورة الصناعية بنشرها لمفهوم اقتصادى جديد يشجع المبادرة الفردية والمنافسة الحرة، وفقا لمقولة أدام سميث "أتركه يعمل دعه يمر". لم تستطع السلطات العامة فى الدول الأوروبية أن تصمد أمام هذا النظام، ولا أن تحافظ على القبضة الحديدية التى كانت تفرضها على الأسواق المالية، لحمايتها من التصرفات اللامشروعة للمتعاملين فيها. من جهة أخرى استفاد المهنيون من هذا الفكر الجديد الذى ساعدهم على بسط سلطانهم على الأسواق المالية مجددا، فاندثرت القواعد التشريعية العامة لتطغى عليها القواعد التنظيمية المهنية.

استمر الوضع كذلك، إلى أن اهتزّت الأسواق المالية العالمية على وقع أزمة أكتوبر الأسود التى عرفت بأزمة 1929. تسببت فيها المضاربة اللاعقلانية، التى أدت إلى ارتفاع عام للأسعار ولكل المبادلات داخل السوق المالية. أعجب السلطات العمومية بهذا الانتعاش ففضلت عدم التدخل، ليعم الازدهار فى كل القطاعات. وصلت الأسعار ذروتها لتنتهار فجأة مخلفة فسادا عظيما⁽²⁾. لم تشمل تداعيات الأزمة الأسواق الأمريكية فحسب، إنما أثرت فى كل الأسواق. لذا

1 - LONNAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers..., op.cit, p 7.

2 - اشتدت المضاربة داخل البورصات الأمريكية مع نهاية سنة 1928، واستمرت خلال سنة 1929، فازدهر الاقتصاد بشكل عام. مرد ذلك هو تساهل البنوك فى منح القروض لاستثمارها داخل البورصة، وإنشاء عدد كبير من شركات الاستثمار داخل البورصة، انطلاقا من قروض بنكية مقابل ضمان يعرف بهامش الأرباح التى تحققها هذه الشركات. أمر استهوى البنوك وشجعها على منح القروض، لأن هامش الربح كان دائما فوق ما تتخيله. تزامن ذلك مع تسامح السلطات النقدية الأمريكية مع المستثمرين كي لا تقف فى وجه حركة النمو اللاعادية التى شهدھا الاقتصاد الأمريكى. انتقل بذلك مؤشر دوجونز لمتوسط الصناعة من 191 نقطة فى بداية 1928 ليصل إلى 300 نقطة فى ديسمبر من السنة نفسها ثم إلى 381 فى سبتمبر 1929.

بدأ الانخفاض فى قيمة المؤشر يوم 02 أكتوبر 1929 بما يعادل 49 نقطة استمر أسبوعاً كاملاً، مما أفقد المؤشر 20% من قيمته، حدث ذلك حينما بدأت البنوك تطالب بمستحققاتها. استمرت قيمة المؤشر فى الانخفاض إلى أن حدث الهلع الأكبر يوم الخميس الأسود 24 أكتوبر. بحيث أصدرت بعض البنوك سندات مقابل مبالغ باهظة، ل طرحها فى السوق بغرض وقف الانخفاض فى الأسعار لكن السوق لم تستجب لها، لنفاذ السيولة التى طرحها البنك الفدرالى.

أنهار الاقتصاد الأمريكى فى رمشة عين بإفلاس البنوك وإفلاس شركات السمسة والاستثمار فى الأوراق المالية، مما خلف دمارا شاملا فى النظام المصرفى الأمريكى، خاصة سنة 1930 حين أعلن البنك الفدرالى الأمريكى=

عرفت بالأزمة المالية العالمية. تدخلت السلطة العمومية في الولايات المتحدة الأمريكية لمجابهة آثار الأزمة وإعادة دفع عجلة الاقتصاد. كان ذلك عن طريق السلطة التشريعية، حيث أصدر الكونجرس قانون البورصة سنة 1934 Exchange Act الذي أعاد تنظيم السوق المالية الأمريكية بفرض الشفافية في تسييرها⁽¹⁾.

يعتبر قانون 1934 النقلة النوعية في مجال تسيير الأسواق المالية الأمريكية، بحيث أسس هيئة عليا تسهر على حماية السوق والمستثمرين فيها، وهي أمن البورصة (SEC)⁽²⁾. لتنفيذ مهامها على أحسن وجه، زودها الكونجرس بصلاحيات تنظيم السوق عن طريق سن ما تراه مناسباً لتسيير نشاطها، ومراقبة المتعاملين في مدى امتثالهم للقوانين واللوائح.

ظهرت فكرة إنشاء هيئة مستقلة تتولى تنظيم وتسيير الأسواق المالية، حينما اقتنع صناع القرار في أمريكا، بأن السلطة التشريعية أصبحت عاجزة عن تأطير عمليات ضخمة بحجم عمليات السوق، التي تستدعي التخصص نظراً لطابعها المعقد⁽³⁾. فكانت بذلك البذرة الأولى في تغيير النظام القانوني الذي يحكم الأسواق المالية الأمريكية ليمتد إلى كل الأسواق المالية العالمية لاحقاً.

تأخرت فرنسا في اللحاق بالركب الأمريكي، إذ استمرت هيمنة السلطة العامة في تسيير الأسواق المالية. بل أكثر من ذلك، فهي تدعمت وتعززت أثناء وبعد الحرب العالمية الثانية.

=عجزه عن إعادة تمويل البنوك. امتدت الأزمة الأمريكية لتشمل الدول الأوروبية المتعاملة مع البنوك الأمريكية، حيث أفلست بنوكها وأفلست الشركات المستثمرة في البورصات الأمريكية.
: بن ثابت علال، الأسواق المالية والعولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية، جامعة الجزائر، 2003، ص ص 83 - 85.

1 - قبل أن يصدر قانون سنة 1934 على هيئته الحالية، عرضت على الكونغرس عدة مشاريع قوانين قبلت بالرفض، لأن إدارة الرئيس "فرانكلان روزفلت ROUSEVELT FRANKLIN" أرادت فرض رقابة الملائمة على كل إصدار تقوم به الشركات. كما رفض الكونغرس مشروع القانون الذي قدمه المستشار HUSTON Thompson لأنه يفرض رقابة الدولة على شركة الاستثمار وإدارة الأوراق المالية. دافع الكونغرس على فكرة الشفافية في تسيير الأسواق المالية بدلا من الرقابة الحكومية، تنأتى هذه الشفافية من فرض التزام بالإعلام الدوري للجمهور ولسلطات السوق، وذلك تحت طائلة جزاءات صارمة.

CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers... op.cit, p 14.

2 - SEC : Securities exchange commission.

3 - « Le choix s'explique par la conviction des principaux théoriciens du New Deal et le Juge de la cour suprême LANDIS James, que le pouvoir législatif étatique étant incapable de gérer une économie moderne en raison de la trop grande complexité de cette tâche et de la nécessité d'une compétence Techniques dont il ne disposait pas ».

LANDIS James fut avec CORCORAN Thomas et COHEN Benjamin, Les trois principaux rédacteurs du Securities Act de 1933 et Securities and exchange act de 1934.

CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers..., op.cit, p 15.

فرغم تأسيس هيئات مهنية تتولى شؤون السوق، إلا أنها تعمل تحت وصاية الدولة التي تحتفظ بصلاحيات سن القاعدة القانونية المنظمة للسوق المالية⁽¹⁾. ذهنية صاحبت فترة التأمينات التي عرفت فرنسا ابتداءً من سنة 1945⁽²⁾.

أراد المهنيون في فرنسا استرجاع نفوذهم على السوق المالية، والحد من تدخل الدولة. فارتفعت الأصوات المنادية بتطبيق النموذج الأمريكي في ضبط وتنظيم الأسواق المالية. رضخت الإرادة السياسية للضغوطات التي مارستها هذه الفئة عليها، فاستجابت لطلباتها بتأسيس لجنة عمليات البورصة Commission des opérations de bourse (COB) أسوة بنظيرتها الأمريكية وذلك بموجب الأمر رقم 883/67⁽³⁾.

شهدت الدول الأوروبية تفتحاً على الأسواق العالمية خاصة الأمريكية. عرفت هذه الظاهرة بعولمة الاقتصاد التي صاحبته لاحقاً عولمة القانون، فوجدت الدول نفسها أمام ضرورة تعديل قوانينها لتتماشى مع متطلبات الأسواق العالمية، يصف البعض هذه الظاهرة بأمركة

1 - أول الهيئات المهنية التي عرفها القانون الفرنسي هي الغرفة النقابية للسماسرة La chambre syndicale des agents de change التي تأسست بموجب الأمر الملكي لسنة 1816، تليها لجنة بورصات القيم Comité des bourses de valeurs (CBV) التي تأسست بموجب قانون 14 فيفري 1942. زودت هذه الأخيرة بمهام أساسية في تنظيم ورقابة السوق. لكنها تعمل تحت وصاية بنك فرنسا. لاحقاً تأسس الصندوق المركزي لإيداع وتحويل السندات Caisse nationale centrale de dépôt et de virement des titres (CC DVT) بموجب القانون المؤرخ في 18 جوان 1941 الذي ألغي بموجب المرسوم المؤرخ في 4 أوت 1949 وعوّض الصندوق المركزي للإيداع بالشركة ما بين المهنيين لتسوية القيم المنقولة.

La société interprofessionnelle pour la compensation des valeurs mobilières (SICOVAM).

مع ذلك بقيت الدولة الفرنسية دولة متدخلة تملّي على المهنيين قواعدها القانونية، وهذا ما يؤكد الأستاذ AIDOM Pierre « Le système Français est marqué par la vigueur de l'interventionnisme étatique, agissant en étroite collaboration avec les acteurs du marché. L'Etat Jacobin conserve la maîtrise du processus d'élaboration des normes financières ».

AIDAN Pierre, Droit des marchés financiers, réflexions sur les sources, op.cit, p 45.

2 - CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursier... op.cit, p 25.

3 - الأمر رقم 833/67 الصادر في 1967/12/28، المعدل بموجب القانون رقم 12/69 الصادر في 1969/01/06، تم بموجب المرسوم رقم 23/86 الصادر في 1986/01/03، ثم القانون رقم 531/89 الصادر في 2 أوت 1989.

ROBERT Marie-Claude, « La commission des opérations de bourse », Répertoire commercial, tome 2, Dalloz, Paris, 1994, p 2.

ساهمت هذه النصوص في تطوير اللجنة وتوسيع نشاطها وتحسين علاقتها بالسلطة التنفيذية، فانتقلت من هيئة عمومية

تحت وصاية الحكومة في سنة 1967 إلى هيئة تتمتع باستقلالية ولو نسبية عن الجهاز التنفيذي في سنة 1989.

LEGAL Jean-Pierre, Droit commercial, les groupements commerciaux, sociétés commerciales et bourses des valeurs, 13^{ème} éditions, Editions Dalloz, Paris, 1992, p 233.

القانون خاصة قانون الشركات وقانون البورصة⁽¹⁾.

أدت عولمة القانون إلى تغيير دور الدولة وتغيير أسلوب تدخلها في الحقل الاقتصادي. إذ تحولت من دولة متدخلة تنظم كل كبيرة وصغيرة في السوق عن طريق نصوص تشريعية أو مراسيم تنفيذية، إلى دولة ضابطة تكتفي بتأسيس أجهزة مستقلة مختصة بتنظيم الأسواق المالية. نتج عن انسحاب الدولة من تنظيم الأسواق المالية، ظهور نوع جديد من القواعد القانونية المنظمة لها، لا هي صادرة عن البرلمان ولا عن الحكومة⁽²⁾. إنما قواعد مهنية تدخل في إطار ما يعرف بمصطلح الضبط الاقتصادي.

بقيت القاعدة القانونية بمفهومها التشريعي محتفظة بمكانتها في تنظيم السوق المالية⁽³⁾، رغم التطور اللامتناهي للقاعدة التنظيمية الصادرة عن سلطات الضبط بصفة خاصة وعن بقية المهنيين بصفة عامة. أحدثت الازدواجية في القاعدة القانونية المنظمة للسوق المالية إرباكاً لدى دارسي القانون، وذلك راجع لتشعب مصادر قواعد السوق وعدم مطابقتها لهرم القاعدة القانونية الذي تعود عليه القانونيين⁽⁴⁾.

انتشر المنهج الجديد في تنظيم الأسواق المالية، ولم يعد حكراً على الولايات المتحدة والدول الأوروبية فحسب. إنما تأثرت به أغلب - إن لم نقل كل الدول - التي تملك أسواقاً مالية سواءً مزدهرة أو في طور النشأة وتسعى إلى تطويرها. السبب في ذلك هو رغبة الجميع في مواكبة التغيرات التي تفرضها العولمة الاقتصادية والعولمة القانونية.

تعد الجزائر من بين الدول التي سعت جاهدة إلى إنشاء سوق مالية متينة، قادرة على إحداث نقلة نوعية في الاقتصاد الجزائري الذي لم يكن دائماً على ما يرام. اقتصاد هش مصدوم بسوء التسيير الاشتراكي الذي عث به لعقود من الزمن. فطالما اعتقد صانعوا القرار المعتنقين للإيديولوجية الاشتراكية، أن الملكية الجماعية لوسائل الإنتاج هو السبيل الوحيد لتحقيق الأهداف

1 - « La mondialisation n'est pas un phénomène qui ne concerne que l'économie. En réalité, elle concerne tout autant le droit...L'analyse de cette mondialisation juridique, se traduit pour l'essentiel par une américanisation rampante du droit des sociétés et du droit boursier... ».

CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers... op.cit, p 1.

2 - AIDAN Pierre, Droit des marchés financiers. Réflexions sur les sources, op.cit, p 54.

3 - « La loi garde une place importante dans le droit des marchés financiers... ».

TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op.cit, p 34.

4 - Ibid, p 29.

الاقتصادية والاجتماعية، على أن تسيطر وتراقب مباشرة من طرف الدولة⁽¹⁾. إيديولوجية أثبتت فشلها بإفلاس المؤسسات الاقتصادية العامة، وعجز الخزينة العمومية، الذي انتهى بأزمة مديونية خانقة خاصة بين 1989 و1994⁽²⁾.

باشرت الدولة سلسلة من الإصلاحات الاقتصادية لمواجهة الأزمة الاقتصادية، بدايةً باستقلالية المؤسسات الاقتصادية العمومية وإخضاعها للقانون التجاري⁽³⁾. ثم إعادة النظر في النظام المصرفي⁽⁴⁾، خاصة في أساليب حركة رؤوس الأموال من وإلى الخارج بغرض تشجيع الاستثمار الوطني والأجنبي.

عرفت الساحة القانونية آنذاك مجموعة ورشات إصلاح لامتناهية، فكثرت ورشات الإصلاح وتعددت محاورها كما تعددت الهيئات المكلفة بها، حتى كاد الهدف من الإصلاحات يندثر ويضيع بين هذه الورشات، إن لم نقل أنه قد ضاع فعلا. الدليل على ذلك أن كل ورشة كانت تعمل بصورة انفرادية منقطعة الصلة بنظيرتها من الورشات.

نتج عن خطة العمل الانفرادية هذه مجموعة من النصوص القانونية غير المتناسقة أحيانا والمتناقضة أحيانا أخرى. يذكر على سبيل المثال تسرع السلطات في إصدار نصوص منظمة لبورصة القيم المنقولة وكيفية إصدار وتداول القيم⁽⁵⁾ قبل تعديل القانون التجاري الذي لم يكن

1 - : عماري عمار، « الاقتصاد الجزائري، الماضي القريب واستشراف المستقبل », مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري، قسنطينة، العدد 14، ديسمبر 2000، ص 192.

2 - : بوجعبار الهاشمي، « أزمة المديونية الخارجية للجزائر، أسبابها وآثارها », مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري، قسنطينة، عدد 12، سنة 1999، ص 96.

3 - تم ذلك بموجب القانون رقم 01/88 المؤرخ في 12 جانفي 1988، المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، الجريدة الرسمية عدد 2، الصادر في 13 جانفي 1988 (ملغى)، حيث نصت المادة 5 منه على ما يلي: « المؤسسات العمومية الاقتصادية هي شركات مساهمة أو ذات مسؤولية محدودة تملك الدولة أو الجماعات المحلية فيها مباشرة أو بصفة غير مباشرة جميع الأسهم والحصص »
تضيف المادة 3 فقرة 3 منه ما يلي:

« ... وتتمتع بالشخصية المعنوية وتسري عليها قواعد القانون التجاري ... ».

يرى البعض أن إخضاع المؤسسات العمومية الاقتصادية للقانون التجاري من شأنه أن يعطي لها مفهوما جديدا وغير مألوف.
BOUSSOUMAH Mohamed, « La notion d'entreprise publique en droit Algérien », Revue Algérienne des sciences juridiques, économiques et publiques RASJEP N° 1 Mars 1989, p 74.

4 - كان ذلك بموجب القانون رقم 10/90 المؤرخ في 14 أفريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية عدد 16 الصادرة في 18 أفريل 1990 (ملغى) .

5 - تتمثل هذه النصوص في كل من:

- المرسوم التنفيذي في رقم 169/91 المؤرخ في 28 ماي 1991، المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 26، الصادر في 1 جوان 1991.

يسمح آنذاك بتداول القيم المنقولة⁽¹⁾.

تداركت السلطات هذا الوضع بتعديل القانون التجاري⁽²⁾، وإصدار نص جديد ينظم بورصة القيم المنقولة سنة 1993⁽³⁾. مع ذلك بقيت هذه النصوص مجرد حبرٍ على ورق. بالموازاة مع هذه التعديلات، أطلقت الدولة برنامج إصلاح جديد هو برنامج الخصخصة ابتداء من سنة 1995⁽⁴⁾، واتخذت من بين أساليب خصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية، الخصخصة عبر السوق المالية. أسلوب كان البادرة الأولى لانطلاق السوق المالية الجزائرية.

كانت الإرادة السياسية هي المحرك الوحيد للإصلاحات التي باشرتها الدولة، رضوخا للضغوطات الأجنبية الممارسة على الجزائر آنذاك⁽⁵⁾، بغض النظر عن المعطيات الاقتصادية والقانونية. نتج عن ذلك تأطيرا قانونياً عشوائياً للسوق المالية الجزائرية، فرغم خلق هيئة خاصة بها هي لجنة تنظم عمليات البورصة ومراقبتها، التي تتولى تنظيم السوق بكل استقلالية بمعزل عن السلطة التنفيذية، وتزويدها بالسلطات التي تضمن لها ذلك. إلا أن تدخل الحكومة في تنظيم وتسيير السوق المالية كان مهيمنا على عمل اللجنة. يعود ذلك لعدة أسباب منها السبب الإيديولوجي، فرغم خوض الدولة لغمار الاقتصاد الليبرالي، إلا أنها لم تتحرر من الذهنية الاشتراكية التي صاحبها لعقود من الزمن، فلم تكن الدولة مهيئة أو مستعدة تمام الاستعداد للانسحاب من تسيير القطاعات الاقتصادية الحساسة.

-
- = - المرسوم التنفيذي رقم 170/91 المؤرخ في 28 ماي 1991 يحدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها، الجريدة الرسمية عدد 26 الصادر في 1 جوان 1991.
- المرسوم التنفيذي رقم 171/91 المؤرخ في 28 ماي 1991 المتعلق بلجنة البورصة، الجريدة الرسمية عدد 26 الصادر في 1 جوان 1991.
- 1 - كان القانون التجاري الصادر بموجب الأمر رقم 59/75 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، الجريدة الرسمية عدد 101 الصادر في 19 ديسمبر 1975، ينص في مادته 700 على ما يلي: « يجب أن توضع إحالة الأسهم تحت طائلة البطلان في شكل رسمي وأن يتم دفع الثمن بين يدي الموثق الذي يقوم بتحرير العقد ».
- 2 - المرسوم التشريعي رقم 08/93 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المعدل، والمتمم للأمر رقم 59/75 المتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية عدد 27 الصادر في 27 أبريل 1993.
- 3 - المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 34 الصادر في 23 ماي 1993 (معل ومتم).
- 4 - الأمر رقم 22/95 المؤرخ في 26 أوت 1995 المتعلق بخصخصة المؤسسات العمومية، الجريدة الرسمية عدد 48 الصادر في 3 سبتمبر 1995 (ملغى).
- 5 - تتمثل هذه الضغوطات في الاتفاقيات التي أبرمتها الجزائر مع الهيئات المالية الدولية لإعادة جدولة ديونها الخارجية مقابل شروط تفرضها هذه الهيئات، منها اتفاقية ستاند باي لسنة 1994.

دخلت الإصلاحات الاقتصادية مرحلة ثانية مع بداية سنة 2000، بإدخال مفهوم الضبط الاقتصادي، عن طريق خلق هيئات إدارية مستقلة كلفت كل منها بقطاع مستقل⁽¹⁾. مست هذه الإصلاحات السوق المالية، التي تم إعادة النظر فيها بموجب القانون رقم 04/03⁽²⁾. أكد هذا القانون على صلاحية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، في سن ما تراه مناسباً من نصوص في سبيل تنظيم قطاعها. مما أدى إلى خلق قواعد مهنية جديدة بجانب القواعد التشريعية والتنظيمية، فتعددت مصادر قانون الأسواق المالية وتشعبت بين المصادر التشريعية التنظيمية والاتفاقية، مما جعله فرعاً قانونياً مستقلاً بذاته، خاصة وأنه ينظم قطاعاً جد حساس ومهم للاقتصاد الوطني.

كان من المفروض أن يصاحب خصوصية الاقتصاد، خصوصية للقانون، أي أن انسحاب الدولة من الحقل الاقتصادي بصفة عامة ومن السوق المالية بصفة خاصة، كان يجب أن يترجم بانسحاب وسائل تدخلها المتمثلة في القانون العام. تاركا المجال للقانون الخاص بمصادره التشريعية الصادرة عن السلطة التشريعية والتنظيمية الصادرة عن المهنيين المكلفين بإدارة وتسيير القطاع.

يعود سبب اختيار هذا الموضوع لتقديمه كأطروحة دكتوراه، إلى التزايد اللامتناهي للنصوص القانونية المؤطرة للسوق المالية بمختلف مصادرها التشريعية والتنظيمية، حتى صارت تشكل فرعاً قانونياً مستقلاً يستحق الدراسة. مع ذلك لم يحظ هذا الموضوع باهتمام القانونيين به معتقدين أن السوق المالية موضوع اقتصادي بحت. فقلّت الدراسات القانونية المهمة بهذا الموضوع.

يستمد هذا الموضوع أهميته من أهمية السوق المالية في حد ذاتها، إذ صارت القلب النابض للاقتصاد في كل الدول مهما كانت إيديولوجيتها. لذا تسارعت هذه الأخيرة إلى توفير المناخ القانوني المناسب لها، الذي يضمن حماية السوق بصفة خاصة والاقتصاد بصفة عامة، كما يضمن حماية المدخرين والمستثمرين في هذه السوق ويعزز ثقتهم فيها.

1 - مع أن فكرة الهيئات الإدارية المستقلة ظهرت قبل ذلك بكثير بإنشاء المجلس الأعلى للإعلام الذي أسس بموجب القانون رقم 07/90 المؤرخ في 03 أفريل 1990، المتعلق بالإعلام، الجريدة الرسمية عدد 14 الصادر في 04 أفريل 1990، الذي سرعان ما تم حله.

2 - القانون رقم 04/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 11 الصادر في 19 فيفري 2003.

تظهر أصالة هذا الموضوع في عدم الأخذ بفكرة الضبط الاقتصادي للسوق المالية الجزائرية كفكرة بديهية مسلم بها، إنما أطرحها للنقاش من زاوية قانونية أبحث فيها عن الوسائل التي اتخذتها الدولة لضبط هذه السوق، سواءً على مستوى أجهزتها، أو على مستوى نشاطها. لأن الدولة لم تسلم بفكرة أن الضبط لا يكون إلا بقواعد قانونية خاصة ومتخصصة.

يتمحور موضوع هذه الأطروحة حول النظام القانوني الذي يحكم السوق المالية الجزائرية، الذي ستنتم الإجابة من خلاله على إشكالية أساسية هي: ما هي طبيعة القواعد القانونية التي تحكم السوق المالية الجزائرية ؟ خاصة أن الدولة أخضعت هذه السوق لفكرة الضبط الاقتصادي التي تقتضي مرافقة القطاع بقواعد القانون الخاص، أي أنها أظهرت نية التحول من دولة متدخلة إلى دولة ضابطة، وذلك في إطار برنامج وطني يرمي إلى خوصصة الاقتصاد.

للإجابة على هذه الإشكالية، يجب البحث في خصوصية القواعد التي تنظم أجهزة السوق المالية في الباب الأول من البحث وهي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها باعتبارها سلطة ضبط السوق المالية (الفصل الأول)، ثم في خصوصية القواعد المنظمة لكل من أجهزة إدارة السوق وأجهزة الاستثمار فيها (الفصل الثاني). يخصص الباب الثاني من هذه الدراسة للتغلغل في نشاط السوق وعملياته بدراسة كيفية تنظيم نشاط السوق الأولية (الفصل الأول)، ثم كيفية تنظيم نشاط السوق الثانوية (الفصل الثاني).

الباب الأول

التنظيم القانوني لأجهزة السوق المالية

تيقنت الدولة بأنها ليست بالضرورة الشخص المناسب لتنظيم السوق المالية⁽¹⁾. نظرا لدقة وتعقيد نشاطها وحاجتها لكفاءات وتخصص لا تملكهما السلطة التشريعية ولا الإدارة التقليدية. إدارة واجهت أكبر تحدي حينما حاولت تسيير الأسواق المالية، فأثبتت عجزها بتنظيمها لها بأساليبها التقليدية المألوفة. لذا فوُضت هذه المهمة إلى المهنيين الذين لطالما فرضوا وجودهم بقوة في الساحة المالية.

فوضت سلطة تنظيم السوق المالية لصالح الهيئة الإدارية المستقلة المسماة بلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التي عرفت لاحقا بسلطة ضبط السوق المالية. زودت هذه الأخيرة بسلطات غير اعتيادية تمكنها من تنظيم السوق عن طريق سن القواعد القانونية المنظمة لها، رقابة المتعاملين فيها قبل وبعد دخولهم في السوق، ورقابة المنتجات المالية. كما تتمتع بسلطة قمعية وردعية تطبقها على المخالفين للنصوص التشريعية والتنظيمية التي تحكم السوق.

أنشأت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بموجب المادة الثالثة من المرسوم التشريعي رقم 10/93⁽²⁾. المعدلة بموجب القانون رقم 04/03، تتمثل مهمتها في تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسر خاصة على:

- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للادخار.
- السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها⁽³⁾.

1 - « ... L'Etat a compris très tôt qu'il n'était pas nécessairement le meilleur agent pour réglementer les marchés financiers... ».

AIDAN Pierre, Droit des marchés financiers. Réflexions sur les sources, op.cit, p 69.

2 - التي نصت على ما يلي: « تشمل بورصة القيم المنقولة على الهيئتين الآتيتين:

لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تشكل سلطة سوق القيم المنقولة وتدعى في صلب النص "اللجنة" ... ».

3 - المادة 30 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدلة بموجب القانون رقم 04/03، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

زودت اللجنة بسلطات تسمح لها بأداء مهامها على أحسن وجه وبتنظيم قانوني مختلف عن تنظيم الإدارة التقليدية (الفصل الأول).

تستعين سلطة الضبط هذه بأجهزة متخصصة في إدارة وتسيير عمليات السوق المالية. أجهزة تعمل تحت رقابة اللجنة، تتولى إحداها إدارة حصص البورصة سماها المشرع بشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وتتولى الأخرى تسوية العمليات المنجزة، تعرف باسم المؤتمن المركزي على السندات. أجهزة يكتنف تنظيمها القانوني الكثير من الغموض، فهي شركات خاصة لكنها خاضعة لقواعد غير مألوفة في القانون الخاص. تتعامل أجهزة إدارة السوق المالية مع المصدرين والمستثمرين في القيم المنقولة، المؤسساتيين والأفراد الذين ينوب عنهم في تسيير توظيفاتهم وسطاء في عمليات البورصة، وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (الفصل الثاني).

الفصل الأول

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

سلطة ضبط السوق المالية

اختلف الفقهاء في تعريف مصطلح الضبط⁽¹⁾، إلا أنهم اتفقوا على أنه ضرورة حتمية يجب على الدول تبنيها لتنمية أسواقها وتفتحها على الأسواق العالمية. عرفه الأستاذ "جوبارت JOBART" كما يلي: « الضبط هو الشكل الجديد للقانون الذي يسعى بوسائل مرنة إلى حث، توجيه وملائمة السلوك الاجتماعي في مجال يجب فيه التوفيق بين مصالح متعارضة لضمان نوع من الاستقرار⁽²⁾، فالهدف من الضبط هو تحقيق الاستقرار وضمان السير الجيد⁽³⁾ ».

يرى الأستاذ "زوايمية" من جهته أن الضبط ما هو إلا طريقة جديدة لتدخل الدولة، التي انتقلت من ميكانيزمات الرقابة إلى أشكال جديدة من التدخل والتي تسمى بالضبط. فبعد أن كانت دولة حارسة، أصبحت دولة ضابطة⁽⁴⁾. خلافاً لما يمكن فهمه من عبارة انسحاب الدولة من الحقل الاقتصادي، فإن الانتقال من اقتصاد تديره الدولة إلى اقتصاد يديره السوق، سيكون

1 - أول ما ظهر مصطلح الضبط لم يكن في المجال الاقتصادي، إنما كان في المواد العلمية الدقيقة، كالفيزياء والكيمياء والعلوم الطبيعية والبيولوجية الطبيعية. عرف هذا الضبط كما يلي:

« La régulation désigne alors le fait d'agir sur un système complexe et d'en coordonner les actions afin d'en maintenir l'équilibre, de l'adaptation aux circonstances et d'en obtenir un fonctionnement en égard aux finalités ».

هو التعريف الذي قدمه الأستاذ "LAVOISIER"، ذكر في المرجع التالي:

TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op.cit, p 20.

2 - « La régulation est une nouvelle forme du droit visant, entre autre par des procédés souples de négociation, incitation et adaptation, à orienter les comportements sociaux dans un domaine où il faut concilier des intérêts contradictoires afin d'assurer une certaine stabilité ».

JOBART. J.CH, « Essai de définition du concept de régulation : de l'histoire des sciences aux usages du droit ». Revue de la recherche juridique, N° 1, 2004, p 33.

3 - CALANDRI Laurence, Recherche sur la notion de régulation en droit administratif Français. Edition, L.G.D.J, Paris, 2008, p 54.

4 - ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie. Edition Houma, Alger, 2005, p 5.

ZOUAIMIA Rachid, « De l'Etat interventionniste à l'Etat régulateur, l'exemple Algérien », Revue critique de droit et de science politique, n° 1, 2008, p 7.

بالضرورة بخلق أساليب جديدة للتدخل الدولة الذي يمكن تلخيصه في مصطلح الضبط⁽¹⁾. يعود تغير دور الدولة في تنظيم اقتصادها إلى عدة أسباب منها:

- السبب الأول هو عولمة الاقتصاد وتفتح الأسواق المالية على الأسواق العالمية، مما أضعف دور الدولة في تنظيم الأسواق بوسائلها الفردية التقليدية⁽²⁾.
- السبب الثاني هو أن الضبط قائم على فكرة تحقيق التوازن الذي لا يتحقق إلا بوسائل مغايرة عن الوسائل التقليدية⁽³⁾.
- أما عن السبب الأخير هو أن تدخل الإدارة بمفهومها التقليدي أصبح مرفوضا خاصة مع المكانة التي احتلتها القواعد الخاصة في تنظيم الأسواق المالية⁽⁴⁾.

سايرت الجزائر ركب الضبط الاقتصادي، بخلق هيئات ضبط تضبط كل منها قطاعاً خاصاً بها. كان ذلك على سبيل التقليد لما وصلت إليه الدول المتقدمة دون أدنى مراعاة لخصوصية الاقتصاد الجزائري. أدى ذلك إلى اختلاف التنظيم القانوني لهذه الهيئات، الأمر الذي أظهر فشل الجزائر في تبني سياسة ضبطية موحدة في جميع القطاعات.

أولت مهمة ضبط السوق المالية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التي أنشئت بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93. أعاد القانون رقم 03-04 تنظيم السوق، بإعادة تكييف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها واعتبارها سلطة ضبط مستقلة⁽⁵⁾، لها صلاحية سن القاعدة القانونية وتنظيم السوق بقواعد مهنية، لتخرج بذلك عن التصنيف التقليدي للهيئات الإدارية. تتمتع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها باستقلالية جد محدودة تجاه الجهاز التنفيذي، الأمر الذي أثر على طبيعتها القانونية وطبيعة القواعد المنظمة لها (المبحث الأول). كما أثر في كيفية ممارستها للسلطات المخولة لها قانوناً (المبحث الثاني).

1 - « Contrairement à ce que laisse suggérer le mythe du retrait ou du désengagement de l'Etat de la sphère économique, le passage d'une économie de marché s'opère au moyen de la mise en œuvre de nouvelles formes de l'intervention de l'Etat, que l'on résume sous le pavillon de la notion de régulation. » ZOUAIMIA Rachid, Les instruments juridiques de la régulation économique en Algérie. Edition Belkeise, Alger, 2012, p 5.

2 - « La globalisation de l'économie, rend moins pertinente une réflexion purement nationale affaiblissant l'Etat qu'en est le maître d'œuvre. » ARNAUD A.J, « De la régulation par le droit à l'heure de la globalisation, quelques observations critiques ». Revue droit et société, N° 35, 1997, p 11. aussi dans le même sens : FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Définition du droit de la régulation ». Recueil DALLOZ, Paris, 2004, p 126.

3 - « La régulation est bâtie sur l'idée d'équilibre, la recherche de cet équilibre implique des modes d'actions différents de ceux habituellement en vigueur ». TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op.cit, p 25.

4 - AIDAN Pierre, Droit des marchés financiers, réflexion sur les sources, op.cit, p 55.

5 - نصت على ذلك المادة 20 من القانون رقم 04/03 المتعلق ببورصة القيم المنقولة السابق ذكره.

المبحث الأول

أثر محدودية استقلالية اللجنة على القواعد المنظمة لها

انتقدت هيئات الضبط القطاعية من حيث محدودية استقلاليته، عن السلطات التقليدية للدولة، خاصة السلطة التنفيذية. فهي أجهزة إدارية يفترض أن تكون مختلفة عن الإدارة الكلاسيكية، لما تتطلبه من تخصص في تسيير وإدارة قطاعات حساسة وتقنية بطبيعتها، إلا أنها لم تحصل على تلك الاستقلالية المنشودة.

نصب المشرع الجزائري لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على هرم السوق المالية، وأوكل لها مهمة السهر على حماية السوق وحماية المستثمرين والمدخرين فيها، بضمان سيرها الجيد. لتنفيذ مهامها على أحسن ما يرام، خول لها المشرع عدة صلاحيات وسلطات تسمح لها بتنظيم السوق ومراقبتها، بكل استقلالية عن السلطة التنفيذية. نظراً لما لهذه الاستقلالية من أثر بالغ الأهمية على القواعد المنظمة للجنة والقواعد الصادرة عنها.

تظهر استقلالية اللجنة في مظاهر عدة يُذكر منها:

♦ **الطابع الجماعي والمختلط لتركيبية اللجنة:** تتشكل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مثلها مثل معظم السلطات الإدارية المستقلة - ما عدا هيئة وسيط الجمهورية - من تركيبة جماعية. حيث أن البحث عن التعددية في التركيبة والسعي إلى خلق توازن مستمر يقود بالضرورة إلى الرفع من عدد الأعضاء. تعتبر صفة الجماعية أحد العوامل المدعمة للاستقلالية، فمن شأنها خلق نوع من التوازن بين تأثير مصالح مختلف السلطات والجهات التي يعين من بينها أعضاء الطاقم، كما أنها تضمن إجراء مداولات جماعية حول مواضيع حساسة دون أن تنفرد جهة ما بالنفوذ وسلطة التأثير في قرارات اللجنة مما يضمن الموضوعية والجدية⁽¹⁾.

♦ **التنوع في سلطة الاقتراح:** يعين أعضاء اللجنة حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي. بعد اقتراحهم من طرف جهات مختلفة تتمثل في كل من وزير العدل، الوزير المكلف بالمالية، الوزير المكلف بالتعليم العالي، محافظ بنك الجزائر، المصفي الوطني للخبراء،

1 - زوار حفيظة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية مستقلة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون العام، فرع الإدارة المالية، كلية الحقوق، بن عكنون، الجزائر، 2004، ص 15.

المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين⁽¹⁾. التنوع من سلطة الاقتراح يخفف من حدة التبعية لجهة واحدة. رغم هذا التنوع، إلا أن تركيز سلطة التعيين في يد رئيس الحكومة، من شأنه أن يحد من هذه الاستقلالية⁽²⁾.

♦ **نظام التنافي:** تتنافى وظيفة رئيس اللجنة، أو عضو من أعضائها مع ممارسة أية وظيفة أخرى سواء كانت عمومية أو خاصة أو أي نشاط مهني أو إنابة انتخابية. بالإضافة إلى عدم امتلاك الأعضاء لمصالح شخصية في البورصة بصفة مباشرة أو غير مباشرة⁽³⁾. أخضعت المادة 24 من المرسوم رقم 93-10 رئيس اللجنة لنظام تنافي نسبي غير مطلق، إذ سمحت له بممارسة أنشطة التعليم والإبداع الفني، دون أن تشير المادة إلى إخضاع عضو من أعضاء اللجنة للتنافي لا التام ولا النسبي⁽⁴⁾.

♦ **تحديد مدة نيابة الرئيس والأعضاء:** يعين رئيس اللجنة وأعضائها لمدة نيابية تدوم 4 سنوات⁽⁵⁾. يعتبر تحديد مدة انتداب رئيس اللجنة وأعضائها من بين إحدى الركائز الهامة والمعتمد عليها لإبراز الاستقلالية، فتحديد المدة النيابية يساعد الرئيس والأعضاء على ممارسة مهامهم بكل موضوعية وحيادية، دون الخوف من عزل السلطة المعينة لهم.

توحي هذه العناصر بالاستقلالية العضوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، إلا أن مظاهر التبعية تكمن في ذات عناصر الاستقلالية وفي غيرها من النقاط التي تبين التبعية العضوية للجهاز التنفيذي (المطلب الأول)، والتبعية الوظيفية له (المطلب الثاني).

1 - المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدلة بموجب القانون رقم 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

2 - حذري سمير، "السلطات الإدارية المستقلة وإشكالية الاستقلالية"، مداخلة ملقاء ضمن أشغال الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، المنظم من طرف كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية بجامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، أيام 23 و 24 ماي 2007، ص 48.

3 - تنص المادة 24 من المرسوم التشريعي رقم 99-10 السابق ذكره على ما يلي: « يمارس رئيس اللجنة مهمته كامل الوقت وهي تتنافى مع أية إنابة انتخابية أو وظيفة حكومية أو ممارسة وظيفة عمومية أو نشاط آخر باستثناء أنشطة التعليم والإبداع الفني ».

4 - ZOUAIMIA Rachid, « Les fonctions répressives des autorités administratives indépendantes statuant en matière économique », *Revue IDARA*, N° 28, 2004, p 125.

5 - المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدلة والمتمة بموجب القانون رقم 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

المطلب الأول

التبعية العضوية للجنة للجهاز التنفيذي

تتمتع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها باستقلالية عضوية وهمية تجاه السلطة التنفيذية. إن اختيار عبارة وهمية الاستقلالية العضوية اختيار مبرر، نظرا لوجود بعض مظاهر الاستقلالية، التي تظهر من خلال عناصر التشكيلة العضوية للجنة. لكنها عناصر مظهرية مغالطة لدارس الطبيعة القانونية للجنة. بحيث أنها سرعان ما تندثر وتستر وراء تبعية مؤكدة للسلطة التنفيذية، لتبقى مظاهر الاستقلالية هذه كسائر قواعد القانون الاقتصادي، مجرد قواعد تزيينية توشي بوجود استقلالية اللجنة، استجابة لمقتضيات سياسية لا غير. تظهر التبعية العضوية للجنة للجهاز التنفيذي عند تدخل الحكومة في تشكيلها (الفرع الأول)، خاصة عند مقارنة كيفية تعيين رئيسها وأعضائها مع باقي سلطات الضبط الأخرى (الفرع الثاني).

الفرع الأول

تدخل الحكومة في تشكيل اللجنة

نص المشرع الجزائري في المادة 21 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، على التشكيلة التالية للجنة:

- رئيس معين لمدة نيابية تدوم أربع سنوات⁽¹⁾.
- قاضي يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.
- عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسبها في المجال المالي أو المصرفي أو البورصي⁽²⁾.

عدلت هذه التشكيلية بموجب القانون رقم 03-04 وصارت كما يلي:

- رئيس يعين لمدة نيابية تدوم أربع سنوات⁽³⁾.
- قاضي يقترحه وزير العدل.

1 - المادة 21 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 السابق ذكره.

2 - المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 السابق ذكره.

3 - المادة 21 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 السابق ذكره.

- 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 المصفي الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين⁽¹⁾.

تستدعي دراسة التبعية العضوية للجنة للسلطة التنفيذية، التوقف عند كيفية تعيين رئيسها وأعضائها (أولاً)، والتطرق إلى الغموض الذي يكتنف تحديد المدة النيابية لهؤلاء (ثانياً). كما تظهر هذه التبعية من حيث النظام القانوني المطبق على مستخدميها (ثالثاً).

أولاً - تعيين رئيس اللجنة وأعضائها:

تتشابه تشكيلة اللجنة في النصين القديم والجديد من الناحية الكمية، فكلاهما تحوي رئيساً وستة أعضاء، لكنهما تختلفان من حيث نوعية وصفة الأعضاء. تختلف التشكيلتان في أغلب الأعضاء، ماعدا القاضي الذي يقترحه وزير العدل والعضو الذي يقترحه محافظ بنك الجزائر. كما تقلصت نسبة تمثيل الأشخاص المعنوية المصدرة للقيم المنقولة من عضوان في التشكيلة الأولى إلى عضو واحد في التشكيلة الثانية.

سكت كلا النصان عن طبيعة هذا التمثيل، وهو تمثيل ديمقراطي أي بانتخاب هذا العضو من طرف زملائه من المسيرين للأشخاص المعنوية المصدرة للقيم، أم يكون باقتراح من وزير المالية. الأغلب هو ترجيح الفرضية الثانية، لأن سكوت المشرع عن ذلك يجعل اقتراح هذا العنصر منوط بوزير المالية. خصوصاً وأن الممثل الثاني لهذه الأشخاص المعنوية في التشكيلة الأولى عوض بعضو يقترحه وزير المالية دون تحديد لصفته.

يسجل اختلاف آخر في التشكيلتان يخص العضوان اللذان يعينان لما لهما من خبرة اكتسباها في المجال المالي والبورصي أو المصرفي، اللذان نص عليهما المرسوم التشريعي رقم 10-93. تم تحديدهما بوضوح في القانون رقم 04-03 بحيث تحدد مجال خبرتهما، فالأول يتمثل في الأستاذ الجامعي الذي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي، أما الثاني فهو عضو يقترحه المصفي الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين. أمر

1 - المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 المعدلة بموجب القانون رقم 04-03.

يحتسب للقانون الجديد، نظراً لما للمحاسبة من دور هام وأساسي في تنفيذ وتسوية عمليات البورصة بصفة خاصة وكل عمليات السوق المالية بصفة عامة.

يعين الرئيس لمدة نيابية تدوم أربع سنوات، تحدد شروط تعيينه وإنهاء مهامه ووضعه القانوني عن طريق التنظيم⁽¹⁾. صدر هذا التنظيم بموجب المرسوم التنفيذي رقم 175/94⁽²⁾ الذي حدد الوضع القانوني لرئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشروط تعيين أعضائها⁽³⁾.

يتخذ قرار تعيين رئيس اللجنة بموجب مرسوم تنفيذي في مجلس الحكومة، بناءً على اقتراح الوزير المكلف بالمالية، أمر يحد من استقلالية اللجنة، باعتبار أعلى هرمها تابع وخاضع للحكومة التي سيكون لها الولاء والطاعة لما لها من فضل في تعيينه من جهة، من جهة أخرى فإن الحكومة لا تعين شخصاً ما في منصب عالٍ إن لم يكن من أتباعها ومساندي سياستها وإيديولوجيتها. يتنافى ذلك مع ما يرجى من رئيس هيئة ضبط، الذي يجب أن يتمتع بالاستقلالية تجاه الحكومة سواءً في تحديد السياسة العامة للقطاع أو اتخاذ القرارات وفقاً للمعطيات الاقتصادية، ولما تقتضيه مصلحة السوق والمدخرين والمستثمرين فيه على حد سواء.

نصت المادة السادسة من المرسوم التنفيذي رقم 94-175 على تعيين أعضاء اللجنة، بموجب قرارات فردية صادرة عن وزير المالية. وإن اختلفت الوسيلة التي تتخذها الحكومة في تعيين الرئيس الذي يكون بموجب مرسوم تنفيذي يتخذ في مجلس الحكومة، وتعيين الأعضاء الذي يكون بموجب قرار انفرادي يتخذه وزير المالية⁽⁴⁾، إلا أن النتيجة نفسها وهي خضوع الهيئة برئيسها وأعضائها للحكومة.

ثانياً - غموض تحديد مدة الانتداب وإنهائها:

يعتبر تحديد مدة انتداب رئيس اللجنة وأعضائها وانتهاء نيابتهم، معياراً أساسياً لقياس مدى

-
- 1 - المادة 21 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة السابق ذكره.
 - 2 - المرسوم التنفيذي رقم 94-175 المؤرخ في 13 يونيو 1994، المتضمن تطبيق المواد 21، 22 و 29 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 41، الصادر في 1994/06/26.
 - 3 - المادة الأولى من المرسوم التنفيذي رقم 94-175 المذكور أعلاه.
 - 4 - إذ نصت المادة 6 من المرسوم التنفيذي رقم 94-175 على ما يلي: « يعين أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بقرار من الوزير المكلف بالمالية بحسب التوزيع المحدد في المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 93-11 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ».

استقلالية هذه الهيئة⁽¹⁾. أمور سيتم تقييمها من خلال هذه الدراسة باستعراض الوضع في القانون الجزائري والقوانين المقارنة.

أ - تحديد المدة النيابية:

يعين رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لمدة نيابية تدوم أربع سنوات بموجب مرسوم تنفيذي يتخذ في مجلس الحكومة. إذا كان تحديد المدة النيابية لرئيس هيئة ما دليل على استقلاليته، فإن استقلالية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مؤكدة، نظرا لتحديد عهدة رئيسها بأربع سنوات. هذا هو الانطباع الأول الذي تتركه المادة 21 من المرسوم التشريعي 10-03 والمادة 2 من المرسوم التنفيذي رقم 94-175 عند قراءتها للوهلة الأولى⁽²⁾. عدم تحديد المدة النيابية للرئيس يجعله عرضة للتبعية المطلقة للسلطة التي عينته من جهة، ومن جهة أخرى فهو عرضة للعزل في أي وقت من قبل السلطة نفسها. وعليه سيعمل على كسب رضاها بشتى الوسائل بما فيها تبنيه لسياستها بدلاً من السياسة التي تقتضيها مصلحة السوق المالية.

تحديد المدة النيابية لرئيس اللجنة كاد يكون مكسبا حقيقيا يدعم استقلاليته، لو صرح القانون بعدم قابليتها للتجديد. أمر تعمد المشرع إغفاله والسكوت عنه وتركه لمحض السلطة التقديرية للجهاز التنفيذي. أمام غياب نص صريح يمنع تجديد عهدة الرئيس، يجوز للحكومة تجديدها إن شاءت ذلك. مما يدفع بالرئيس إلى المبالغة في ولائه للحكومة التي إذا رضيت عنه جددت عهده، مما يضعف استقلالية اللجنة.

يمارس أعضاء اللجنة مهامهم خلال مدة نيابية تدوم أربع سنوات⁽³⁾ قابلة للتجديد كل سنتين⁽⁴⁾. يتم ذلك بإنهاء مهام نصف الأعضاء بعد سنتين من الممارسة، ليعوضوا بأعضاء

1 - ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, op.cit, p 104.

2 - تنص المادة 21 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة على ما يلي: « يعين الرئيس لمدة نيابية تدوم أربع سنوات ».

تحدد شروط تعيين رئيس اللجنة وإنهاء مهامه ووضع القانوني عن طريق التنظيم ».

صدر هذا التنظيم بموجب المرسوم التنفيذي رقم 94-175 السابق ذكره، فنصت المادة 2 منه على ما يلي: « يعين رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لمدة نيابية تدوم أربع سنوات بمرسوم تنفيذي يتخذ في مجلس الحكومة، بناءً على اقتراح الوزير المكلف بالمالية ».

3 - المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

4 - المادة 23 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

آخرين، في حين يواصل النصف المتبقي المدة النيابية كاملة لغاية السنة الرابعة. ما عاد الإنهاء الأولي، فإن هذه الطريقة تسمح لجميع الأعضاء بالبقاء مدة أربع سنوات لا غير.

يحفظ هذا الأسلوب في التجديد نوعاً ما على استقرار اللجنة، بحيث أن بقاء نصف الأعضاء سيساعد الأعضاء الجدد على مواصلة العمل مع الطقم القديم والاستفادة من خبرتهم لينقلوا بدورهم هذه الخبرة للأعضاء الجدد. إذا كان هذا الأسلوب يضمن الاستقلالية لأعضاء اللجنة، فإنه يبقى دون جدوى، أمام تبعية هرم اللجنة ألا وهو رئيسها للسلطة التنفيذية.

اتخذ المشرع الجزائري موقفاً مخالفاً لنظيره الفرنسي، الذي جعل عهدة رئيس المجمع تدوم خمس سنوات غير قابلة للتجديد، في حين حدد عهدة الأعضاء بخمس سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة على أن تجديد الأعضاء يكون مرة كل ثلاثين شهراً⁽¹⁾ ماعدا ممثل بنك فرنسا ورئيس المجلس الوطني للمحاسبة⁽²⁾. أما عن لجنة العقوبات فرئيسها ينتخب من بين القضاة الأربعة وأعضاءها يعينون لمدة نيابية تدوم 5 سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة⁽³⁾. أما التشريع المصري فهو نموذج لا يحتذى به من جانب استقلالية الهيئة العامة لسوق المال، إذ أنها هيئة عامة كما تدل عليها تسميتها وتابعة تبعية مطلقة لوزير الاقتصاد، حسب ما نصت عليه المادة الأولى من القرار رقم 520 لسنة 1989 والمادة 42 من القانون رقم 95-92 المتعلق بالسوق المالية، وعليه فإن العهدة النيابية لرئيس الهيئة ولأعضائها لن تغير من أمر تبعيتها شيئاً، ومع ذلك نص المشرع على جعل عهدة الرئيس ونائبه تدوم ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وستنتين قابليتين للتجديد لبقية الأعضاء⁽⁴⁾.

سعى المشرع الأمريكي جاهدًا لتحقيق هذه الاستقلالية بجعل عهدة كل من الرئيس والأعضاء تدوم خمس (5) سنوات. على أن يستبدل واحد منهم كل سنة في الفاتح من شهر جوان، وذلك للأسباب التي سبق شرحها⁽⁵⁾.

1 - Art L 621-2 - 9 du code monétaire et financier « *La durée du mandat du président est de cinq ans à compter de sa nomination. Ce mandat n'est pas renouvelable... Selon des modalités définies par décret en conseil d'état, le collège est renouvelé par moitié tous les trente mois. La durée du mandat est décomptée à partir de la date de la première réunion de collège* ».

2 - عهدة هذين العضوين هي ستة (6) سنوات غير قابلة للتجديد.

لمزيد من التفاصيل :

BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers..., op.cit, p 246.

3 - Art L 621-2 - 4 du code monétaire et financier.

4 - المادة 45 من القانون رقم 95-92 المنظم لسوق المال المصري.

5 - CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers..., op.cit, p 17.

ب - إنهاء العهدة النيابية:

لم يشر المشرع الجزائري إلى إمكانية إنهاء مهام أعضاء اللجنة قبل انقضاء عهدهم، يرجع ذلك إلى أسلوب التجديد المذكور آنفاً. يتضح أن المشرع لا يرغب في إنهاء مهامهم أثناء عهدهم النيابية، حيث أنه لو أراد ذلك لنص عليه صراحة كما نص عليه بشأن الرئيس. فالمادة 3 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 تنص على إمكانية عزل رئيس اللجنة قبل نهاية عهده وذلك في حالتين هما:

- في حالة ارتكاب الرئيس لخطأ مهني جسيم.
- أو لظروف استثنائية تعرض رسمياً على الحكومة⁽¹⁾.

تركت كلتا الحالتين لتقدير السلطة التنفيذية، التي تقرر مدى اعتبار الخطأ المرتكب من قبل الرئيس جسيماً يستدعي عزله، وهي التي تقدر الظروف الاستثنائية التي تقتضي عزله. وما هذا إلا دليلاً آخر على تحكم الحكومة في زمام اللجنة عن طريق سيطرتها التامة على رئيسها بداية من تعيينه إلى غاية عزله. فإن أبدى الرئيس ولاءً وطاعةً للحكومة بقي في منصبه وقد تجدد عهده، وإن خرج عن طوعها أو عاد سياستها تعرض للعزل قبل انتهاء عهده تحت لواء الخطأ الجسيم أو الظروف الاستثنائية.

ثالثاً - النظام القانوني المطبق على مستخدمي اللجنة:

يمكن الاستعانة بالنظام القانوني الذي يخضع له مستخدمي اللجنة لاستظهار طبيعة القواعد التي تحكم هذه الأخيرة. تتأكد استقلالية اللجنة بإخضاع مستخدميها لقواعد القانون الخاص أي قانون العمل، أو تتأكد تبعيتها بإخضاعهم لقواعد القانون العام أي قانون الوظيفة العمومي.

أ - وظيفة رئيس اللجنة وظيفته علياً في الدولة:

تصنف وظيفة رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وظيفته علياً في الدولة⁽²⁾. يجعل هذا التصنيف رئيس اللجنة خاضعاً لقواعد الوظيفة العمومي، بالتالي للقانون العام. إلا

1 - تنص المادة 3 من المرسوم التنفيذي رقم 94-175 المتضمن تطبيق المواد 21، 22 و 29 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة على ما يلي: « تنهى مهام الرئيس بنفس الطريقة ».

غير أنه لا يمكن أن تنتهي مهامه أثناء ممارسته النيابية إلا في حالة ارتكاب لخطأ مهني جسيم أو لظروف استثنائية تعرض رسمياً في مجلس الحكومة».

2 - تنص على ذلك المادة 4 من المرسوم التنفيذي رقم 94-175 المذكور أعلاه.

أن المادة 5 من المرسوم التنفيذي رقم 175/94 منحت صلاحية تحديد مرتب الرئيس للجنة ذاتها⁽¹⁾. أمام هذا الوضع يمكن القول أن علاقة الرئيس باللجنة علاقة عقدية يحكمها قانون العمل. طبق المشرع قاعدة مغايرة بشأن رئيس مجلس المنافسة، الذي اعتبر وظيفته وظيفة عليا في الدولة. يمارس هو وسائر الأعضاء مهامهم كامل الوقت لقاء أجور مماثلة لأجور الموظفين السامين في الدولة⁽²⁾.

ب - إخضاع بقية الأعضاء والمستخدمين للعلاقة العقدية أي القانون الخاص:

لم يكيف المشرع بقية أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بالموظفين السامين في الدولة كما فعل بشأن أعضاء مجلس المنافسة، إنما أخضعهم مباشرة للعلاقة العقدية في قانون العمل. تاركاً للجنة صلاحية تحديد الوضعية القانونية لمستخدميها⁽³⁾، فأصدرت اللجنة نظاماً بشأن ذلك⁽⁴⁾. ثم أكد على صلاحيتها في تحديد مقياس أجور مستخدميها في نظامها الداخلي⁽⁵⁾.

1 - تنص المادة 5 من المرسوم التنفيذي رقم 94-175 المذكور أعلاه، على ما يلي: « يحدد مرتب رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بلائحة تصدرها اللجنة وفقاً للمادة 29 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم ».

2 - تنص المادة 5 من المرسوم التنفيذي رقم 11-241 المؤرخ في 10 جويلية 2011، الذي يحدد تنظيم مجلس المنافسة وسيره، الجريدة الرسمية عدد 39، الصادر في 13 جويلية 2011، على ما يلي: « يصنف مديرو المجلس وتدفع أجورهم استناداً إلى الوظيفة العليا للدولة، كمدير في الإدارة المركزية بالوزارة، ويصنف رؤساء المصالح وتدفع أجورهم استناداً إلى المنصب العالي لرئيس مكتب الإدارة المركزية بالوزارة ».

كما نصت المادة الثالثة من المرسوم التنفيذي رقم 12/204 المؤرخ في 6 ماي 2012 الذي يحدد نظام أجور أعضاء مجلس المنافسة والأمين العام والمقرر العام والمقررين، الجريدة الرسمية عدد 29، الصادر في 6 ماي 2012، على ما يلي: « يعتبر رئيس وأعضاء مجلس المنافسة أعضاء دائمون يمارسون مهامهم كامل الوقت ويتقاضون أجوراً كالأجور التي يتقاضاها الأمين العام والمدير العام في الإدارة المركزية للوزارة ».

صدر استدراك بشأن هذا النص في الجريدة الرسمية عدد 41، الصادر في 15/07/2012، أما بقية الأعضاء فيتقاضون تعويضاً قدره 50000 دج بالنسبة لنائبي الرئيس، و40000 دج بالنسبة لبقية الأعضاء المادة 4 من المرسوم التنفيذي رقم 12/204، المذكور أعلاه.

3 - المادة 29 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 السابق ذكره.

4 - تنص المادة 7 من نظام اللجنة رقم 2000-03 المؤرخ في 28 سبتمبر 2000 المتضمن تنظيم وسير المصالح الإدارية والتقنية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجريدة الرسمية عدد 8، الصادر في 31 ديسمبر 2001 على ما يلي: « تحدد رواتب المستخدمين وتصنيفهم بقرار من الرئيس بعد استشارة اللجنة ».

5 - l'article 31 du règlement intérieur de la COSOB « Conformément à l'article 6 du décret n° 94-175 du 13 juin 1994, les membres de la commission bénéficient d'un régime indemnitaire qui sera arrêté par la commission »

الفرع الثاني

مقارنة الاستقلالية العضوية للجنة بقريناتها من سلطات الضبط الأخرى

تهدف هذه المقارنة إلى تقييم موقف المشرع الجزائري إزاء سلطات الضبط القطاعية. موقف يتسم بعدم الثبات والاستقرار، إذ لم يوحد المشرع كيفية تعيين رئيس وأعضاء هيئات الضبط⁽¹⁾. سيتضح هذا الموقف بعد استعراض حال كل هيئة على حدى، والبحث عن خلفيات هذا الموقف.

أولاً - مقارنتها بهيئات الضبط القطاعية الوطنية:

أ - مقارنتها بمجلس المنافسة:

يؤدي مجلس المنافسة وظيفة أساسية تتمثل في تنظيم وضبط المنافسة في السوق. تقتضي وظيفة الضبط تزويد المجلس بنظام قانوني خاص ومتميز يسمح له بالتدخل الفعال كلما تعرضت المنافسة للتقييد والعرقلة⁽²⁾. من أجل تحقيق هذه الفعالية تم تشكيل المجلس وتنظيمه على نحو خاص، وتم تزويده بصلاحيات واسعة بموجب الأمر رقم 95-06 المتعلق بالمنافسة⁽³⁾. كان المجلس يتكون من 12 عشر عضوا يعينهم رئيس الجمهورية بناءً على اقتراح من الوزير المكلف بالعدل والوزير المكلف بالتجارة⁽⁴⁾ لمدة خمس سنوات قابلة للتجديد⁽⁵⁾ ويعين رئيس المجلس من بين القضاة الذين مارسوا أو يمارسون وظائفهم إما في المحكمة العليا أو مجلس

1 - تواتي نصيرة، المركز القانوني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري تيري وزو 2005، ص 25.

2 - كتو محمد الشريف، الممارسات المنافية للمنافسة في القانون الجزائري، دراسة مقارنة بالقانون الفرنسي، أطروحة لنيل درجة دكتوراه دولة في القانون، فرع القانون العام، كلية الحقوق، جامعة تيزي وزو، 2004، ص 243.

3 - الأمر رقم 95-06 المؤرخ في 25 يناير سنة 1995 المتعلق بالمنافسة، الجريدة الرسمية عدد 9 الصادر بتاريخ 22 فبراير 1995. (ملغى).

4 - جاءت هذه التشكيلة في نص المادة 29 من الأمر رقم 95-06 المتعلق بالمنافسة وهي كما يلي:

« ... يتكون مجلس المنافسة من اثني عشر (12) عضوا من الأصناف التالية:

1 - خمسة (5) أعضاء عملوا أو يعملون في المحكمة العليا أو في جهات قضائية أخرى أو في مجلس المحاسبة بصفة قاضي أو عضو.

2 - ثلاثة (3) أعضاء يختارون من بين الشخصيات المعروفة بكفاءتها في الميدان الاقتصادي أو ميدان المنافسة والاستهلاك.

3 - أربعة (4) أعضاء يختارون من بين المهنيين الذين اشتغلوا أو يشتغلون في قطاعات الإنتاج أو التوزيع أو في النشاطات الحرفية أو الخدمات أو المهن الحرة ».

5 - المادة 30 من الأمر رقم 95-06 المتعلق بالمنافسة.

المحاسبة أو هيئة قضائية أخرى⁽¹⁾.

ألغيت أحكام الأمر رقم 95-06 بموجب الأمر رقم 03-03⁽²⁾ الذي جاء بتكليف جديد لمجلس المنافسة⁽³⁾ وبتشكيلة جديدة⁽⁴⁾. لم يحدد الأمر رقم 03-03 صفة الرئيس كما فعله الأمر رقم 95-06، أما عن تعيينه وتعيين بقية الأعضاء فيكون لمدة 5 سنوات قابلة للتجديد بموجب مرسوم رئاسي يوقعه رئيس الجمهورية.

عدل الأمر رقم 03-03 بموجب القانون رقم 08-12⁽⁵⁾، الذي كيف المجلس لأول مرة بسلطة إدارية مستقلة. لكنها استقلالية مظهرية تخفي تبعية المجلس للوزير المكلف بالتجارة⁽⁶⁾. كما عدل تشكيلة المجلس التي صارت كما يلي:

1- ستة (06) أعضاء يختارون من ضمن الشخصيات والخبراء الحائزين على الأقل على شهادة الليسانس أو شهادة جامعية ماثلة، أو خبرة مهنية لمدة ثماني (8) سنوات على الأقل في المجال القانوني و/أو الاقتصادي، والتي لها مؤهلات في مجالات المنافسة والتوزيع والاستهلاك وفي مجال الملكية الفكرية.

- 1 - المادة 31 من الأمر رقم 95-06 المتعلق بالمنافسة.
- 2 - الأمر رقم 03-03 المؤرخ في 19 جويلية 2003 المتعلق بالمنافسة، الجريدة الرسمية عدد 43، الصادر في 20 جويلية 2003. معدل ومتمم.
- 3 - أسبغ المشرع على المجلس صفة الاستقلالية وجعله يتمتع بالشخصية المعنوية، فتنص المادة 23 من الأمر رقم 03/03 على ما يلي: « تنشأ لدى رئيس الحكومة سلطة إدارية تدعى في صلب النص مجلس المنافسة، تتمتع بالشخصية القانونية والاستقلال المالي » وإن كان الاستقلال المالي قد سبق وأن منح للمجلس من خلال المادة 16 من الأمر رقم 95-06 التي نصت على: « ينشأ مجلس المنافسة يكلف بترقية المنافسة وحمايتها، يتمتع مجلس المنافسة بالاستقلال المالي والإداري ». الجديد الذي جاء به الأمر رقم 03-03 هو منح الشخصية المعنوية للمجلس لا غير، إذ يبقى المجلس بعيد عن الاستقلالية المنشودة والدليل على ذلك أنه سلطة إدارية عادية تنشأ لدى رئيس الحكومة.
- 4 - صار المجلس يتكون من تسعة أعضاء ينتمون للفئات الآتية:
 - 1 - عضوان (2) يعملان أو عملا في مجلس الدولة، أو في المحكمة العليا أو في مجلس المحاسبة بصفة قاضي أو مستشار.
 - 2 - سبعة (7) أعضاء يختارون من ضمن الشخصيات المعروفة بكفاءتها القانونية أو الاقتصادية أو في مجال المنافسة والتوزيع والاستهلاك، من ضمنهم عضو يختار بناءً على اقتراح الوزير المكلف بالداخلية.
- المادة 24 من الأمر رقم 03-03 المتعلق بالمنافسة.
- 5 - القانون رقم 08-12 المؤرخ في 25 جوان 2008، المعدل والمتمم للأمر رقم 03-03 المؤرخ في 19 جويلية 2003 المتعلق بالمنافسة، الجريدة الرسمية عدد 36، الصادر في 2 جويلية 2008.
- 6 - تنص المادة 09 من القانون رقم 08-12 المعدلة للمادة 23 من الأمر رقم 03-03 على ما يلي: « تنشأ سلطة إدارية مستقلة تدعى في صلب النص مجلس المنافسة تتمتع بالشخصية القانونية والاستقلال المالي، توضع لدى الوزير المكلف بالتجارة ».

- 2- أربعة أعضاء يختارون ضمن المهنيين المؤهلين الممارسين أو الذين مارسوا نشاطات ذات مسؤولية والحائزين لشهادات جامعية ولهم خبرة مهنية مدة خمس (5) سنوات على الأقل في مجال الإنتاج والتوزيع والحرف والخدمات والمهن الحرة.
- 3- عضوان (2) مؤهلان يمثلان جمعيات حماية المستهلكين.

أبقى القانون رقم 05/10⁽¹⁾ على تشكيلة المجلس نفسها مضيفاً فقرة رابعة يسمح فيها لأعضاء مجلس المنافسة ممارسة وظائفهم بصفة دائمة. يظهر جليا أن المجلس حظي بما لم تحظ به لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، فـ رئيس الجمهورية هو من يعين رئيسه وأعضائه عكس اللجنة التي يتولى ذلك رئيس الحكومة. إلا أن تركيز سلطة الاقتراح والتعيين في يد رئيس الجمهورية، ليس من شأنه أن يضمن الاستقلالية المرجوة⁽²⁾. أما عن العهدة النيابية، فهي قابلة للتجديد بالنسبة لرئيس وأعضاء المجلس في حين هي غير قابلة للتجديد بالنسبة لرئيس اللجنة.

ب - مقارنتها بمجلس النقد والقرض:

- أنشأ مجلس النقد والقرض بموجب القانون رقم 90-10⁽³⁾، الذي كلفه بإدارة بنك الجزائر وجعل منه السلطة النقدية للدولة⁽⁴⁾. يتشكل المجلس من سبعة (7) أعضاء هم:
- المحافظ رئيسا، يعينه رئيس الجمهورية.
 - 3 نواب المحافظ، يعينهم رئيس الجمهورية.
 - 3 موظفون سامون يعينهم رئيس الحكومة⁽⁵⁾.

1 - القانون رقم 05-10 المؤرخ في 15 أوت 2010، المعدل والمتمم للأمر رقم 03-03 المؤرخ في 19 جويلية 2003 المتعلق بالمنافسة، الجريدة الرسمية عدد 46، الصادر في 18 أوت 2010.

2 - « La concentration du pouvoir de nomination entre les mains du président de la république n'est pas de nature à assurer une quelconque autonomie de cet organe à l'égard du pouvoir exécutif. A ce titre et afin que l'autorité administrative soit véritablement indépendante, il y a lieu de songer à l'éclatement du pouvoir de désignation dont doivent bénéficier, à côté du président de la république, l'assemblée nationale, le conseil de la nation le conseil national économique et social (CNES). Ce à quoi il faut ajouter que le président du conseil devrait être élu par les membres de l'organe ».

ZOUAIMIA Rachid, Droit de la régulation économique, op.cit, p 77

3 - قانون رقم 90-10، مؤرخ في 14 أفريل 1990، يتعلق بالنقد والقرض معدل ومتمم، الجريدة الرسمية عدد 16، الصادر في 18 أفريل 1990.

4 - وذلك بعدما كانت السلطة النقدية مشنتة بين البنك المركزي، ووزير المالية والخزينة العمومية لمزيد من التفاصيل:

AIT OUAZZOU Zaina, L'étendue de l'indépendance de la banque d'Algérie, Mémoire pour l'obtention du magister en Droit, option : Droit des affaires, Faculté de droit, université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2005, p 83.

5 - يعوضهم 3 مستخلفين يعينون مسبقا بموجب مرسوم تنفيذي يصدره رئيس الحكومة، وذلك طبقا للمادة 32 من القانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقرض السابق ذكره.

أُضيف إلى هذه التشكيلة ثلاثة أعضاء آخرين بمناسبة تعديل قانون النقد والقرض لسنة 2001⁽¹⁾، يعينهم رئيس الجمهورية نظراً لخبرتهم وكفاءتهم في المجال المالي والاقتصادي، ثم انتقص منهم عضو فصاروا 9 أعضاء بدلاً من 10، وذلك بموجب الأمر رقم 03-11⁽²⁾. الجديد في هذا الأمر هو استحواذ رئيس الجمهورية على صلاحية تعيين جميع أعضاء المجلس. أما عن التعديل الأخير الذي صدر بموجب الأمر رقم 04-10⁽³⁾، فلم يغير شيئاً في تشكيلة المجلس.

يختلف أسلوب تعيين أعضاء المجلس عن أسلوب تعيين أعضاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إذ تتفرد الحكومة بتعيين رئيس وأعضاء اللجنة، في حين يتقاسم هذه المهمة كل من رئيس الحكومة ورئيس الجمهورية بشأن تعيين رئيس وأعضاء المجلس إلى غاية صدور الأمر رقم 11/03 أين عادت صلاحية التعيين كلها لرئيس الجمهورية بمفرده. أمر يوحى باستقلالية أكبر لدى المجلس مقارنة باللجنة، ومع ذلك يرى الأستاذ زوايمية أن تركيز سلطة التعيين في يد رئيس الجمهورية ما هو إلا مظهر من مظاهر تركيز السلطة الذي يتسم به الحكم الحالي⁽⁴⁾. للضمان الفعلي للاستقلالية، يجب توزيع سلطة الاقتراح والتعيين على كل من رئيس الجمهورية، المجلس الشعبي الوطني، مجلس الأمة، والجمعية المهنية للمصرفين الجزائريين⁽⁵⁾.

ج - مقارنتها باللجنة المصرفية:

استحدث المشرع الجزائري إلى جانب مجلس النقد والقرض، جهاز رقابي للنشاط المصرفي يتمثل في اللجنة المصرفية. جعل قانون النقد والقرض رقم 90-10 اللجنة المصرفية،

1 - الأمر رقم 01-01 المؤرخ في 7 فيفري 2001 المعدل والمتمم للقانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية عدد 14، لسنة 2001.

2 - الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003، المتعلق بالنقد والقرض، الصادر في الجريدة الرسمية عدد 52، لسنة 2003، معدل ومتمم.

3 - الأمر رقم 04-10 المؤرخ في 16 أوت 2010 يعدل ويتمم الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية عدد 50، الصادر في 01 سبتمبر 2010.

4 - « A la lumière de ces données, on remarque que le Président de la République dispose d'un véritable monopole dans la nomination des membres du conseil. Il s'agit là à l'évidence d'une pratique ancrée dans un système marqué depuis le premier mandat du président Bouteflika, par une concentration du pouvoir de nomination des agents de l'Etat entre les mains du chef de l'Etat ».

ZOUAÏMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, op.cit, pp 23 – 24.

5 - Ibid, pp 24 – 25.

الجهاز المحوري لضبط النشاط المصرفي لتحل بذلك محل الإدارة التقليدية في مراقبة البنوك والمؤسسات المالية⁽¹⁾. أمام غياب تكييف قانوني صريح للجنة المصرفية، بحث الفقه في طبيعة هذا الجهاز، فمنهم من وصفه بهيئة شبه قضائية⁽²⁾، ومنهم من انتهى إلى وصفها بهيئة إدارية، لكونها تختص بالسهر على تطبيق النصوص التشريعية والتنظيمية التي تحكم المهنة المصرفية⁽³⁾.

تتشكل اللجنة المصرفية بموجب القانون 90-10 من:

- المحافظ الرئيسي يعينه رئيس الجمهورية.
- قاضيان ينتدبان من المحكمة العليا يقترحهما الرئيس الأول لهذه المحكمة بعد استطلاع رأي المجلس الأعلى للقضاة.
- عضوان يتم اختيارهما نظرا لكفاءتهما في الشؤون المصرفية والمالية⁽⁴⁾.

بغض النظر عن المحافظ الذي يعينه رئيس الجمهورية، يتمتع رئيس الحكومة بسلطة تعيين باقي الأعضاء، الأمر الذي اختلف تماما مع صدور الأمر رقم 03-11، إذ ينفرد رئيس الجمهورية بسلطة تعيين الرئيس وباقي الأعضاء، مع الإشارة أن الأمر رقم 03-11 الذي أضاف عضوا ثالثا بدلا من عضوين ذوي الكفاءة في الشؤون المصرفية⁽⁵⁾. إذا كانت إرادة المشرع من وراء جعل سلطة التعيين منوطة برئيس الجمهورية هو ضمان لاستقلالية اللجنة، فإن هذه الاستقلالية تندثر مع التشكيلة الجديدة التي أتى بها الأمر رقم 10-04⁽⁶⁾ وهي كالتالي:

- المحافظ رئيسا.
- ثلاثة أعضاء يختارون بحكم كفاءتهم في المجال المصرفي والمالي والمحاسبي.
- قاضيان ينتدبان من المحكمة العليا، ويختاره رئيسها الأول، وينتدب الثاني من مجلس الدولة ويختاره رئيس المجلس بعد استشارة المجلس الأعلى للقضاة.

1 - دموش حكيمة، المركز القانوني للجنة المصرفية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة تيزي وزو، 2006، ص 3.

2 - DIB Said, « La nature du contrôle Juridictionnel des actes de la commission bancaire en Algérie », Revue du conseil d'Etat, N° 3, 2003, p 124.

3 - ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, op.cit, p 61.

4 - المادة 144 من القانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقرض السابق ذكره.

5 - المادة 106 من الأمر رقم 03-11 المتعلق بالنقد والقرض.

6 - المادة 08 من الأمر رقم 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010 التي تعدل المادة 106 من الأمر رقم 03-11 المتعلق بالنقد والقرض، السابق ذكره.

- ممثل عن مجلس المحاسبة يختاره رئيس المجلس من بين المستشارين الأولين.
- ممثل عن الوزير المكلف بالمالية.

لم يعدل النص الجديد صلاحية تعيين أعضاء اللجنة، بل احتفظ بها رئيس الجمهورية. لكن إقحام ممثل عن الحكومة في هذه التشكيلة من شأنه أن يحد من استقلالية اللجنة. إذا كان سحب اختصاص التعيين من الحكومة لضمان استقلالية اللجنة تجاه هذه الأخيرة، فإنها تعود بقوة وتدخل اللجنة من باب واسع. وجود ممثل للحكومة داخل اللجنة من شأنه أن يؤثر على هذه الاستقلالية، خاصة وأن هذا العضو كباقي الأعضاء يتمتع بحق التصويت على قرارات اللجنة⁽¹⁾.

يستخلص في الأخير أن استقلالية كلا من اللجنتين المصرفية ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة محدودة. وإن انفردت اللجنة المصرفية بإبعاد الحكومة من تعيين أعضائها، إلا أنها تتدخل بوجه جديد عن طريق وجود ممثل لها داخل اللجنة. أمر لا نجده في لجنة البورصة لكن بالمقابل تسيطر الحكومة على صلاحية تعيين كل من رئيس وأعضاء اللجنة.

د - مقارنتها بلجنة ضبط الكهرباء والغاز:

كان قطاع الكهرباء والغاز في الجزائر منظم بموجب القانون رقم 85-07⁽²⁾ الذي اسند تسيير هذا القطاع لشركة سونلغاز ومنحها احتكارا تاما له. بصور القانون رقم 02-01⁽³⁾ حرر القطاع من احتكار شركة سونلغاز وفتح على المنافسة الحرة⁽⁴⁾، إذ صار باستطاعة أشخاص طبيعيين أو معنويين خاضعين للقانون العام أو الخاص ممارسة النشاطات المتعلقة بإنتاج الكهرباء ونقلها وتوزيعها وتسويقها ونقل الغاز وتوزيعه وتسويقه بواسطة القنوات⁽⁵⁾.

أنشأ القانون رقم 02-01 لجنة ضبط قطاع الكهرباء والغاز، كلفت بضمان احترام التنظيم

- 1 - تنص المادة 107 المعدلة والمتممة بموجب المادة 10 من الأمر رقم 10-04 على ما يلي: « تتخذ قرارات اللجنة المصرفية بالأغلبية وفي حالة تساوي عدد الأصوات يكون صوت الرئيس مرجحا ».
- 2 - القانون رقم 85-07 المؤرخ في 06 أوت 1985 والمتعلق بإنتاج الطاقة الكهربائية ونقلها والتوزيع العمومي للغاز، الجريدة الرسمية عدد 33، الصادر في 7 أوت 1985.
- 3 - القانون رقم 02-01 المؤرخ في 5 فيفري 2002، المتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز بواسطة القنوات، الجريدة الرسمية عدد 08، الصادر في 05 فيفري 2002.
- 4 - عسالي عبد الكريم، "لجنة ضبط قطاع الكهرباء والغاز"، مداخلة لمقابلة في الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي الذي نظمته كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية بجامعة عبد الرحمان ميرة ببيجاية، أيام 23 - 24 ماي 2007، المطبوعة في أعمال الملتقى، ص 153.
- 5 - المادة الأولى من القانون رقم 02-01 المتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز بواسطة القنوات السابق ذكره.

التقني والاقتصادي والبيئي، وحماية المستهلكين وشفافية إبرام الصفقات وعدم التمييز بين المتعاملين. كيفت هيئة مستقلة تتمتع بالشخصية القانونية والاستقلال المالي⁽¹⁾، تقوم بإدارة اللجنة لجنة مديرة، تستعين بمديريات متخصصة للقيام بمهامها على أكمل وجه⁽²⁾. تتشكل اللجنة المديرة من رئيس وثلاثة مديرين يتم تعيينهم بمرسوم رئاسي بناءً على اقتراح الوزير المكلف بالطاقة⁽³⁾.

يتولى رئيس الجمهورية تعيين رئيس وأعضاء هذه الهيئة خلافاً للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لكن هذه المرة تدخل الرئيس مظهر شكلي لا غير، ولا دليل على الاستقلالية العضوية للجنة الكهرباء والغاز نظراً لتدخل الحكومة في هذا التعيين والممثلة في وزير الطاقة المكلف باقتراح الأعضاء الذين سيقون شاكرين لمعرفه، بالتالي تابعين له.

هـ - مقارنتها بسلطة ضبط البريد والمواصلات:

حددت القواعد المتعلقة بالبريد والواصلات السلكية واللاسلكية بموجب القانون رقم 03-2000⁽⁴⁾ الذي جعل هذا النشاط خاضعاً لرقابة الدولة التي تسهر على إنشاء واستغلال مختلف خدمات البريد والمواصلات، لضمان استمرارية وانتظام الخدمات المقدمة للجمهور مع احترام قواعد المنافسة المشروعة بين المتعاملين وتجاه المرتفقين.

تتمثل خصوصية هذا القانون في تكريس احتكار الدولة للقطاع⁽⁵⁾، وبغية تنظيم وتأطير هذا القطاع، أنشأت سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي⁽⁶⁾ أوكلت لها مهام دقيقة حددت في المادة 13 من القانون ذاته.

تتشكل أجهزة سلطة الضبط من مجلس ومدير عام، ويتشكل المجلس بدوره من سبعة أعضاء من بينهم رئيس يعين من قبل رئيس الجمهورية، وإن كان هذا المدير لا يملك صوتاً انتخابياً في مداولات المجلس بل يكتفي بإبداء آراء استشارية⁽⁷⁾.

1 - المادة 112 من القانون رقم 01-02 المذكور أعلاه.

2 - المادة 116 من القانون رقم 01-02 المذكور أعلاه.

3 - المادة 117 من القانون رقم 01-02 المذكور أعلاه.

4 - القانون رقم 03-2000 المؤرخ في 5 أوت 2000 يحدد القواعد العامة المتعلقة بالبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية، الجريدة الرسمية عدد 48، الصادر في 6 أوت 2000. المعدل بموجب القانون رقم 24-06 المؤرخ في 26 ديسمبر 2006، المتضمن قانون المالية لسنة 2007، الصادر في الجريدة الرسمية عدد 85، الصادر في 27 ديسمبر 2006.

5 - المواد 5، 6، 7 من القانون رقم 03-2000 المذكور أعلاه.

6 - المادة 10 من القانون رقم 03-2000 المذكور أعلاه.

7 - المواد من 14 إلى 19 من القانون رقم 03-2000 المذكور أعلاه.

يلاحظ أنه على خلاف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي يعين أعضاؤها من قبل رئيس الحكومة، فإن لجنة ضبط البريد والمواصلات كسابقتها من الهيئات يعين أعضائها من قبل رئيس الجمهورية. لكن شتان بين تدخل رئيس الجمهورية في تعيين الأعضاء والاستقلالية المنشودة للهيئة، وإن كان القانون صرح بها في المادة 10 منه. إلا أن المادة 11 من القانون نفسه تذهب بهذه الاستقلالية في مهبط الريح عندما تخضع أعمال هذه الهيئة لرقابة الدولة.

و - مقارنتها بسلطة ضبط القطاع المنجمي:

صدر القانون رقم 10-01⁽¹⁾ لتنظيم أنشطة المنشآت الجيولوجية⁽²⁾ والبحث المنجمي⁽³⁾ واستغلال المواد المعدنية المتحجرة⁽⁴⁾. تمارس صلاحيات السلطة العمومية المتعلقة بأنشطة المنشآت الجيولوجية والبحث والاستغلال المنجمي، من قبل الوزارة المكلفة بالمناجم. يركز نشاط الدولة على ما يلي:

- الإدارة المكلفة بالمناجم والتي تتولى إعداد السياسة الوطنية المتعلقة بالبحث والاستغلال المنجميين والسهر على تنفيذها، تقترح وتعد وتنفذ القوانين والنصوص التنظيمية المتعلقة بالنشاطات المنجمية بصفة انفرادية أو بالتعاون مع الدوائر الوزارية الأخرى. كما تتسق وتراقب نشاطات الدولة والأجهزة العمومية المتعلقة بالبحث والاستغلال المنجمي.

تسهر الدولة على ضمان السير الحسن لهذه النشاطات، فأنشأت وكالتين هما:

♦ الوكالة الوطنية للممتلكات المنجمية.

♦ الوكالة الوطنية للجيولوجيا والمراقبة المنجمية.

1 - القانون رقم 10-01 المؤرخ في 3 جويلية 2000 المتضمن قانون المناجم، الجريدة الرسمية عدد 35، الصادر في 4 جويلية 2001.

2 - تعتبر أشغالا لمنشآت جيولوجية، الاشغال التي تهدف إلى اكتساب معلومات أساسية عن الأرض وعن باطنها، لاسيما عن طريق التخریط الجيولوجي، وباشتراك علوم البيولوجيا، الجيوديزيا، الجيوفيزياء، الجيوكيميا.

المادة 10 من القانون رقم 10-01 المذكور أعلاه.

3 - ينقسم البحث المنجمي إلى مرحلتين هما التنقيب المنجمي والاكتشاف المنجمي.

يعتبر تنقيبا منجميا الفحص الطبوغرافي والجيولوجي والجيوفيزيائي، والتعرف على المواقع والأبحاث الأخرى الأولية للمعادن المتواجدة على سطح الأرض من أجل تحديد الصفات المعدنية والخصائص الجيولوجية للأرض.

يعتبر استكشافا منجميا، إنجاز الدراسات الجيولوجية والجيوفيزيائية المتعلقة بالبيئة الجيولوجية الباطنية والاشغال التنقيبية، والحفر السطحي والتنقيب والحفر وتحليل الصفات الفيزيائية والكيميائية للمعادن ودراسة الجدوى الاقتصادية لتطوير المكنم ووضع حيز الإنتاج.

المواد 14 و15 من القانون رقم 10-01 المذكور أعلاه.

4 - يعتبر استغلالا للمواد المعدنية كل نشاط يتمثل في الأشغال التحضيرية لتهيئة عمليات الاستخراج و/أو تركيز المواد المعدنية وتثمينها. المادة 16 من القانون رقم 10-01 المذكور أعلاه.

كيف المشرع هاتان الوكالتان صراحة بوصف السلطة الإدارية⁽¹⁾، وحد وصفهما كما وحد تشكيلتهما، فزود كل منهما بمجلس إدارة وأمين عام. يتكون المجلس في كلتا الوكالتين من خمسة أعضاء منهم الرئيس الذي يعينه رئيس الجمهورية بناءً على اقتراح من الوزير المكلف بالمناجم. يتبادر إلى الذهن تساؤل حول مدى كفاية وصف هاتان الهيئتان بسلطة إدارية مستقلة كي تكون بالحق كذلك، وهل يكفي تدخل رئيس الجمهورية لتعيين رئيسيهما وأعضائهما للجزم باستقلاليتيهما؟

لم تحظ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لا بوصف سلطة إدارية مستقلة ولا بشرف تعيين رئيس الجمهورية لأعضائها. وإن كان هذان المعياران لا يفيدان استقلاليتها بشيء خاصة وإن المشرع أخضع هاتان الوكالتان صراحة لرقابة الدولة. الدليل على ذلك، هو أن النص على الوكالة الوطنية للممتلكات المنجمية الذي جاء في القسم الأول من الفصل الثالث من القانون، والوكالة الوطنية للجيولوجيا والمراقبة المنجمية الذي جاء في الفصل الثالث نفسه المعنون بالأجهزة الأخرى للدولة. اعتبار هاتان الوكالتان أجهزة من أجهزة الدولة، يجعلهما سلطات إدارية كالهيئات الإدارية التقليدية بعيدة كل البعد عن الاستقلالية عن باقي أجهزة الدولة خاصة منها السلطة التنفيذية⁽²⁾.

ز - مقارنتها بلجنة الإشراف على التأمينات:

تأخر المشرع في ضبط نشاط التأمينات بالمقارنة مع النشاط المالي والبورصي، فأبقاه تحت سيطرة الوزير المكلف بالمالية، لغاية صدور الأمر رقم 95-07 أين عرف القطاع تفتحا ملحوظا على الخواص بعدما كان حكرا على الشركات العامة⁽³⁾.

كان يجب انتظار صدور القانون رقم 06-04⁽⁴⁾ لإنشاء سلطة تضبط القطاع وهي لجنة الإشراف على التأمينات. أسس هذا القانون لجنة الإشراف على التأمينات بموجب المادة 26 منه، التي عدلت المادة 209 من الأمر رقم 95-07، وجاء نصها كما يلي:

« تعدل المادة 209 من الأمر رقم 95-07 المؤرخ في 25/01/1995 والمذكور أعلاه، وتحذر كما يلي: تنشأ لجنة الإشراف المكلفة بالتأمينات لدى وزارة التأمينات.

1 - المواد 44 و 45 من القانون رقم 01-10 المتعلق بالمناجم، السابق ذكره.

2 - ZOUAIMIA Rachid, « Les agences de régulations dans le secteur des hydrocarbures ou les mutation institutionnelles en matière de régulation économique », *Revue Idara*, n° 39, 2010, p45 et suite.

3 - ZOUAIMIA Rachid, *droit de la régulation Economique*, op.cit, p 97.

4 - القانون رقم 06-04 المؤرخ في 20 فيفري 2006 المعدل والمتمم للأمر رقم 95-07 المؤرخ في 25 جانفي 1995 المتعلق بالتأمينات، الجريدة الرسمية عدد 15 الصادرة في 12 مارس 2006 (نشر استدراك هذا القانون في الجريدة الرسمية عدد 27، الصادر في 26 أفريل 2006).

تمارس رقابة الدولة على نشاط التأمين وإعادة التأمين من طرف لجنة الإشراف على التأمينات المذكورة أعلاه ...».

لم يصف هذا النص أي وصف على هذه اللجنة ولم يعتبرها صراحة لا هيئة إدارية مستقلة ولا هيئة ضبط كما فعله مع غيرها، لذا تضاربت الآراء في محاولات تكييفها لتتصب في الأخير في مصب واحد، هو اعتبار هذه اللجنة سلطة إدارية مستقلة مع التحفظ بشأن استقلاليتها⁽¹⁾.

تتكون اللجنة من خمسة أعضاء من بينهم الرئيس يتم اختيارهم بالنظر إلى كفاءتهم ولا سيما في مجال التأمين والقانون والمالية. يعين رئيسها بموجب مرسوم رئاسي بناءً على اقتراح من الوزير المكلف بالمالية⁽²⁾، يتم تعيين باقي الأعضاء بالطريقة نفسها⁽³⁾، وهم:

- قاضيين تقترحهما المحكمة العليا.

- ممثل عن الوزير المكلف بالمالية.

- خبير في ميدان التأمينات.

لا يكفي اسناد مهمة تعيين رئيس وأعضاء اللجنة لرئيس الجمهورية لضمان استقلالية هذه الأخيرة، وإن كان ذلك مكسبا بالمقارنة مع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. إلا أن وجود ممثل عن الحكومة في تشكيلتها لدليل على تبعيتها للسلطة التنفيذية.

ح - مقارنتها بالهيئة الوطنية للوقاية من الفساد ومكافحته:

يعتبر الفساد من أخطر الظواهر التي تهدد المجتمعات في جميع أوجه الحياة، سواء كانت

1 - إرزيل الكاهنة، دور لجنة الإشراف على التأمينات في ضبط سوق التأمين، مداخلة ملقاة في الملتقى الوطني حول سلطات الضبط في المجال الاقتصادي والمالي، المنظم من طرف كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية بجامعة عبد الرحمان ميرة، يومي 23 - 24 ماي 2007، ص 113. أسبغت الباحثة الطابع الشبه القضائي على اللجنة انطلاقا من تغليب المشرع للقضاة في العنصر البشري المكون لها. ثم عادت ونفت صفة الشبه القضائية على اللجنة لجعلها ذات طابع إداري أكثر مما هو شبه قضائي. رأي انتهت إليه الباحثة أوديع نادية التي ترى أن اللجنة تتسم بطابع إداري كونها تتمتع بمواصفات الإدارة التقليدية التي تنتمي إلى السلطة التنفيذية خاصة منها صلاحية اتخاذ قرارات إدارية.

: أوديع نادية، صلاحيات سلطة الضبط في مجال التأمين (لجنة الإشراف على التأمين) مداخلة ملقاة في الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، المنظم من طرف كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية بجامعة عبد الرحمان ميرة، يومي 23 - 24 ماي 2007، ص 125.

وإن كان الأستاذ زوايمية يرفض اعتبارها هيئة إدارية تقليدية نظرا لإفلاتها من السلطة الرئاسية والوصائية التقليدية.

Droit de la régulation économique, op.cit, p 100 et 102.

ZOUAIMIA Rachid, « Le statut juridique de la commission de supervision des assurances », revue Idara, n° 31, 2006, pp 11-12.

2 - المادة رقم 209 مكرر 1 من القانون رقم 95-07 والدرجة بموجب القانون رقم 06-04، السابق ذكره.

3 - المادة 209 مكرر 2 من القانون رقم 95-07 والدرجة بموجب القانون رقم 06-04 السابق ذكره.

سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية. تفتشت هذه الظاهرة لتصبح عابرة للحدود الوطنية، لذا ظهرت ضرورة تكاثف الجهود للتصدي لها ومكافحتها⁽¹⁾. ترجمت هذه الجهود بإبرام عدة اتفاقيات دولية وإقليمية، صادقت الجزائر على بعضها وهي: اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الفساد بنيويورك⁽²⁾، واتفاقية الاتحاد الإفريقي لمنع الفساد المعتمدة في مابوتو⁽³⁾. ألزمت هذه الاتفاقيات الدول الأطراف فيها على اتخاذ جميع الإجراءات اللازمة للمساهمة في رقابة الفساد ومكافحته، منها ضرورة وضع نصوص قانونية وطنية تحدد إطار ذلك، وإنشاء هيكل وأجهزة ترمي إلى تنفيذ السياسة الوطنية والدولية في مكافحة الفساد⁽⁴⁾.

كرست الجزائر هذا الالتزام بموجب القانون رقم 06-01 المتعلق بالوقاية من الفساد ومكافحته، الذي أنشأ الهيئة الوطنية للوقاية من الفساد ومكافحته⁽⁵⁾. وصف القانون هذه الهيئة بسلطة إدارية مستقلة، بنص المادة 18 التي جاءت كما يلي: « **الهيئة سلطة إدارية مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، توضع لدى رئيس الجمهورية تحدد تشكيلة الهيئة وتنظيمها وكيفية سيرها عن طريق التنظيم** »⁽⁶⁾.

تتشكل الهيئة الوطنية للوقاية من الفساد ومكافحته بناءً على المادة الخامسة من المرسوم الرئاسي رقم 06-13، من سبعة أعضاء من بينهم الرئيس. يعينون من بين الشخصيات الوطنية المستقلة والممثلة للمجتمع المدني نظراً لاختصاصاتهم وكفاءاتهم. وذلك بمرسوم رئاسي لمدة

- 1 - شيخ ناجية، "المركز القانوني للهيئة الوطنية للوقاية من الفساد ومكافحته"، مداخلة ملقاة خلال الملتقى حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، جامعة بجاية، أيام 23 - 24 ماي 2007، ص 902.
- 2 - مرسوم رئاسي رقم 04-128 المؤرخ في 19 أفريل 2004، يتضمن التصديق بتحفظ على اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الفساد المعتمدة من قبل الجمعية العامة للأمم المتحدة يوم 31 أكتوبر 2003، الجريدة الرسمية عدد 26، الصادر في 25 أفريل 2004.
- 3 - مرسوم رئاسي رقم 06-137 مؤرخ في 10 أفريل 2006، يتضمن التصديق على اتفاقية الاتحاد الإفريقي لمنع الفساد ومكافحته المعتمدة بمابوتو بتاريخ 11 جويلية 2003، الجريدة الرسمية عدد 24، الصادر في 16 أفريل 2006.
- 4 - تنص اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الفساد في مادتها السادسة فقرة أولى على ما يلي: « **تكفل كل دولة طرف وفقاً للمبادئ الأساسية لنظامها القانوني وجود هيئة أو هيئات، حسب الاقتضاء تتولى منع الفساد ...** ».
- 5 - قانون رقم 06-01 مؤرخ في 20 فيفري 2006 يتعلق بالوقاية من الفساد ومكافحته، الجريدة الرسمية عدد 14، الصادرة في 8 مارس 2006، المعدل والمتمم بموجب الأمر رقم 10-05 المؤرخ في 26 أوت 2010، الجريدة الرسمية عدد 50، الصادر في 01 سبتمبر 2010.
- 6 - التنظيم الذي أحالتنا إليه المادة 18 من القانون رقم 06-01 هو المرسوم الرئاسي رقم 06-413 المؤرخ في 22 نوفمبر 2006، يحدد تشكيلة الهيئة الوطنية للوقاية من الفساد ومكافحته وتنظيمها وكيفية سيرها، الجريدة الرسمية عدد 74، الصادر في 22 نوفمبر 2006.

خمس سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة. لمساعدة اللجنة على حسن تسيير شؤونها وأداء أفضل لمهامها، زودت بأمانة عامة وهيكل إدارية، منها مجلس اليقظة والتقييم، مديرية الوقاية والتحسيس، ومديرية التحاليل والتحقيقات⁽¹⁾.

ركز المشرع على استقلالية هذه الهيئة ومنح لها ضمانات خاصة وردت في المادة 19 من القانون رقم 01-06⁽²⁾، إلا أنها استقلالية وهمية، سواء من الناحية العضوية أو الوظيفية⁽³⁾. تتساوى بذلك مع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وإن اختلفتا في أسلوب تعيين أعضائهما. عدل القانون رقم 01-06 بموجب الأمر رقم 05-10⁽⁴⁾ الذي عوض الهيئة الوطنية لمكافحة الفساد بالديوان المركزي لقمع الفساد⁽⁵⁾ كما تم القانون القديم بباب ثالث مكرر معنون بالديوان المركزي لقمع الفساد. نصت المادة 24 مكرر منه على ما يلي:

« ينشأ ديوان مركزي لقمع الفساد يكلف بمهمة البحث والتحري عن جرائم الفساد.

تحدد تشكيلة الديوان وتنظيمه وكيفية سيره عن طريق التنظيم ».

لم يصدر هذا التنظيم بعد، لكن يظهر من تسمية الديوان المركزي على أن إرادة المشرع ذهبت إلى اعتبار هذا الجهاز الجديد هيئة إدارية مركزية كباقي الهيئات المركزية التقليدية، في

1 - المواد من 10 إلى 13 من المرسوم الرئاسي رقم 06-413 السابق الذكر.

2 - تنص المادة 19 من القانون رقم 01-06 على ما يلي:

« تضمن استقلالية الهيئة بوجه خاص عن طريق اتخاذ التدابير الآتية:

1 - قيام الأعضاء والموظفين التابعين للهيئة المؤهلين للاطلاع على معلومات شخصية وعموما على أية معلومات ذات طابع سري، بتأدية اليمين الخاص بهم قبل استلام مهامهم، تحدد صيغة اليمين عن طريق التنظيم.

2 - تزويد الهيئة بالوسائل البشرية والمادية اللازمة لتأدية مهامها.

3 - التكوين المناسب والعالي المستوى لمستخدميها.

4 - ضمان أمن وحماية أعضاء وموظفي الهيئة من كل أشكال الضغط أو التهريب أو الإهانة أو الشتم أو الاعتداء

مهما يكن نوعه التي قد يتعرضون لها أثناء أو بمناسبة ممارستهم لمهامهم ».

3 - ZOUAIMIA Rachid, Droit de la régulation économique, op.cit, pp 134 – 140.

4 - الأمر رقم 05-10 المؤرخ في 26 أوت 2010 يتم القانون رقم 01-06 مؤرخ في 20 فيفري 2006 ويتعلق بالوقاية من الفساد ومكافحته. الجريدة الرسمية عدد 50 الصادر في 1 سبتمبر 2010.

5 - تنص المادة 2 من الأمر رقم 05-10 على ما يلي:

« تتم المادتان 2 و9 من القانون رقم 01-06 المؤرخ في 20 فيفري 2006 وتحرران كما يلي:

- المادة 2: يقصد بمفهوم هذا القانون بما يأتي:

الفقرات من أ إلى م ... (دون تغيير)

(ن) - "الديوان": الديوان المركزي لقمع الفساد ».

انتظار صدور النصوص التنظيمية التي تحدد تشكيلة ومهام المركز.

بقيت سلطة ضبط أخرى لم تتم دراستها، رغم أنها أول سلطة ضبط عرفها القانون الجزائري وهي: المجلس الأعلى للإعلام المنشأ بموجب القانون رقم 90-07⁽¹⁾. نظرا لإلغائه بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-13⁽²⁾. كان هذا المجلس الهيئة الوحيدة التي تتمتع بالاستقلالية العضوية الفعلية تجاه السلطة التنفيذية. بإلغائها فإن المشرع سحب باليد اليسرى ما منحه باليد اليمنى⁽³⁾.

ثانياً - مقارنتها بغيرها من سلطات ضبط الأسواق المالية في القوانين المقارنة:

تعرف بعض الأسواق المالية العالمية تطوراً مطرداً من حيث نشاطها وحجم معاملاتها، إذ تعدت حدودها الوطنية. ساعد هذا التطور تنظيمها القانوني المحكم، الذي شجع المستثمرين الوطنيين والأجانب على التعامل معها.

تهدف هذه المقارنة إلى دراسة بعض نماذج الأسواق المالية من حيث التنظيم القانوني لسلطات ضبطها، واستقلالية رئيسها وأعضائها عن طريق تبيان أسلوب تعيينهم. لاستخلاص مدى تأثير المشرع الجزائري بهذه النماذج.

أ - في القانون الفرنسي:

تتازع حول إدارة بورصة فرنسا سلطتان مختلفتان في التشكيلة والتكوين، متشابهتان في الاختصاص وهما مجلس السوق المالية (CMF) Conseil du marché financier ولجنة عمليات البورصة (COB) Commission des opérations de bourse حددت اختصاصات كلاهما بموجب القانون رقم 88-70 الصادر في 22 جانفي 1988.

أ - 1 - مجلس السوق المالية (CMF):

جعل هذا القانون من مجلس السوق المالية السلطة العليا لإدارة السوق المالية، لأجل ذلك خوّله صلاحيات واسعة، منها: صلاحيات تنظيمية فهو مختص بوضع النظام العام للبورصة. كذا الأنظمة واللوائح التي تحكم قواعد البورصة وكيفية سير عملياتها، وهو المختص بوضع النظام العام المختص بمنح وسحب البطاقات المهنية لأعضاء البورصة، كما منحت له

1 - القانون رقم 90-07 المؤرخ في 3 أفريل 1990، يتعلق بالإعلام، الجريدة الرسمية عدد 14، لسنة 1990.

2 - المرسوم التشريعي رقم 93-13 المؤرخ في 26 أكتوبر 1993. يخص بعض أحكام القانون رقم 90-07 المؤرخ في 3 أفريل 1990، يتعلق بالإعلام، الجريدة الرسمية عدد 69 لسنة 1993.

3 - ZOUAIMIA Rachid, Droit de la régulation économique, op.cit, pp 132 – 133.

صلاحيات تأديبية تدعيا للوظيفة التنظيمية، والمتمثلة في توقيع الجزاء على كل من يخالف أنظمتها وكذا النصوص القانونية المنظمة للبورصة⁽¹⁾.

يتمتع المجلس بالشخصية الاعتبارية والاستقلالية، باعتباره أعلى سلطة الإشراف على حسن أداء الأسواق المالية. يخضع للقانون الخاص رغم أن مهامه ذات طابع عام، لكونه يسير قطاع أساسي في الدولة، مع ذلك لم يعتبره القانون من أجهزة الدولة أو مؤسساتها⁽²⁾.

يتكون المجلس من 10 أعضاء تنتخبهم شركات البورصة لمدة 4 سنوات، ممثل عن الشركات المصدرة للأوراق المالية يعين بقرار من وزير الاقتصاد، وممثل عن العاملين في شركات البورصة⁽³⁾. اعتمد المشرع الفرنسي في تشكيل أغلب أعضاء هذا المجلس على طريقة الانتخاب، التي تضمن استقلالية أكبر للجهاز في ممارسته لمهامه.

أ- 2 - لجنة عمليات البورصة (COB): أنشأت هذه اللجنة بموجب الأمر الصادر في 28 ديسمبر 1967⁽⁴⁾ وفقا للنموذج الأمريكي. كانت بمثابة هيئة عمومية تستمد مواردها من ميزانية الدولة، إلى غاية صدور قانون المالية لسنة 1985، الذي سمح لها بتقاضي أتاوى مقابل الخدمات التي تقدمها. عقب الإصلاحات التي عرفتها السوق المالية الفرنسية سنة 1988 أدخلت عدة تعديلات على تنظيم اللجنة، بشكل يسمح لها التعامل مع المعطيات الجديدة للسوق المالية.

صدر القانون رقم 89-531 المؤرخ في 2 أوت 1989 المتضمن تنظيم اللجنة، فصارت تتشكل من رئيس يعين بموجب مرسوم يصدر عن مجلس الوزراء لعهدة تدوم ستة سنوات غير قابلة للتجديد. أما الأعضاء وعددهم ثمانية يعينون بالطريقة نفسها، لكن لمدة إنابية تدوم أربع سنوات قابلة للتجديد⁽⁵⁾.

1 - DEFFOSSE Gaston et BALLEY Pierre, La bourse des valeurs, collection que sais-je ? Editions Bouchène, 16^{ème} éditions, Paris, 1990, pp 11 – 12.

2 - محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، مؤسسة الطوبجي للطباعة والنشر، القاهرة، 2004، ص 130.

3 - JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises. Editions Dalloz, Paris, 1994, p 37.

4 - أنشئت بموجب الأمر رقم 67-833 المؤرخ في 28 ديسمبر 1967، المعدل بموجب القانون رقم 69-12، المؤرخ في 06 جانفي 1969، ثم بموجب المرسوم رقم 86-23 المؤرخ في 03 جانفي 1986.

ROBERT Marie-Claude, Commission des opérations de bourse, répertoire commercial, Dalloz, Paris, 1994, p 2.

5 - LEGALL Jean-Pierre, Droit commercial, les regroupements commerciaux, société commerciales, et bourse des valeurs, Editions Dalloz, 13^{ème} édition, Paris, 1992, p 233.

في حين كان الأمر الصادر سنة 1967 ينص على تشكل اللجنة من رئيس يعين من قبل رئيس الجمهورية تدوم 5 سنوات قابلة للتجديد، ويعين باقي الأعضاء الخمسة باقتراح من وزير المالية لعهدة تدوم ثلاث سنوات قابلة للتجديد. =

زودت اللجنة لأداء مهامها بهياكل وأجهزة تقنية حسب الاختصاص، أما عن السلطات المخولة لها، فهي سلطة تنظيمية لسن أنظمة وقواعد تحكم عمليات البورصة، سلطة الرقابة والتدقيق لإيقاف الأعمال غير المشروعة، إضافة إلى إمكانية تحريك الدعوى أمام الغرفة التجارية بالمحكمة لاستصدار أمر بالانصياع. يستخلص من خلال عرض الهيئتين، عدم تمتع أي منهما باستقلالية حقيقة رغم وصفها بهذا الوصف⁽¹⁾.

أ-3 - سلطة السوق المالية (AMF) Autorité du marché financier: أنشأت

سلطة السوق المالية في فرنسا بموجب القانون رقم 203-706 الصادر في 1 أوت 2003، والمرسوم رقم 2003-1109 الصادر في 21 نوفمبر 2003. بموجبها ادمجت كل من لجنة عمليات البورصة ومجلس السوق المالية في هيئة واحدة سميت بسلطة السوق المالية (AMF)⁽²⁾، ضم إليها مجلس التأديب والتسيير المالي⁽³⁾.

تعتبر سلطة السوق المالية هيئة عامة مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية. أنشئت للسهر على حماية الادخار المستثمر والأدوات المالية الموظفة، والتي تطرح على الاكتتاب العام. كما تسهر على نشر المعلومات للمستثمرين وحسن سير الصفقات المتعلقة بالأدوات المالية وتسويتها على الصعيدين الأوروبي والدولي⁽⁴⁾.

تمارس سلطة السوق المالية مهامها عن طريق المجمع Le collège ولجنة العقوبات

= Art : 2 de l'ordonnance 1967 « *Les mandats du président et des membres ne sont immédiatement renouvelables qu'une fois* ».

CONAC Pierre-Henri, La régulations des marchés boursiers par la commission des opérations de bourses , op.cit, p 28.

1 - « *La COB était qualifiée d'autorité administrative indépendante, mais son indépendance ne se traduisait pas par la jouissance de la personnalité morale juridique : elle ne pouvait pas agir en justice, et ne répondait pas elle-même à des conséquence dommageables de son activité.*

Le CMF était doté de la personnalité juridique, mais la qualification d'autorité professionnelle ambiguë, laissait persister une incertitude sur le caractère public ou privé de l'organisme ».

BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p 243.

2 - CONAC Pierre-Henri, « La fusion de la COB et du CMF » mélange AEDBF France III, Banque Edition, du 01/17/2001, Paris, 2001, p 59 et suite. pp59-87

PELTIER Frédéric, « Le risque hégémonique de la protection de l'épargne dans la fusion COB-CMF », *Revue de droit bancaire et financier*, N° 3 du 1 Mai 2003, p 184.

3 - Art 46 V de la loi 2003-706 « *Dans toutes les dispositions législatives et réglementaires, les références à la commission des opérations de bourse, au conseil des marchés financiers et au conseil de discipline de la gestion financière sont remplacées par la référence à l'autorité des marchés financiers* ».

4 - Art 621-L du code monétaire et financier modifié par L'Art 2 de loi 2003-706 sur la sécurité financière.

La commission des sanctions وعند الضرورة لجان مختصة ولجان استشارية Commission spécialisées et commissions consultatives ما لم ينص القانون على خلاف ذلك، فإن الصلاحيات المسندة لهيئة السوق المالية تمارس من قبل المجمع⁽¹⁾.

- **المجمع:** أراد المشرع الفرنسي المزج بين تشكيلة لجنة عمليات البورصة، التي كانت تضم أعضاء من القضاء وشخصيات من ذوي الاختصاص في المجال المالي، وتشكيلة مجلس الأسواق المالية الذي كان يضم مهنيي السوق المالية⁽²⁾. فنتجت عن ذلك التشكيلة التالية للهيئة:

- رئيس يعين بموجب مرسوم.
- مستشار من مجلس الدولة، يعين بقرار من نائب رئيس مجلس الدولة.
- مستشار محكمة النقض، يعين بقرار من الرئيس ومحكمة النقض.
- مستشار من محكمة الحسابات، يعين بقرار من الرئيس الأول لمحكمة الحسابات.
- ممثل من بنك فرنسا، يعين بقرار من محافظ البنك.
- رئيس المجلس الوطني للمحاسبة.
- ثلاثة أعضاء منهم من يعين نظرا لخبرته المالية والقانونية، ومن يعين بخبرته في الاكتتاب العام، ومن يعين لخبرته في تقنيات استثمار المدخرات في الأدوات المالية. وذلك على التوالي من قبل رئيس مجلس الأمة، رئيس البرلمان وأخيرا رئيس المجلس الاقتصادي والاجتماعي.
- ستة أعضاء يعينون لخبراتهم المالية والقانونية في الاكتتاب العام واستثمار المدخرات من قبل وزير المالية، بعد استشارة ممثلي الشركات الاقتصادية والتجارية، التي تم طرح أوراقها المالية للاكتتاب العام، شركات التوظيف الجماعي، مستثمرين آخرين، مقدمي الخدمات المالية، شركات السوق، غرف المقاصة، مديري أنظمة التسليم مقابل الدفع وأمناء الحفظ.
- ممثل عن العمال أصحاب الأسهم، يعين بقرار من وزير المالية بعد استشارة الهيئات النقابية⁽³⁾.

1 - « *L'autorité des marchés financiers comprend un collège, une commission des sanctions, et le cas échéant des commissions spécialisées et des commissions consultatives.*

Sauf disposition contraire, les attributions confiées à l'autorité des marchés financiers sont exercées par le collège ».

Art L 621-2 du code monétaire et financier modifiés par la loi 2003-706 sur la sécurité financière.

2 - RONTCHEVSKY Nicolas, « L'installation de l'autorité des marchés financiers », Bulletin Joly Bourse et produits financiers, Edition Jolly, Paris, 2004, p 147.

3 - Art 3 de la loi 2003-706 portant la sécurité des marchés financiers.

يمارس رئيس المجمع مهامه خلال مدة نيابته تدوم 5 سنوات غير قابلة للتجديد. في حين أن عهدة سائر الأعضاء هي خمس سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، باستثناء كل من ممثل بنك فرنسا ورئيس المجلس الوطني للمحاسبة، يتم تجديد الأعضاء نصفيا كل ثلاثون شهرا. في حالة خلو مقعد عضو من المجمع، يقرر الرئيس استبداله بأخر للمدة المتبقية⁽¹⁾.

- **لجنة العقوبات:** واجهت لجنة عمليات البورصة انتقادات اللاذعة، كونها تجمع بين السلطة التنظيمية والعقابية. لذا أحدث المشرع الفرنسي تغييرا - ولو شكليا - بهدف فصل هاتين السلطتين. فجعل السلطة التنظيمية من اختصاص المجمع والسلطة العقابية من اختصاص لجنة العقوبات⁽²⁾. لضمان هذا الغرض تتشكل هذه الأخيرة من:

- عضوين مستشارين من مجلس الدولة، يتم تعيينهم بواسطة نائب رئيس مجلس الدولة.
- عضوين مستشارين من محكمة النقض يتم تعيينهم بواسطة الرئيس الأول لمحكمة النقض.
- ستة أعضاء يعينون من ذوي المهارات المالية والقانونية والممارسين للاكتتاب العام والاستثمار في الأدوات المالية. يتم تعيينهم بقرار من وزير الاقتصاد بعد استشارة الجهات الممثلة للشركات الصناعية والتجارية التي لها أوراقا مالية تم طرحها في اكتتاب عام، وشركات إدارة الاستثمار الجماعي ومستثمرين آخرين ومقدمي خدمات الاستثمار لشركات السوق، غرف المقاصة، مديري أنظمة التسليم مقابل الدفع وأمناء الحفظ.
- عضوين من ممثلي العمال في الشركات والهيئات التي تقدم خدمات المستثمرين، شركات إدارة تنظيم الاستثمار الجماعي، شركات السوق، غرفة المقاصة، مديري أنظمة التسليم مقابل الدفع وأمناء الحفظ. يتم تعيينهم بقرار من وزير الاقتصاد بعد استشارة مجلس المنظمات النقابية⁽³⁾. يتأسس هذه اللجنة رئيسا يتم اختياره من بين القضاة المذكورين أعلاه وذلك عن طريق الانتخاب من قبل بقية الأعضاء.

1 - Art 3 de la loi 2003-706 portant la sécurité des marchés financiers.

2 - « l'institution d'une commission des sanctions, totalement distincte du collège de l'autorité, constitue une innovation majeure. Elle vise à garantir juridiquement la procédure de sanction au regard des exigences grandissantes de la Jurisprudence. Cette structure binaire institutionnalise en effet la séparation des pouvoirs réglementaires et de sanction d'une part et la séparation des fonctions de poursuite et le jugement d'autre part. Conformément aux exigences de la conventions européenne des droits de l'homme ».

BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers... op.cit, p 244.

3 - Art : L 621-2 du code monétaire et financier modifiés par l'article 3 de la loi 2003-707 portant la sécurité financière.

- محافظ الحكومة Commissaire du gouvernement: أرادت الدولة الفرنسية

الانسحاب من الحقل الاقتصادي وتفويض سلطة تنظيم، تسيير ورعاية السوق المالية لهيئة ضبط مستقلة، إلا أن هذا الانسحاب ليس كلياً. وذلك بوجود عضو من أعضائها وهو محافظ الحكومة⁽¹⁾، الذي نص عليه القانون رقم 706-2003.

أعاد المشرع الفرنسي هذا العضو، بعد أن ألغاه من تشكيلة لجنة عمليات البورصة بموجب القانون المؤرخ في 2 أوت 1989، بغرض تدعيم وتأكيـد استقلالية اللجنة. لكن قانون 2 جويلية 1996 أدرج في تشكيلة اللجنة ممثلاً للحكومة يعينه وزير المالية ومحافظاً للحكومة يعين لدى مجلس الأسواق المالية (CMF). وارتأى إعادة إدراجه في سلطة ضبط السوق المالية⁽²⁾.

يستخلص من خلال استعراض تشكيلة هيئة الأسواق المالية الفرنسية، تمتعها باستقلالية أكبر من نظيرتها الجزائرية. خاصة بالنظر إلى التنوع البشري لهذه التشكيلة والتمثيل العريض للمهنيين المتدخلين في السوق المالية من جهة، من جهة أخرى باختلاف الجهات المعنية للأعضاء. فلا تسيطر الحكومة على هذا التعيين. من جهة أخرى، فإن الرئيس يتمتع بضمانة أكبر من الاستقلالية كونه يعين من قبل رئيس الجمهورية. لكن المشرع الفرنسي أنقص من استقلالية هذه الهيئة، بإقحامه محافظ الحكومة داخلها، مما يدل على أن الهيئة لا تتمتع باستقلالية تامة.

ب - في القانون الأمريكي:

يؤكد العديد من الكتاب أن الولايات المتحدة الأمريكية هي التي عرفت أوائل التنظيمات المستقلة التي أطلق عليها لاحقاً تسمية السلطات الإدارية المستقلة⁽³⁾ منها لجنة أمن الأوراق المالية (SEC) Securities and exchange commission التي أنشأت سنة 1934 إثر مخلفات الأزمة المالية لسنة 1929⁽⁴⁾، فقبل ذلك لم تكن التعاملات في الولايات المتحدة تخضع لقوانين محددة، مما شجع على ظهور ممارسات الغش والتلاعب في الأسعار والاحتيايل في

1 - « La forte délégation du pouvoir de l'Etat à l'autorité à contrepartie la présence d'un commissaire du gouvernement ». Exposé des modifies du projet de la loi sur la sécurité financière.

BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financier, op.cit, p 246.

2 - Ibid, p 246.

3 - أول لجنة هي اللجنة التجارية ما بين الولايات Inter States commerce commission أنشأت عام 1889. لمزيد من التفاصيل : عبد الله حنفي، السلطات الإدارية المستقلة، دراسة ومقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 180. ذكر المؤلف قائمة من بين أهم السلطات الإدارية المستقلة في الولايات المتحدة الأمريكية.

CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers..., op.cit, p 6.

4 - AVENEL Jean- David, l'essentiel des marchés financiers aux Etats -Unis, Editions Gualino, Paris, 2011, P 80.

الأوراق المالية، بطرق المضاربة الضارة. سبب ذلك في حدوث أزمة حادة في الاقتصاد الأمريكي بصفة خاصة والاقتصاد العالمي بصفة عامة، والتي عرفت بأزمة الكساد العظيم. أزمة كانت عواقبها وخيمة على الاقتصاد والمجتمع الأمريكي بأسره حيث أفلس العديد من الشركات والبنوك⁽¹⁾.

عمدت الولايات المتحدة منذ ذلك الحين، إلى التدخل لوضع تنظيم يحكم المعاملات الواردة على الأوراق المالية. عرفت هذه القوانين بقوانين السماء الزرقاء «Blue Sky Laws»⁽²⁾، اهتمت بوجه خاص بتنظيم عمليات تسجيل شركات السمسرة العاملة في مجال الأوراق المالية، وتنظيم القيم المنقولة، ووضع جزاءات للممارسات غير المشروعة في السوق⁽³⁾.

1 - أعلن خمسة آلاف بنك إفلاسهم في الولايات المتحدة الأمريكية وخسر المودعون ما يقارب 3 مليون دولار. مما اضطر رئيس الولايات المتحدة روزفلت إلى الإعلان عن إغلاق جميع البنوك اعتباراً من مارس 1933، ثم سمح بعد أسبوع من هذا التاريخ لبعض المصارف التي تتوفر على السيولة، فتح أبوابها للعملاء. لمزيد من التفاصيل عن أزمة 1929:

- الرافعي محمد تنوير، دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة، دراسة مقارنة، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، 2006، ص 403 - 404.
- في الموضوع نفسه: الحمراني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 51.

- عيسى نجا، تقييم أداء الأسواق المالية العربية...، مرجع سابق، ص 78.

2 - قدمت هذه القوانين من طرف الرئيس الأمريكي Franklin Roosevelt. بعدما رفض الكونجرس المشروع الأولي للقانون الذي قدمه Houston Thompson سنة 1932 والذي كان يتسم بالتدخل الشديد للسلطات العامة في مجال الأوراق المالية.

CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers..., op.cit, p 12.

3 - أما عن قوانين السماء الزرقاء فهي نظم القوانين التالية:

- قانون البنوك الصادر سنة 1933 Banking Act والذي سمي أيضاً بقانون «Glasses Steagall act» نسبة للسناطور الذي قدمه "هنري ستيغال".

- قانون الأوراق المالية لسنة 1933 Securities Act

- قانون الأوراق المالية والبورصة Securities Exchange Act of 1934 والذي بموجبه أنشأت (SEC) Securities and Exchange Commission.

- قانون شركات الاستثمار Investment Company Act of 1940.

- قانون اتفاق الوكالة Trust Indenture Act of 1939.

- القانون الاستشاري للاستثمار Investment Advisors Act of 1940.

- قانون حماية المستثمرين Securities Investors Protection Act of 1970.

لمزيد من التفاصيل أنظر: محمد تنوير محمد الرافعي، دور الهيئة العامة لسوق المال...، مرجع سابق، ص 404 - 405.

تمخض عن جملة هذه القوانين إنشاء سلطة مستقلة تعنتي بالسوق المالية وتراقب نشاطها وتوقع الجراء على كل من يخل بقواعدها، وهي لجنة أمن البورصة (SEC) Securities and Exchange Commission المنشأة سنة 1934 كان ذلك باقتراح من مجموعة من رجال القانون الذين كانوا ينادون بعدم قدرة السلطة التشريعية العادية على تأطير هذه السوق⁽¹⁾.

تتشكل هذه اللجنة من خمسة (5) أعضاء يعينون نظرا لخبرتهم في المجال المالي والبورصي من طرف رئيس الولايات المتحدة باقتراح من مجلس الشيوخ⁽²⁾. تدوم عهدة أعضاء اللجنة 5 سنوات، يستبدل كل عضو منهم كل سنة بتاريخ الفاتح من شهر جوان، ويعين الرئيس من بين أعضاء هذه اللجنة. طريقة تجديد أعضاء اللجنة من شأنها أن تضمن استقلالية هذه الأخيرة في مواجهة السلطة التنفيذية ورئيس الدولة معا، بحيث أن عهدة اللجنة أكبر من عهدة رئيس الجمهورية، وأن تجديد خمسها كل سنة يمنع أي رئيس يصل إلى السلطة من تغيير أعضاء اللجنة بالكامل وهو أمر يمنعه من السيطرة عليهم أو بسط نفوذه عليهم. من جهة أخرى فإن الرئيس بمناسبة تجديد أعضاء اللجنة مقيد بشرط الانتماء السياسي للأعضاء الذي يجب عليه مراعاته، على أن لا ينتمي ثلاثة أعضاء في الوقت نفسه إلى الحزب السياسي نفسه، لمنع فرض سياسة الحزب على اللجنة⁽³⁾. تدعمت استقلالية اللجنة بمنع الرئيس من عزل أحد أعضائها قبل انتهاء عهده⁽⁴⁾.

زودت اللجنة بأربعة أقسام أساسية و 18 مكتب و 100 موظف، إضافة إلى مقرها الرئيسي بواشنطن، لها 11 مقرا فرعيا موزعين على كامل إقليم الولايات⁽⁵⁾.

= CONAC Pierre-Henri, La régulation des boursiers..., op.cit, pp 12 – 13.

AVENEL Jean- David, l'essentiel des marchés financiers aux Etats –Unis, op-cit, p 81.

1 - « Le choix d'une telle institution s'explique par la conviction des principaux théoriciens du New Deal, FRANKFURTER Félix, professeur à Havane et plus tard Juge à la cour suprême, et James LANDIS, que le pouvoir législatif était incapable de gérer une économie moderne en raison de la trop grande complexité de cette tâche et de la nécessité d'une compétence technique dont il ne disposait pas ».

James LANDIS fut avec CORCORAN Thomas et COHEN Benjamin, Les trois principaux rédacteurs de Securities Act of 1933 et du Securities and Exchange Act of 1934.

CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers..., op.cit, p 15.

2 - le site www.sec.gov

3 - CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers, op.cit, p 17.

4 - نص القانون صراحة على ذلك، وتدعم هذا الموقف باجتهاد المحكمة العليا في البلاد.

CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers, op.cit, p 17.

5 - Les 4 divisions sont :

- Corporation finance, chargée de superviser les publications des sociétés.

=

ج - في القانون المصري:

تعرف بورصات الأوراق المالية المصرية نظامين من الرقابة هما رقابة داخلية تمارسها لجنة إدارة البورصة، ومهمتها الإشراف على حسن سير العمل داخل البورصة، ورقابة خارجية تمارسها الهيئة العامة لسوق المال ومهمتها الإشراف على حسن سير العمل داخل البورصة وخارجها⁽¹⁾.

تعتبر الهيئة العامة لسوق المال بمثابة ضمانات هامة من ضمانات عمليات البيع والشراء في البورصة حيث يعتبر الهدف الرئيسي للهيئة هو حماية المستثمرين ولها في سبيل ذلك سلطة توقيع جزاءات على المخالفين للقوانين والأنظمة⁽²⁾.

أنشأت الهيئة العامة لسوق المال في مصر بموجب قرار رئيس الجمهورية رقم 520 لسنة 1979، الذي نص في مادته الأولى على اعتبارها الهيئة العامة والعليا للسوق المالية في مصر⁽³⁾. يعكس هذا القرار اهتمام الدولة بإعادة إحياء سوق الأوراق المالية، وهو حلقة من سلسلة الإجراءات التي اتخذتها الدولة لإدخال المزيد من الحيوية والنشاط للاقتصاد الوطني. أنط القانون رقم 95-1932 المتعلق بالسوق المالية بهذه الهيئة، مهمة تطبيق الأحكام والقرارات الصادرة في مجالها، ومنح لها سلطة اتخاذ كامل الإجراءات اللازمة لتحقيق هذا الغرض⁽⁴⁾.

تتشكل الهيئة العامة لسوق المال من:

- رئيس ونائب رئيس الهيئة يعينان بموجب قرار من رئيس الجمهورية لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.
- نائب محافظ البنك المركزي يعين بقرار من رئيس الوزراء لمدة سنتين قابلة للتجديد.

=- Market régulation, supervise l'activité des organismes de bourse.

- Investement management, supervise toutes les industries et la gestion des actifs.

- Enforcement : réalise des enquêtes sur des éventuelles violations de la loi.

le site web www.sec.gov

1 - طاهر شوقي محمد مؤمن، الإطار القانوني لبيع الأوراق المالية في البورصة، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، 2006، ص 323.

2 - طاهر شوقي محمد مؤمن، الإطار القانوني لبيع الأوراق المالية في البورصة، مرجع سابق، ص 323.

3 - تنص المادة الأولى من قرار رئيس الجمهورية رقم 520 لسنة 1989 على ما يلي: «تشأ هيئة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة. وتتبع وزير الاقتصاد... تسمى الهيئة العامة لسوق المال ويكون مقرها مدينة القاهرة».

صدر القانون رقم 95-92 المتعلق بالسوق المالية، وأكدت المادة 42 منه على المعنى نفسه، بنصها على ما يلي: «الهيئة العامة لسوق المال هيئة عامة تتبع وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية مقرها مدينة القاهرة...».

4 - الرافي محمد تنوير محمد، دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية أقلية المساهمين في شركة المساهمة، دراسة مقارنة، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، 2006، ص 21.

- أربعة أعضاء من ذوي الخبرة يتم تعيينهم وتحديد مكافئتهم بقرار من رئيس الوزراء بناءً على اقتراح من وزير الاقتصاد وذلك لمدة سنتين قابلة للتجديد⁽¹⁾.

يظهر من خلال ما تقدم أن الهيئة العامة لسوق المال المصرية بعيدة عما تكون بهيئة ضبط مستقلة لسببين أساسيين هما:

- وصف الهيئة بهيئة إدارية عامة، فهي تابعة للقانون العام وخاضعة للقواعد الإدارية والسلم الإداري. يترتب على هذا الوصف أن الهيئة كونها هيئة عامة فهي أداة من أدوات الدولة في رقابة وتوجيه السوق المالية، فهي بمثابة لجنة من الخبراء تختارهم السلطة العامة آخذة في الاعتبار خبرتهم الاقتصادية والمالية.

- تبعية الهيئة صراحة لوزير الاقتصاد⁽²⁾ فهي مجرد سلطة إدارية تخضع لإشراف الوزير المختص، وتتضح هذه التبعية في الكثير من القرارات التي تصدرها الهيئة، وإن كانت القرارات المتخذة من طرف الهيئة تصدر باسم هذه الأخيرة، إلا أنها متوقفة على موافقة وزير الاقتصاد⁽³⁾.

- تعيين الأعضاء من قبل مجلس الوزراء لدليل على السيطرة التامة للحكومة على أعضاء الهيئة، خاصة وأن مدة إنابته قابلة للتجديد، فيسعى كل عضو منه إلى الحصول على استحسان الهيئة الحاكمة بصفة عامة ووزير الاقتصاد بصفة خاصة لضمان تأشيرة تجديد العهدة.

يستخلص من دراسة النموذج المصري، أنه رغم تأثره بالتشريعين الفرنسي والأمريكي، إلا أنه لا يزال تحت سيطرة الإيديولوجية الاشتراكية، التي تتدخل فيها الدولة في جميع المجالات بما فيها المجال الاقتصادي. أبقت الدولة المصرية هيئة السوق المالية في قبضة الحكومة تسيرها وفقاً لسياستها العامة، ليس وفقاً لما يضمن تطور وازدهار السوق المالية ومصالح المستثمرين فيها.

1 - المادة 45 من القانون رقم 95-92 المتضمن قانون سوق رأس المال المصرية.

2 - المادة الأولى من قرار رئيس الجمهورية رقم 520 لسنة 1989 التي تنص على ما يلي: «تشأ هيئة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية وتتبع وزير الاقتصاد ...».

كذلك المادة 42 من القانون رقم 95-92 المتعلق بالسوق المالية التي تنص على ما يلي: «الهيئة العامة لسوق المال هيئة عامة تتبع وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية ...».

3 - الرافعي محمد تنوير محمد، دور الهيئة العامة لسوق المال...، مرجع سابق، ص 23.

المطلب الثاني

محدودية الاستقلالية الوظيفية للجنة تجاه السلطة التنفيذية

توصف السلطات الإدارية المستقلة بأنها سيدة قطاعها، نظرا لما تتفرد به من اختصاصات في مجالها. مع ذلك يبقى دور بعض السلطات في ضبط قطاعها، دورا محدودا، فمنها من تتمتع بمهام ضبط قبلية، تتمثل في رقابة الدخول إلى السوق، عن طريق وضع قواعد تحدد شروط ممارسة النشاط، منها الوكالة الوطنية للمناجم ومجلس النقد والقرض. في حين تتمتع سلطات أخرى بمهام ضبط بعدية، تتمثل في مراقبة أعوان السوق في مدى احترامهم لقواعد السوق الموضوعة مسبقاً من طرف الجهاز التنفيذي أو سلطة ضبط أخرى، منها مجلس المنافسة، واللجنة المصرفية.

تتميز لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها عن هذين الصنفين من سلطات الضبط بأنها تجمع بين مهام الضبط القبلية والبعدية، فهي الوحيدة التي استفادت بموجب القانون بالجمع بين هذه السلطات على خلاف سلطات الضبط الأخرى⁽¹⁾. يثور تساؤل عن سبب تفضيل المشرع للجنة عن بقية السلطات الإدارية بجمعها لهذه السلطات، مع أنها لم تكن محل تفضيل من حيث استقلاليتها العضوية. الجواب بسيط يتمثل في النقل الحرفي والتقليد الأعمى للتشريع الفرنسي، الذي بدوره نقله عن المشرع الأمريكي. مما دفع بالفقه لوصفها بالمشرع كونها تتمتع بسلطة تنظيمية تسمح لها بالتشريع في مجال البورصة والقيم المنقولة، وبالشرطي كونها تراقب وتبحث عن كل المخالفات للنصوص التشريعية والتنظيمية المنظمة للسوق، وبالقاضي نظرا لتمتعها بسلطة توقيع العقاب على المخالفين⁽²⁾.

زودت اللجنة بهذه السلطات، لضمان استقلاليتها الوظيفية وعدم تبعيتها للجهاز التشريعي ولا التنفيذي ولا القضائي في ممارسة مهامها. خاصة وأنها مهام دقيقة تتطلب دراية وإدارة متخصصة، لحماية الادخار في القيم المنقولة، وكذا السير الحسن للسوق وشفافيتها⁽³⁾.

1 - « Quant à la COSOB, elle échappe à une telle classification en ce que le pouvoir de régulation qu'elle exerce relève des deux catégories précitées. A ce titre elle bénéficie d'un cumul de pouvoir qu'aucune autre autorité de régulation ne se voit attribuer par la loi ».

ZOUAÏMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, op.cit, pp 110 – 111.

2 - BELLETRANT Bernard, La bourse, Edition Hatier, Paris, 1992, p 56.

3 - المادة 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدلة بموجب القانون رقم 03-04، السابق ذكره.

الفرع الأول

تمتع اللجنة باستقلالية وظيفية نسبية

سارع الفقه غداة ظهور السلطات الإدارية المستقلة، إلى البحث عن مكانة هذه الأخيرة بين النظام المؤسساتي للدولة. محاولاً تقريبها من السلطات الثلاث المكونة للدولة، السلطة التنفيذية، التشريعية، القضائية، إلا أنها محاولات باءت بالفشل. حينما سلّم الفقه بعدم انتمائها إلى أي من هذه السلطات، ظهرت أصوات جديدة تنادي باعتبار السلطات الإدارية المستقلة سلطة رابعة مستقلة عن السلطات الثلاث الباقية، إلا أنها محاولة لم تلق أي صدى⁽¹⁾.

لا تنتمي السلطات الإدارية المستقلة للسلطة القضائية، لأنها لا تملك سلطة جبرية أو عقابية كاملة كالتي تملكها السلطة القضائية. وإن كانت بعضها تستطيع توقيع بعض الجزاءات ولا سيما التأديبية منها، وفرض غرامات مالية، إلا أنها تصدر في شكل قرارات لا تسمو إلى درجة الأحكام ولا تحوز حجية الشيء المقضي فيه.

لا تلحق السلطات الإدارية المستقلة بالسلطة التشريعية، نظراً لاستقلالها العضوي والوظيفي عن البرلمان. رغم أن اللجنة تسن نصوصاً تنظيمية لتنظيم السوق المالية، إلا أنها لا ترقى إلى درجة القوانين. كما لا تلحق بالسلطة التنفيذية، لأنها ليست جهازاً من أجهزتها المركزية، على خلاف ما ذهب إليه البعض⁽²⁾.

يستخلص من ذلك أن اللجنة تتمتع بنوع من الاستقلالية تجاه السلطات الثلاثة للدولة. يمكن تقييم هذه الاستقلالية الوظيفية بدراسة عنصرين أساسيين، يظهران من خلال البحث في مدى خضوع اللجنة لسلطة سلمية أو وصائية (أولاً)، ثم البحث عن استقلاليتها في تنظيم وتسيير شؤونها (ثانياً).

1 - « En conséquence de l'analyse de ces auteurs, la conclusion qui s'induit est que les autorités administratives indépendantes ne peuvent pas revendiquer leur appartenance à l'un des trois pouvoirs existants dans le système institutionnel français. Ces autorités constituaient de faits un nouveau pouvoir. Mais la reconnaissance d'un « quatrième pouvoir » n'aurait d'intérêt qu'autant qu'elle apporte une réponse convaincante et nouvelle au problème du positionnement des autorités administratives indépendantes dans le schéma institutionnel existant, ce qui n'est pas le cas ».
THOMASSET Pierre Sylvie, L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales. Edition L.G.D.J, Paris, 2003, p 37.

2 - عبد الله حنفي، السلطات الإدارية المستقلة، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 12 - 13.
« Les actes qui ne sont ni législatifs, ni juridictionnels ne peuvent être que des actes administratifs, donc des actes d'autorités administratives. Celles-ci sont ainsi identifiées au moyen d'un raisonnement à contrario démontrant que les institutions qui ne sont pas une émanation du parlement ni des juridictions sont nécessairement administratives ».
GUEDON Marie-José, Les autorités administratives indépendantes. Edition L.G.D.J, Paris, 1991, pp 56 - 57.

أولاً - مدى خضوع اللجنة للسلطة الرئاسية أو الوصائية:

أُسبغ على السلطات الإدارية المستقلة، وصف سلطة إدارية لأنها تؤدي وظيفة إدارية وإن كانت لا تقوم بالإدارة المباشرة لمرفق من المرافق العمومية. لكنها تنقلد على المستوى الإداري وظائف خاصة، وتسهر على تطبيق القانون في مجالها الخاص. فلا يمكن تصنيف هذه الهيئات ضمن الهيئات الإدارية التقليدية، ومع ذلك فهي تبقى إدارية بالنظر إلى طبيعة القرارات التي تصدرها، وبالنظر إلى اختصاص القضاء الإداري في النزاعات التي تكون هذه الهيئات طرفاً فيها⁽¹⁾. لذا وصفها بعض الفقه أنها سلطة إدارية، تارة تنتمي إلى الهرم الإداري، وتارة تأتي بجنبه⁽²⁾.

أدى وصف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالسلطة الإدارية، إلى البحث في مدى خضوعها للسلطة الرئاسية أو الوصائية.

أ - مدى خضوع اللجنة للسلطة الرئاسية:

يعبر عن السلطة الرئاسية بمجموعة الاختصاصات التي يباشرها كل رئيس في مواجهة مرؤوسيه، تجعل هؤلاء المرؤوسين يرتبطون به برابطة التبعية والخضوع. توجد هذه السلطة بقوة القانون دون الحاجة إلى نص يقرها⁽³⁾.

تمارس السلطة الرئاسية على هيئة توجد في هرم إداري ما تكون مرؤوسة وخاضعة لرئيس ما. هذا ليس حال لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها فهي لا تنتمي إلى سلم إداري ولا وجود لهيئة تعلوها تمارس عليها مثل هذه السلطة، فالقوانين المنشئة والمنظمة للجنة تستبعد مثل هذا الأمر، من ذلك ما نصت عليه المادة 20 من القانون رقم 03-04:

« **تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي** ». وإن كان النص يجزم بعدم خضوع اللجنة لسلطة رئاسية، فلا بأس من التأكد من ذلك بدراسة مظاهر السلطة الرئاسية، ومدى إمكانية ممارستها على اللجنة.

1 - راشدي سعيدة، مفهوم السلطات الإدارية المستقلة، مداخلة ملقاة في الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي المنظم من طرف جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، يومي 23 - 24 ماي 2007، ص 404.

كذلك: حدري سمير، السلطات الإدارية المستقلة الفاصلة في المواد الاقتصادية والمالية، مذكرة لنيل درجة الماجستير في القانون، فرع قانون الأعمال، جامعة تيزي وزو، 2005، ص 29.

2 - « Des autorités administratives d'un «autre» type différentes, placées à la fois dedans et à coté ».

HUBAC Sylvie et PISIER Eveline, « Les autorités face aux pouvoirs ». In : Les autorités administratives indépendantes sous la direction de COLLIARD Claude Albert et TIMSIT Gérard. Presses universitaires de France, 1988, p 120.

3 - صالح فؤاد، مبادئ القانون الإداري الجزائري، دار الكتاب اللبناني، بيروت، 1983، ص 75.

تمارس السلطة الرئاسية بمظهرين هما:

أ-1- سلطة الرئيس على شخص المرؤوس: تخول هذه السلطة للرئيس حق تعيين المرؤوس ونقله وترقيته وعزله وتوقيع الجزاء التأديبي عليه⁽¹⁾. لا ينطبق هذا المظهر على لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. وإن كان رئيس الحكومة يتمتع بصلاحيات تعيين أعضاء اللجنة ورئيسها بموجب مرسوم تنفيذي، إلا أنه لا يمكنه ترقيتهم أو عزلهم أو توقيع الجزاء عليهم لأن مهامهم تمارس خلال عهدة نيابية محددة. تنقضي مهامهم بانتهاء العهدة بعد تجديدها بالنسبة للأعضاء. أما بالنسبة للرئيس فإن حق العزل الذي يستعمله رئيس الحكومة في مواجهة رئيس اللجنة هو حق استثنائي يمارس في حالات استثنائية قد سبق شرحها. وعليه فإن المظهر الأول من مظاهر السلطة الرئاسية لا ينطبق على اللجنة.

أ-2- سلطة الرئيس على أعمال مرؤوسه: تمارس هذه السلطة عن طريق:

- سلطة التوجيه السابق للمرؤوس عن طريق إصدار الأوامر والتعليمات الداخلية والتوجيهات والمنشورات الدورية، لضمان السير الجيد لأعمال المرؤوس. لا تتلقى اللجنة أوامر أو تعليمات أو غيرها لا من رئيس الحكومة ولا من هيئة أخرى مما ينفي خضوعها مرة أخرى للسلطة الرئاسية.
- يتمتع الرئيس بسلطة التحقيق اللاحق على أعمال المرؤوس، المتمثلة في قدرة الرئيس على إجازة أعمال المرؤوس، إذا كانت من الأعمال التي لا تنفذ إلا بإجازة الرئيس، وقدرته على تعديل وسحب وإلغاء قرارات المرؤوس. بما أن الحكومة لا تملك مثل هذه السلطة في مواجهة اللجنة، فإن هذه الأخيرة لا تخضع لسلطتها الرئاسية.

ب - مدى خضوع اللجنة لسلطة وصائية:

تتمثل السلطة الوصائية فيما تملكه الهيئة الوصية من سلطات تمارسها على الهيئة الخاضعة لها وعلى أعمالها، مبررات هذه السلطة هي، حماية المصلحة العامة، وفرض احترام المشروعية أي مطابقة أعمال الهيئة للقوانين، لذا يسميها الفقه بالرقابة الوصائية. تمارس هذه السلطة من قبل الهيئات المركزية على الهيئات اللامركزية، ومن قبل الهيئة اللامركزية العليا على هيئات لا مركزية دنيا⁽²⁾.

تمارس السلطة الوصائية بوسائل تتمثل في الرقابة على الهيئة المشمولة بالوصاية،

1 - صالح فؤاد، القانون الإداري الجزائري، المرجع السابق، ص 76.

2 - المرجع نفسه، ص ص 100 - 101.

والرقابة على أعمالها بموجب التصريح، التصديق، التوقيف، الإلغاء وأخيرا الحلول⁽¹⁾.

يصعب تطبيق الرقابة الإدارية الوصائية أو الرئاسية، التي تمارس على المؤسسات العمومية والجماعات المحلية، على السلطات الإدارية المستقلة، كونها تتمتع بقدر كبير من الاستقلالية. فهي غير تابعة لأية جهة إدارية عليا، ولا تدخل في إطار اللامركزية. بدراسة جميع النصوص القانونية المتعلقة بلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، لا توجد أية إشارة الى تلقي أعضاء هذه الأخيرة لتعليمات من أية جهة أو سلطة سواء كانت تشريعية أو تنفيذية. مع غياب أي نص صريح على عدم تلقي اللجنة وأعضائها لتعليمات أو أوامر من الحكومة، يجب الاستعانة بقرائن هي:

تنص المادة 03 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 على أن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تشكل سلطة سوق القيم المنقولة. كما نصت المادة 20 من ذلك المرسوم على أن اللجنة هي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، باعتبار اللجنة هي السلطة العليا في السوق فلا معقب على أعمالها وقراراتها.

أنيطت باللجنة مهام تمارسها عن طريق أعمال أو قرارات فردية، منها منح التأشيرات واعتماد الوسطاء وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وقبول القيم المنقولة في البورصة. كلها قرارات قابلة للتنفيذ الفوري والمباشر، دون الخضوع لأي نوع من الرقابة الإدارية الخارجية. كما لا يمكن الطعن في صحتها إلا عن طريق السلطة القضائية، أما عن مداوات اللجنة فهي تعد صحيحة بمجرد استكمالها لإجراءاتها ولا تحتاج إلى مصادقة أية سلطة عليا⁽²⁾.

1 - الرقابة على أعمال الهيئة الموصي عليها تتمثل في:

- أ - التصريح: لا يمكن للجهة اللامركزية اتخاذ أي قرار قبل التصريح به إلى الجهة الوصية أي قبل استئذانها.
- ب - التصديق: وهو الإجراء الذي بمقتضاه يجوز للجهة الوصاية أن تقرر بأن عملا معيناً صادراً من جهة إدارية لا مركزية يمكن أن يوضع موضع التنفيذ أي قابلاً للتنفيذ لعدم مخالفته لأية قاعدة قانونية وغير ماس بالمصلحة العامة.
- ج - الإيقاف: يتمثل في إرجاء تنفيذ قرار صادر عن الهيئة اللامركزية لمدة معينة وذلك في صدور بصدد السلطات الاستثنائية التي تملكها الجهة الوصية، يتم ذلك عادة تمهيدا لإلغاء القرار.
- د - الإلغاء: هو الإجراء الذي بمقتضاه يمكن للجهة الوصية إنهاء آثار القرار الصادر عن الجهة اللامركزية لمخالفته لقاعدة قانونية على أن يستند الإلغاء إلى نص قانوني.
- هـ - الحلول: وهو قيام السلطة الوصية - بمقتضى سلطاتها الاستثنائية المحددة قانوناً - محل الجهة اللامركزية لتنفيذ بعض التزاماتها القانونية التي لم تقم بها بقصد أو لعجز أو لإهمال منها.

لمزيد من التفاصيل، : صالح فؤاد، مبادئ القانون الإداري الجزائري، مرجع سابق، ص 106 - 116.

ZOUAÏMIA Rachid, Les instruments juridiques de la régulation économique en Algérie, op-cit, pp 54-59.

2 - زوار حفيظة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية مستقلة مرجع سابق، ص 29 - 30.

يمكن القول أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لا تخضع لمفهوم الوصاية الإدارية لكونها لا تنتمي في أي حال إلى الهيئات اللامركزية، رغم ذلك، فإن الحكومة الممثلة في وزير المالية تطبق على اللجنة إجرائي التصديق⁽¹⁾ والحلول⁽²⁾، الذين ينقصان من استقلاليتهما.

ج - مكانة اللجنة في التنظيم الإداري التقليدي:

انطلاقاً مما سبق دراسته، يظهر أن اللجنة لا تخضع صراحة للسلطة الرئاسية، مع ذلك تتمتع الحكومة بصلاحيات تعيين الرئيس والأعضاء وصلاحيات عزل الرئيس في حالات استثنائية. كما أنها تقلت من السلطة الوصائية ومع ذلك تتمتع الحكومة بصلاحيات التصديق على أنظمة اللجنة قرارات وزير المالية، كما تتمتع بصلاحيات الحلول محل اللجنة عن طريق وزير المالية.

يجب طرح تساؤل آخر وهو مدى انتماء اللجنة إلى التنظيم الإداري المعروف، وخضوعها لقواعد القانون العام أي القانون الإداري؟ تساؤل طرحه الفقه بشأن السلطات الإدارية بصفة عامة. فهي من جهة وبموجب النصوص المنشأة لها تتمتع بالاستقلالية، استقلالية تقصيتها من الهيكل الإداري التقليدي للدولة. ومن جهة أخرى فهي تمثل الدولة التي انسحبت من المجالات الاقتصادية لصالح هيئات الضبط القطاعية المتخصصة. وعليه فهذه العيانات تسير قطاعات كانت تعود لاختصاصات الدولة التي فوضت لها ممارسة مهام المرفق العام⁽³⁾. خولت لها مهمة تسيير القطاعات حساسة وتقنية بطبيعتها، لعدم قدرة الإدارة التقليدية على تسييرها لحاجتها التي تخصص لا تملكه الإدارة التقليدية⁽⁴⁾.

أدى حلول الهيئات الإدارية المستقلة محل الدولة، إلى إصباغها بصفة المرافق العامة، لذا وجب على الفقه إيجاد تبريرات لمثل هذه الهيئات. فهي من جهة تؤدي مهام إدارية ويختص

1 - المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 والتي صدر بشأنها المرسوم التنفيذي رقم 93-102 المؤرخ في 11 مارس 1996 والمتضمن تطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 18، الصادر في 20 مارس 1996.

2 - المادة 50 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 السابق ذكره.

3 - نزليوي صليحة، "سلطات الضبط المستقلة، آلية للانتقال من الدولة المستقلة إلى الدولة الضابطة"، مداخلة مقدمة في أشغال الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، من تنظيم جامعة بجاية، أيام 23 - 24 ماي 2007، ص 19.

4 - ZOUAIMIA Rachid, « De l'Etat interventionniste à l'Etat régulateur », communication présentée dans les travaux du colloque national sur les Autorités administratives indépendantes en matière économique et financière, op.cit, p 16.

ZOUAIMIA Rachid, Droit de la régulation économique, op.cit, p 17.

THOMASSET Pierre Sylvie, L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales, op.cit, pp 55 - 56.

بالنزاعات التي تكون طرفاً فيها القضاء الإداري ومن جهة أخرى فهي ليست بهيئات إدارية تقليدية وعليه لا يمكن تصنيفها ضمن الهيئات المركزية واللامركزية للدولة، بالتالي لا يمكن إخضاعها لسلطة رئاسية ولا لسلطة وصائية⁽¹⁾. ومع ذلك تتمتع الحكومة بصلاحيات التعيين والعزل التي هي من مظاهر السلطة الرئاسية والوصائية.

تم التوصل إلى نتيجة أساسية من خلال هذا التحليل، وهي أن تحول الدولة من دولة متدخلة إلى دولة ضابطة أدى إلى خلق نظام جديد موازي للنظام الإداري لا يحكمه القانون الإداري بمفرده إنما تساهم في تنظيمه قوانين خاصة بسلطات الضبط المستقلة، والنصوص التنظيمية الصادرة عنها.

ثانياً - استقلالية التنظيم والتسيير:

يمكن ضمان استقلالية اللجنة في ممارسة وظائفها، بتوفير محيط عمل ملائم وخاص بها، تساهم في خلقه وفقاً لمتطلباتها. لتحقيق ذلك اعترف لها المشرع بحرية تنظيم أجهزتها بنفسها عن طريق وضع نظامها الداخلي، واختيار تنظيمها الإداري الخاص بها. كما اعترف لها بسلطة تسيير شؤونها بمنحها الاستقلال المالي والشخصية المعنوية.

أ - استقلالية التنظيم:

تتجلى استقلالية اللجنة من حيث التنظيم في صلاحيتها في وضع نظامها الداخلي وتحديد هيكلتها الإدارية والمصالح التي تتكون منها.

أ-1 - استقلالية اللجنة في وضع نظامها الداخلي: تتمتع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بسلطة وضع نظامها الداخلي بنفسها والمصادقة عليه دون تدخل أية جهة أخرى وذلك بموجب المادة 26 من المرسوم التشريعي رقم 93-10⁽²⁾ تتجلى هذه الاستقلالية في عدم تدخل

1 - GUEDON Marie José, Les autorités administratives indépendantes, op.cit, p 80.

يرى البعض أن النظام المؤسسي للدولة بات يتميز بنوع من المرونة يسمح بوجود مستويات متفاوتة داخل إدارة الدولة نفسها، إذ توجد إدارات مركزية ومؤسسات عامة مكلفة بمهام متميزة، كما أن تطورها وصل إلى قبول إنشاء تنظيمات تمارس اختصاصات تقتصر عليها ولا تخضع لسلطة الوزير الرئاسية ولا الوصائية. فالإدارة التنفيذية في العصر الحالي وتناسقها البديع واختزالها في مستويين، هما السلطة الرئاسية والوصائية، أصبح أمراً معرضاً للتغيير. لأن التنظيمات الإدارية الحديثة لا يمكن وصفها بسلطات لامركزية ولا تخضع للسلطة الرئاسية أو الوصائية. إنما هي سلطات متميزة تمارس اختصاصات متميزة.

- محمد عبد اللطيف، "سلطة تنظيم الأسواق المالية، الإطار الدستوري والتنظيم التشريعي، بحث مقارنة في كل من فرنسا ومصر والكويت"، مجلة الحقوق، تصدر عن جامعة الكويت، عدد 2، 2009، ص 11.

2 - تنص المادة 26 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 ما يلي:

« تصادق اللجنة على نظامها الداخلي خلال اجتماعها الأول ».

السلطة التنفيذية لا في وضع هذا النظام ولا في المصادقة عليه ولا نشره.

صادقت اللجنة على نظامها المتضمن كيفية سيرها وعملها، شروط صحة مداولتها، كيفية عقد اجتماعاتها، النصاب القانوني المفروض لصحة هذه المداولات، التنظيم الإداري للجنة وهيكلها. تضمن هذا النظام ستة فصول، خصص الفصل الأول للأحكام العامة المتمثلة في مهام اللجنة، والفصل الثاني لسلطاتها وقواعد مداولاتها.

تجتمع اللجنة مرة واحدة على الأقل في الشهر، يتم ذلك بناءً على استدعاء من رئيسها أو بطلب يودعه ثلاثة من أعضائها على الأقل مرفقاً بجدول أعمال الجلسة، الذي يجب تسليمه لكل عضو قبل التاريخ المحدد لانعقادها بخمسة أيام على الأقل، إلا في حالة الاستعجال أو الضرورة⁽¹⁾. تتداول اللجنة في قراراتها بحضور الأغلبية المطلقة لأعضائها، وفي حالة عدم توفر النصاب يؤجل الرئيس الجلسة لمدة أسبوع كامل⁽²⁾.

خصص الفصل الثالث من نظام اللجنة للرئيس واللجان الاستشارية، وكذا لجنة التأديب والتحكيم. أما الفصل الرابع فقد تناول أعمال اللجنة، في حين تضمن الفصل الخامس حقوق والتزامات أعضائها. أما الأحكام الختامية التي جاءت في الفصل السادس والأخير، فقد اكتفت بالنص على أن أي تعديل في أحكام هذا النظام يجب أن يكون وفقاً للشكل الذي اتخذ به النظام الأول، دون الإشارة إلى كيفية نشر هذا النظام.

تعتبر استقلالية اللجنة في وضع نظامها الداخلي، عاملاً أساسياً لخلق قواعد قانونية خاصة، تحكم اللجنة وتحكم السوق الذي تديره. دون أن تكون هذه القواعد من القواعد التشريعية التي يصادق عليها البرلمان ولا القواعد التنظيمية التي تصدر عن السلطة التنفيذية. إنما هي قواعد خاصة من جملة النصوص التي توضع من قبل مهني السوق. مع ذلك تبقى هذه الاستقلالية محدودة، إذ على اللجنة بمناسبة وضعها لنظامها الداخلي احترام النصوص التشريعية والتنظيمية، وإلا كان نظامها عرضة للإلغاء من قبل القضاء الإداري. مثلما حدث في فرنسا حينما تدخل مجلس الدولة الفرنسي لإلغاء بعض أحكام النظام الداخلي الذي وضعته وصادقت

1 - « La commission se réunit autant de fois que nécessaire et au moins une fois par mois. »

« La commission se réunit sur convocation de son président ou à la demande d'au moins trois de ses membres.

Les convocations doivent parvenir, accompagnées du projet d'ordre du jour de la séance à chacun des membres de la commission, au moins cinq jour avant la date de la séance sauf urgence ou nécessité ne permettant pas d'observer ces conditions ».

Articles 7 et 8 du règlement intérieur de la COSOB.

2 - Article 9 du règlement intérieur de la COSOB.

عليه لجنة صبر الآراء الفرنسية⁽¹⁾.

أ-2 - استقلالية اللجنة في تنظيمها الإداري: تعتبر استقلالية اللجنة في تنظيمها الإداري، استقلالية محدودة. إذ أن حريتها في تحديد أعضائها ومصلحتها مقيدة بالنص المنشئ لها وبالنصوص التنظيمية. أول هياكل اللجنة هم رئيسها وأعضائها يتم تعيينهم بموجب مرسوم تنفيذي صادر عن الحكومة وليس بموجب الانتخاب. حرية اللجنة محصورة في تحديد اختصاصات ومهام الرئيس التي سكت عن تحديدها النص المنشئ لها. والمتمثلة فيما يلي:

- متابعة تنسيق وتنشيط أعمال اللجنة.
 - تحضير الوثائق والمستندات الضرورية التي تطلبها اللجنة.
 - السهر على تنفيذ القرارات التي تتخذها اللجنة.
 - السهر على ضمان احترام وتطبيق النظام الداخلي للجنة.
 - يتولى إقامة وتنظيم علاقات اللجنة مع الهيئات الوطنية والدولية.
 - يمثل اللجنة في الأعمال والتظاهرات الرسمية.
 - يعتبر الأمر الرئيسي بصرف ميزانية اللجنة.
 - يمثل اللجنة في جميع أعمال الحياة المدنية.
 - يحدد طرق تنظيم وتسيير المصالح الإدارية والتقنية للجنة.
 - يمارس السلطة الرئاسية على جميع مستخدمي اللجنة⁽²⁾.
- زودت اللجنة بغرفة تأديبية وتحكيمية تتألف زيادة على رئيسها من:
- عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة طوال مدة انتدابهما.
 - قاضيان يعينهما وزير العدل ويختاران لكفاءتهما في المجالين الاقتصادي والمالي.

1 - تتلخص حيثيات هذه القضية فيما يلي: عند وضع لجنة صبر الآراء الفرنسية لنظامها الداخلي حددت القواعد المتعلقة بالنصاب القانوني لمداولات اللجنة والتصويت على قراراتها. فحسب هذا النظام في حالة عدم اكتمال النصاب الذي هو أغلبية الأعضاء، تصح قرارات اللجنة إذا صوت عليه على الأقل ثلاثة أعضائها مع العلم أن عدد أعضاء هذه اللجنة هو تسعة.

في قرار الصادر في 5 جويلية 1985، أقر مجلس الدولة أنه على اللجنة احترام القواعد العامة التشريعية والتنظيمية في تحديد نصاب المداولات وأنه لو رغبت الحكومة في وضع نصاب خاص لأمرجته في مرسوم 9 جويلية 1977 المنشئ للجنة، وعليه فإن اللجنة بذلك خرقت القانون وتعدت صلاحياتها حينما حلت محل الحكومة في إقرار شيء لم تقره هذه الأخيرة.

« Le conseil d'Etat considère qu'il n'appartenait pas à la commission de se substituer au gouvernement, en décidant dans son règlement intérieur une restriction du quorum, même en cas d'urgence ».

GUEDON Marie-José, Les autorités administratives indépendantes, op.cit, p 83.

2 - حددت هذه المهام بموجب المادة 16 من النظام الداخلي للجنة.

يتولى رئيس اللجنة رئاسة هذه الغرفة، بموجب المادة 51 من المرسوم التشريعي رقم 10-93. إن تدخل الحكومة الممثلة في وزير العدل، في تعيين أعضاء من الغرفة التأديبية التحكيمية، ما هو إلا مظهر آخر من مظاهر محدودية الاستقلالية الوظيفية.

♦ **الهيكل الداخلية للجنة:** من أجل أداء المهام والوظائف المسندة للجنة على أحسن وجه، زودت هذه الأخيرة بهيكل داخلي ومصالح إدارية تضمن ذلك⁽¹⁾.

حددت هذه المصالح بموجب نظام اللجنة رقم 03-2000⁽²⁾، تتمثل هذه المصالح في:

- الأمين العام الذي تلحق به خلية الاتصال والعلاقات العامة.
- مستشارين لدى رئيس اللجنة.
- مديرية تطوير ومراقبة السوق.
- مديرية الشؤون القانونية والإدارية.

نصت المادة 3 من هذا النظام على تولي رئيس اللجنة تحديد مهام وصلاحيات كل مصلحة، إلا أن النص على هذه الهياكل بموجب مرسوم تشريعي، من شأنه أن ينقص من استقلالية اللجنة.

♦ **اللجان الاستشارية:** لا يوجد أي نص على هذه اللجان، لا في المرسوم التشريعي رقم 10-93 ولا في القانون رقم 04-03، ولا في المراسيم التنفيذية أو أنظمة اللجنة. إنما تم استحداثها بقرار من اللجنة، تطبيقاً لما نصت عليه المواد 18، 19، 20 من نظامها الداخلي. يمكن القول أن هذه اللجان هي الوحيدة التي تملك اللجنة سلطة تعيينها دون تدخل الحكومة. وكأن الاستقلالية الإدارية كلها تختزل في حرية اللجنة في تعيينها.

تتشكل اللجان الاستشارية من عضو أو أعضاء من اللجنة و/أو كل شخص آخر مؤهل في الميدان الذي تختص به اللجنة الاستشارية. تؤسس هذه الأخيرة بغرض تحقيق استغلال أحسن للخبرات المتوفرة، وانتفاع اللجنة بها، خاصة بغية خلق تناسق بين التنظيم وواقع تجارة القيم، وتحيينها واقتراح قواعد قانونية متعلقة بها.

تظهر الاستقلالية الإدارية للجنة أيضاً في توليها تحديد رواتب مستخدميها بقرار من

1 - المادة 29 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 السابق ذكره.

2 - 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، الجريدة الرسمية عدد 8، الصادر في 31 ديسمبر 2001.

رئيسها⁽¹⁾. تنص المادة 30 من النظام الداخلي للجنة على استقلالية أعضاء اللجنة عن الجهات التي ينتمون إليها في ممارسة مهامهم وفي مداوالاتهم والتصويت بكل حرية، كما تحدد اللجنة رواتب أعضائها بموجب قرار وتتكفل بصرفها.

ب - استقلالية التسيير المالي:

تظهر استقلالية اللجنة في التسيير المالي من حيث حريتها في تحصيل مواردها، عن طريق الأتاوى التي تقبضها لقاء الخدمات المقدمة للمهنيين المتعاملين معها. لكن ونظرا لعدم كفاية هذه الأتاوى في تمويل اللجنة ولسد حاجتها وتمويل نشاطاتها، أضيف لها مصدر آخر للتمويل هو الإعانات التي تحصل عليها من طرف الدولة. بذلك تكون موارد اللجنة مزدوجة المصدر من أموال عامة وأموال خاصة.

ب-1- الأتاوى عن الأعمال والخدمات التي تقدمها اللجنة: تستمد اللجنة حقها في قبض أتاوى عن الأعمال والخدمات التي تقدمها للمتعاملين معها من نص تشريعي، هو المادة 27 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 التي تنص ما يلي: « تؤخذ أتاوى عن الأعمال والخدمات التي تؤديها اللجنة، وتحدد قواعد أساس هذه الأتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم ».

يفهم من هذه المادة أن اللجنة لا تتولى بنفسها تحديد مقدار هذه الأتاوى إنما أناط القانون هذه المهمة بالحكومة وذلك عن طريق نص تنظيمي. صدر هذا النص التنظيمي والمتمثل في المرسوم التنفيذي رقم 58-170⁽²⁾، الذي اكتفى بتحديد الخدمات والأعمال التي تكون محلا لدفع أتاوى دون تحديد مقدارها، ليترك مهمة تحديد مقدارها لوزير المالية⁽³⁾، الذي حددها بموجب القرار المؤرخ في 2 أوت 1995⁽⁴⁾ على النحو التالي:

1 - المادة 7 من النظام رقم 03-2000 السابق ذكره. التي جاءت تطبيقاً لنص المادة 6 من المرسوم التنفيذي رقم 94-175 التي تنص على ما يلي: « توضح اللجنة بلانحة النظام التعويضي المتعلق بأعضاء اللجنة ». نص النظام الداخلي للجنة على أن هذه الأخيرة هي التي تحدد النظام التعويضي لأعضائها.

Art 31 du règlement intérieur de la COSOB : « conformément à l'article 6 du décret n° 94-175 du 13 Juin 1994, les membres de la commission bénéficient d'un régime indemnitaire qui sera arrêté par la commission ».

2 - مرسوم تنفيذي رقم 98-170 مؤرخ في 20 ماي 1998 يتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجريدة الرسمية عدد 34، الصادر في 24 ماي 1998.

3 - تنص المادة 3 من المرسوم التنفيذي رقم 98-170 على ما يلي:

« يحدد الوزير المكلف بالمالية بقرار نسب الأتاوى والكيفيات التي تحصلها بها اللجنة ».

4 - القرار المؤرخ في 2 أوت 1998 المتضمن تطبيق المادة 3 من المرسوم التنفيذي رقم 98-170 المؤرخ في 20 ماي 1998 والمتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجريدة الرسمية عدد 70، الصادر في 20 سبتمبر 1998.

- أتاوى على تأشيرة مذكرة الإعلام عند إصدار قيم منقولة بنسبة 0,075 % من مبلغ الإصدار تدفعه الهيئة المصدرة للقيم المنقولة.
- أتاوى على العرض العمومي لبيع أو شراء القيم المنقولة بنسبة 0,075 % من مبلغ القيم المعروضة تدفعها الهيئة العارضة أي المبادرة بالعرض.
- على أن لا يفوق مبلغ الأتاوى خمس ملايين دينار جزائري (5.000,000,00) دج.
- أتاوى على طلب اعتماد وسيط في عمليات البورصة بقيمة مائة ألف دينار جزائري (100.000,00) دج يسدها الوسيط المعتمد.
- أتاوى على طلب تسجيل مفاوض في البورصة تحدد بخمس ألف دينار جزائري (50.000,00) دج يسدها الوسيط في عمليات البورصة.
- أتاوى على اعتماد هيئة توظيف جماعي للقيم المنقولة، تحدد بمائة ألف دينار جزائري (100.000,00) دج تسدها شركة الاستثمارات ذات الرأس مال المتغير أو مسير الصندوق المشترك للتوظيف. وهي أتاوى سنوية تحصلها اللجنة من هذه الهيئات⁽¹⁾.
- أتاوى عن كل تحقيق ينجز لدى وسيط في عمليات البورصة، يحدد بمبلغ ألفان وخمسمائة دينار جزائري (2500,00) دج يسدها الوسيط عن كل يوم تحقيق وعن كل محقق.
- أتاوى عن دراسة أي نزاع ذي صيغة تقنية ناتج عن تأويل النصوص القانونية التي تحدد سير البورصة، تحدد بمبلغ عشرة آلاف دينار جزائري (10.000,00) دج، عن كل ملف معالج يسده مقدم الطلب.
- أتاوى محصلة من شركة تسيير بورصة القيم تحدد بنسبة خمسة عشر بالمائة (15%) من مبلغ العمولات التي تحصلها هذه الشركة عن عمليات البورصة.

يستنتج من طريقة تحديد هذه الأتاوى، عدم تمتع اللجنة بأية سلطة في تحديدها، إنما هذه السلطة راجحة للحكومة الممثلة في وزير المالية. نستغرب لتدخل وزير المالية في تحديد مقدار الأتاوى وكيفية حسابها ولم يترك الأمر في ذلك للجنة ذاتها، مع العلم أن هذه الأخيرة تتمتع بصلاحيات تحديد الأتاوى التي يقبضها شركة تسيير البورصة، فمن غير المعقول أن تختص اللجنة بتحديد الأتاوى التي يقبضها غيرها وتعجز عن فعل ذلك

1 - حددها القرار المؤرخ في 5 ماي 1998 المتضمن تطبيق المادة 52 من الأمر رقم 96-06 المؤرخ في 10/01/1996 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) (ش.أ.ر.م.م) (ص.م.ت)، الجريدة الرسمية عدد 70، الصادر في 20 سبتمبر 1998.

لنفسها⁽¹⁾، هو أمر لا يمكن تفسيره إلا برغبة الحكومة في خلق تبعية اللجنة لها، وبذلك تتدثر الاستقلالية المالية المرجوة من وراء حصول اللجنة على تمويل خاص بها وعدم اعتمادها على إعانات الدولة.

ب-2- إعانة التسيير تقبضها اللجنة من الدولة: نصت المادة 28 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 « **تخصص للجنة إعانة تسيير من ميزانية الدولة** ». سكت هذا النص عن كيفية تحديد مبلغ الإعانة و كيفية صرفها، ونظرا لعدم وجود نص آخر تشريعي أو تنظيمي يفصل في ذلك، فأنها تحدد بموجب قانون المالية. يؤدي ذلك إلى اعتبار لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إدارة كباقي إدارات الدولة التي يخصص لها سنويا جزءاً من ميزانية الدولة.

يستبعد تمتع اللجنة بالاستقلالية المالية، فكل المعطيات تجعلها تابعة للحكومة، سواء تعلق الأمر بالأتاوى أو الإعانات. فإن الحكومة هي التي تحددها وكأنها بذلك تمارس رقابة فعلية على أموال اللجنة، بل وأكثر من ذلك فإن الحكومة تمارس نوعاً آخر من الرقابة على أموال اللجنة وهو الرقابة البعدية، إذ أن اللجنة ملزمة بعرض تقرير سنوي للحكومة تبين فيه نشاط السوق⁽²⁾. الغرض من هذا التقرير هو مراقبة الحكومة لمداخل اللجنة وكيفية صرفها، وإذا كان نشاط السوق بالفعل يحتاج إلى تلك الموارد، وإذا أحسنت اللجنة تسييرها. مثل هذه الرقابة القبلية والبعدية تسقط تماماً استقلالية اللجنة في تسييرها المالي.

ألغى المشرع الفرنسي الرقابة التي يمارسها وزير الاقتصاد والمالية على ميزانية لجنة عمليات البورصة⁽³⁾، لتحرير اللجنة من الرقابة المسبقة للحكومة وتدعيم استقلاليتها

1 - المادة 19 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 التي تنص على ما يلي: « **تتلقى الشركة عمولات عن العمليات التي تجري في البورصة وتحدد قواعد حسابها في لائحة تصدرها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها** ».

صدرت هذه اللائحة والتمثلة في النظام رقم 98-01 المؤرخ في 15 أكتوبر 1998 الذي يحدد قواعد حساب العمولات التي تحصلها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن العمليات التي تجري في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 93، الصادر في 13 ديسمبر 1998، المعدل بموجب النظام رقم 03/09، المؤرخ في 2009/11/18، الجريدة الرسمية عدد 45، الصادر في 08 أوت 2010.

2 - الفقرة الرابعة من المادة 30 من المرسوم رقم 93-10 المعدلة بموجب القانون رقم 03-04 السابق الذكر، والتي جاء نصها كما يلي: « ... وبهذه الصفة، تقدم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تقريراً سنوياً عن نشاط سوق القيم المنقولة إلى الحكومة ».

للإشارة فإن هذه الفقرة استحدثت بموجب القانون رقم 04/03، الذي يفترض فيه أنه جاء ليدعم استقلالية اللجنة.

3 - تم ذلك بموجب المادة 12 من القانون رقم 89-531 الصادر في 2 أوت 1989.

CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers par la commission des opérations de bourse..., op.cit, p 30.

المالية⁽¹⁾، وذلك بصدر قانون 2003 الذي منح صلاحية تحديد ميزانية سلطة السوق المالية للمجمع دون غيره في المادة 10-621 من التقنين النقدي والمالي⁽²⁾.

ج - تمتع اللجنة بالشخصية المعنوية:

لم تعد دراسة موضوع الشخصية المعنوية حكرا على القانون الإداري، إذ بظهور السلطات الإدارية المستقلة التي لازالت تبحث عن موقع لها بين باقي أجهزة الدولة، عاد الحديث عن الشخصية المعنوية للواجهة لكن هذه المرة في مجال آخر هو القانون الاقتصادي. لم تحظ كل السلطات الإدارية المستقلة باعتراف القانون لها بالشخصية المعنوية⁽³⁾، مما أثار جدلاً فقهيّاً حول أهمية الاعتراف لمثل هذه السلطات بالشخصية المعنوية ومدى تأثيرها على استقلاليتها.

يرى البعض أن منح الشخصية المعنوية لهذه الهيئات لا يأتري في استقلاليتها⁽⁴⁾، فحين يحاول البعض الآخر إبراز أهمية الاعتراف بالشخصية المعنوية في تكريس استقلاليتها، خاصة من جانبيين هما الاستقلال المالي وقدرة الهيئة على تحمل المسؤولية عن أفعالها⁽⁵⁾.

1 - بعدما كان تمويل اللجنة الفرنسية (COB) في البداية من صلاحيات الدولة، أي أنها تعتمد اعتمادا كلياً على ميزانية الدولة. إلى غاية صدور المرسوم المؤرخ في 29 ديسمبر 1984، الذي سمح للجنة (COB) بتلقي أتاوى مقابل الخدمات والأعمال التي تقوم بها على أن تحدد هذه الأتاوى بموجب مرسوم.

إضافة إلى إعانات الدولة التي تحدد في قانون المالية، صدر مرسوم في 31/07/1985 يمنع (COB) من رفع الأتاوى المحددة من قبل وزير الاقتصاد والمالية. خفض المرسوم الصادر في 2 فيفري 1990 من تدخل وزير الاقتصاد، بحيث صارت اللجنة هي التي تعد مقترح بميزاتها وتعرضه أمام وزير الاقتصاد على سبيل الإعلام لا غير، لأنه يدخل حيز التنفيذ بعد 15 يوم من عرضه على الوزير. ألغي هذا الإجراء بموجب القانون رقم 89-531.

GUEDON Marie-José, Les autorités administratives indépendantes, op.cit, p 84 – 85.

2 - Art 621-10 du code monétaire et financier.

« Le collège de l'autorité des marchés financier délibère sur :

- Le budget annuel et ses modification en cours d'année... ».

3 - من مجموع السلطات الإدارية المستقلة في المجال المالي والاقتصادي في الجزائر. توجد سلطتان لا تتمتعان بالشخصية المعنوية وهما: مجلس النقد والقرض واللجنة المصرفية.

ZOUAIMIA Rachid, « Les autorités administratives indépendantes et la régulation économique », Revue IDARA, N° 26, 2003, p12.

4 - تواتي نصيرة، المركز القانوني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مرجع سابق ص 72.

LAMBARD Martine, « brèves remarque, sur la personnalité morale des institutions de régulation » in : DEGOFTE Michel, Les autorités publique indépendantes, Revue d'actualité juridique et droit administratif AJDA, n° 12, 2008, p 204.

5 - « Lorsque le législateur franchit le pas en reconnaissant à l'organe la personnalité morale, la doctrine semble accueillir favorablement une telle entreprise qui comporte aux moins deux avantages. Au point de vue fonctionnement, l'autorité administrative dispose d'une centaine latitude tout dans le cadre du recrutement du personnel que de l'affectation de ses ressources. Par ailleurs, l'octroi de la personnalité juridique rend l'autorité administrative responsable de ses actes ».=

لتقدير أهمية الاعتراف بالشخصية المعنوية للسلطات الإدارية المستقلة عامة ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها خاصة، يجب البحث في ماهية الشخصية المعنوية. يقصد بالشخصية المعنوية في نظر القانون، القدرة على اكتساب الحقوق وتحمل الالتزامات، فالشخص المعنوي عبارة عن جماعة أو هيئة يعاملها القانون معاملة الشخص الحقيقي الآدمي ويعترف لها بأهليته التمتع بالحقوق وتحمل الالتزامات. يترتب عن ذلك نتائج قانونية هامة هي:

- ♦ يتمتع الشخص المعنوي بذمة مالية مستقلة.
- ♦ يتمتع الشخص المعنوي بأهلية التعاقد والتصرف.
- ♦ يتمتع الشخص المعنوي بأهلية التقاضي.
- ♦ يتحمل الشخص المعنوي المسؤولية أفعاله⁽¹⁾.

اختلف الفقهاء حول النتائج الناشئة عن تمتع السلطات الإدارية المستقلة بالشخصية المعنوية⁽²⁾، مع ذلك فهي موجودة وملموسة في الواقع، مما يستدعي دراستها. قلد المشرع الجزائري نظيره الفرنسي⁽³⁾ حينما اعترف للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالشخصية المعنوية بنص صريح. لم ذلك يكن عبثا إنما لتحقيق أغراض هي الاعتراف للجنة بأهلية التصرف والتعاقد، أهلية التقاضي والقدرة تحمل المسؤولية. أما عن الاستقلال المالي، لم يشأ المشرع اعتباره كنتيجة لتمتع اللجنة بالشخصية المعنوية، إنما أراد أن يكون مكسبا آخرا أو خاصية أخرى مستقلة عن الشخصية المعنوية تتمتع بها اللجنة. جاء نص

= ZOUAIMIA Rachid, Les autorités administratives indépendantes et la régulation économique en Algérie, op.cit, p 26.

TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, Thèse de doctorat en droit, université de Paris I, Panthéon Sorbonne, 2008, p 56.

1 - صالح فؤاد، القانون الإداري، مرجع سابق، ص 47 و 56.

2 - بمناسبة تقديم مشروع قانون الأمن المالي الفرنسي أمام مجلس الشيوخ من قبل السيد Marini Philippe الذي دافع على فكرة الشخصية المعنوية لسلطة السوق المالية الفرنسية على النحو التالي:

« La personnalité morale permet de renforcer la souplesse de fonctionnement de l'AMF tout à l'égard de ses ressources puisqu'elle peut disposer de recettes, que de son patrimoine ou de son personnel. Elle permet également à l'AMF d'être pleinement responsable de ses actes, ce qui devrait renforcer son autorité, elle peut agir en Justice et être représentée devant les tribunaux et ce n'est désormais plus la responsabilité de l'Etat qu'elle engage par ses actes dommageables, mais sa responsabilité propre. Elle permet de renforcer la visibilité internationale de l'autorité ».

DEGOFFE Michel, « Les autorités publiques indépendantes », Revue d'actualité juridique et droit administratif AJDA, édition Dalloz n° 12/2008, p 623.

3 - اعترف المشرع الفرنسي لسلطة السوق المالية صراحة بالشخصية المعنوية في المادة 2 من القانون رقم 2003-706 - 706 المعدلة للمادة 1-621 من القانون المالي النقدي.

Art 2 de la loi n° 2003-706 « *L'autorité des marchés financiers autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale...* ».

المادة 20 من المرسوم التشريعي رقم 39-10 المعدلة بموجب القانون رقم 03-04 كما يلي: «تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي». ينبثق عن التمتع بالشخصية المعنوية نتائج هامة وهي:

ج-1- تمتع اللجنة بأهلية التصرف والتعاقد: تصدر عن اللجنة تصرفات عدة بمناسبة ممارستها للمهام والصلاحيات المخولة لها قانوناً، صلاحيات تتمحور أساساً في حماية السوق وحماية المدخرين فيها، لأجل ذلك، دعمها المشرع بسلطات تسهل عليها مهمة ضبط السوق وحمايته يمكن تلخيصها في السلطة التنظيمية، الرقابية والعقابية، والتأديبية. تمارس اللجنة هذه السلطات بأدوات قانونية تتمثل في الأنظمة، القرارات، اللوائح، التوصيات، الآراء، التعليمات وغيرها⁽¹⁾. تتمتع اللجنة بأهلية تعاقد تسمح لها بإبرام نوعان من العقود هي:

- العقود التي تبرمها اللجنة مع موظفيها من المصالح الإدارية وأعضاء اللجان الاستشارية، كما سبق الإشارة إليهم في النظام الداخلي للجنة.

- العقود التي تبرمها اللجنة في شكل اتفاقيات تعاون مع هيئات دولية. يذكر في هذا

الإطار انضمام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إلى المنظمة العالمية للجان

القيم Organisation Internationale des Commission de Valeurs

(OICV) التي أنشأت بمدريد عام 1983، تضم أكثر من 190 عضواً، الهدف من

انضمام اللجنة إليها هو تبادل الخبرات والتجارب والمعلومات. كما أبرمت اللجنة

اتفاقية تعاون واحدة كانت مع نظيرتها الفرنسية COB بتاريخ 25 جانفي 2001⁽²⁾.

ج-2- تمتع اللجنة بأهلية التقاضي: لا تستطيع الهيئات الإدارية المستقلة المجردة من

الشخصية المعنوية التقاضي بصفتها مدعية أو مدعى عليها إلا باسم الدولة، الممثلة في شخص

الوزير المكلف بالقطاع. يدل ذلك على محدودية استقلاليتها وتبعيتها للجهاز التنفيذي. خلافاً لتلك

الهيئات التي منحها القانون شخصية معنوية مستقلة عن شخصية الدولة، التي تملك أهلية وصفة

في التقاضي سواء كانت مدعية أو مدعى عليها.

لم تكن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في ظل المرسوم التشريعي رقم 93-10

تتمتع بالشخصية المعنوية⁽³⁾، وعليه كان مثولها أمام القضاء باسم الدولة الممثلة في وزير المالية

1 - le chapitre 4 du règlement intérieur de la COSOB « Les actes de la commission ».

2 - تواتي نصيرة، المركز القانوني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مرجع سابق، ص 75.

3 - شأنها شأن الهيئات الإدارية المستقلة المنشأة قبل سنة 2000، بوجملين وليد، سلطات الضبط الاقتصادي في القانون الجزائري، دار بلقيس للنشر والتوزيع، الجزائر سنة 2012، ص 55.

لا باسمها الشخصي الممثلة في رئيسها. ذكر المرسوم التشريعي رقم 93-10 حالة وحيدة يُسمح فيها لرئيس اللجنة المثل أمام القضاء باسم اللجنة بصفته طرفاً مدنياً، هي حالة وقوع جرائم جزائية⁽¹⁾. جاء هذا نقلاً عن نظيرتها الفرنسية COB، التي جردت هي الأخرى من الشخصية المعنوية، بالتالي من أهلية التقاضي⁽²⁾.

اعترف المشرع للجنة بالشخصية المعنوية بموجب المادة 20 من القانون رقم 03-04، اكتسبت بذلك اللجنة صفة وأهلية التقاضي باسمها ولحسابها دون استعمال اسم الوزير الممثل للدولة. كان ذلك أيضاً نقلاً عن النموذج الفرنسي الذي منح لسلطة السوق المالية شخصية معنوية بالتالي أهلية التقاضي فصارت سلطة السوق المالية (AMF) تتقاضى باسم رئيسها أو أمينها العام⁽³⁾.

ج-3- قدرة اللجنة على تحمل المسؤولية عن أعمالها: ينتج عن تمتع الهيئة الإدارية المستقلة بالشخصية المعنوية، قدرتها على تحمل مسؤولية أعمالها. فهي تكتسب حقوقاً، وتتحمل التزامات. يتمثل التزامها الأساسي في حسن أدائها لمهامها على الوجه الذي يتحقق به ضبط السوق وحمايتها، وعليه فإن أي خطأ في أدائها لمهامها ينشأ مسؤوليتها تجاه الغير المتضرر من هذا الخطأ.

رحب الفقه بهذه الفكرة، لأن تجريد السلطات الإدارية المستقلة من الشخصية المعنوية، من شأنه أن يقوي تبعيتها للسلطة التنفيذية، التي تتحمل مسؤولية أعمالها. كما أن دعاوي المسؤولية

1 - المادة 40 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 السابق ذكره.

2 - يمكن الاستدلال في هذا الصدد بقرار محكمة النقض الفرنسية في غرفتها التجارية الصادر بتاريخ 26 أكتوبر 1993. « La commission des opérations de bourses n'a pas de personnalité juridique, aucun texte ne l'autorise au pourvoi en cassation d'un arrêt de la cour d'appel de Paris statuant en application de l'art 12 L 621-30, étant elle-même dépourvue de capacité, son pourvoi est donc nul ». note de DECOOPMAN Nicolas in Bulletin civil, Volume IV, 1994, p 352.

3 - Art L 621-13 du code monétaire et financier modifiés par l'art 12 de la loi n° 2003-706 « *Le président du tribunal de grande instance peut, sur demande motivée du président ou du secrétaire général de l'autorité des marchés financiers prononcer la mise sous séquestre en quels mains qu'ils se trouvent des fonds, ou valeurs appartenant aux personnes mises en cause par elle...*

Le président du tribunal de grande instance, sur demande motivée du président ou du secrétaire général de l'autorité des marchés financiers peut ordonner sous la forme des référés, qu'une personne mise en cause soit astreinte à consigner une somme d'argent... ».

En ce sujet l'ordonnance du tribunal de grande instance de Paris du 8 novembre 2004, note sous l'observation de RONTCHEVSKY Nicolas *Revue trimestrielle de droit commercial. RTD com*, N° 1 janvier, mars 2005, p 144.

DEVAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean-Jacques, « Observation sur l'ordonnance du tribunal de Bordeaux du 17/01/2001, et la décision de la cour européenne de droit de l'homme du 31 mai 2000 », *Revue Banque et Droit*, Mars – Avril 2003, p 30.

سترفع باسم الدولة الممثلة في الوزير المكلف بالقطاع، وأن التعويضات الناجمة عن هذه المسؤولية ستصرف من خزانة الدولة⁽¹⁾. كان هذا حال لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة قبل تمتعها بالشخصية المعنوية بموجب المادة 20 من القانون رقم 03-04.

لا تتحمل الدولة مسؤولية التعويض عن الأضرار الناجمة عن أعمال الهيئات الإدارية المستقلة، إلا في حالة الخطأ الجسيم. أكدت على هذا الشرط عدة أحكام قضائية فرنسية⁽²⁾، يستدل بها في غياب أي اجتهاد قضائي أو أحكام قضائية جزائية، تؤكد تحمل الدولة مسؤولية أفعال لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وأساس هذه المسؤولية، وكذلك غياب أحكام تدل على تحمل اللجنة مسؤولية أعمالها، بعد الاعتراف لها بالشخصية المعنوية. يرجع ذلك إلى قلة نشاط اللجنة، فانعدمت أخطاؤها، وانعدمت القضايا والأحكام التي أثّرت فيها مسؤوليتها.

1 - « Le deuxième argument principal permettant le rattachement des autorités administratives indépendantes au pouvoir exécutif, tient à l'absence de personnalité juridique, contrairement aux établissements publics, ces autorités n'ont pas de personnalité distincte de celle de l'Etat. La conséquence majeure tient au fait qu'en cas de faute dans l'exercice de leur mission, c'est l'Etat qui sera directement responsable du dommage causé, c'est donc ce dernier qui sera mis en cause et son patrimoine supportera la réparation pécuniaire qui pourrait résulter d'une condamnation. Il faut donc en induire que ces autorités administratives indépendantes représentent juridiquement l'Etat ».

SABOURIN. P, « Les autorités administratives indépendantes une catégorie nouvelle », Revue d'actualité juridique et droit administratif AJDA, 1983, p 275

THOMASSET-Pierre Sylvie, l'Autorité de régulation boursière..., op.cit, p 54.

TRAORE Seydou, « Les autorités administratives indépendantes dotées de la personnalité morale, vers une réintégration institutionnelle de la catégorie juridique », revue de droit administratif, N°8 du 1-8-2004, pp16-21

2 - يذكر منها ما صدر عن مجلس الدولة الفرنسي بتاريخ 22 جوان 1984.

« La responsabilité de l'Etat à raison du fonctionnement de la commission des opérations de bourse ne saurait être engagée qu'en cas de faute lourde de celle-ci ».

وفي هذا السياق صدرت أحكام أخرى نذكر منها:

- حكم صادر عن محكمة باريس في 5 مارس 1990.

- حكم صادر عن محكمة باريس في 15 جانفي 1993.

- حكم صادر عن محكمة الاستئناف بباريس في 6 أبريل 1994 بشأن قضية شركة ديامونتيير دانفر.

A propos de l'affaire de la compagnie des diamantaires d'Anvers consultez.

DECOOPMAN Nicolas, l'affaire de la compagnie diamantaires d'Anvers une faute lourde de la COB, note sous l'arrêt de la cour d'appel de Paris, chambre 1 du 06-04-1994, Recueil Dalloz Sirey N° 36 du 20/10/1994, pp 511-515.

Sur la même affaire KOVAR Jean Philippe, « La responsabilité des autorités de régulation face au dualisme juridictionnel », revue de droit bancaire et financier, n°2 du 01-03-2009, pp 16-18

المبحث الثاني

عدم انفراد اللجنة بسلطات ضبط السوق المالية

أرادت التشريعات الحديثة أن تظهر السلطات الإدارية المستقلة في مركز الاستقلالية في مواجهة السلطات الثلاث للدولة: التنفيذية، التشريعية والقضائية، وذلك عن طريق تدعيمها بسلطات شبيهة. هو مظهر جديد تظهر به الدولة⁽¹⁾ وسياسة جديدة يسميها البعض "بسياسة اكتساب المشروعية أو منح المشروعية"⁽²⁾.

يعاب على المشرع الجزائري عدم توحيد في النظام القانوني المطبق على مختلف الهيئات الإدارية التي اعتبرها هيئات إدارية مستقلة. فقد سبق التطرق إلى اختلاف هذه الأخيرة من حيث إطارها العضوي والوظيفي الذي خصها بها المشرع لممارسة مهامها على أحسن وجه. فلا تتمتع كل الهيئات الإدارية المستقلة بصلاحيات الجمع بين السلطات التنظيمية والرقابية والعقابية التي تتمتع بها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. تتمتع بعضها بمهام ضبطية قبلية وmission de régulation ex ante، إذ تتدخل بنفسها في وضع القواعد التي تحكم قطاعها ولها صلاحية اتخاذ قرارات إستراتيجية. يذكر منها لجنة ضبط البريد والمواصلات، لجنة ضبط الكهرباء والغاز، الوكالة الوطنية للممتلكات المنجمية وكذا مجلس النقد والقرض. في حين تكتفي باقي السلطات بسلطة ضبط بعدية mission de régulation ex post، تسهر بموجبها على حسن تطبيق القواعد المنظمة للقطاع دون المشاركة في وضعها، نذكر منها مجلس المنافسة، اللجنة المصرفية وكذا الوكالة الوطنية للجيولوجيا والمراقبة المنجمية⁽³⁾.

تمثل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة النموذج الأمثل لسلطات الضبط الاقتصادية في الجزائر من حيث جمعها للسلطات الثلاث. لكن بالتمعن في هذه السلطات يظهر أن اللجنة لا تتفرد بممارستها جميعا إنما تتقاسم السلطة التنظيمية مع السلطة التنفيذية (المطلب الأول)، وتتقاسم ممارسة السلطة الرقابية مع هيئات ضبط أخرى (المطلب الثاني)، في حين تتقاسم السلطة العقابية مع السلطة القضائية (المطلب الثالث).

1 - بن لطرش منى، " السلطات الإدارية المستقلة مظهر جديد للدولة"، مجلة إدارة، عدد 2، لسنة 2002، ص58.

2 - « Un titre de légitimité se dispute et ne s'acquiert qu'au cours d'une constante politique de légitimation ». HUBAC Sylvie et PISIER Evelyne, Les autorités face aux pouvoirs. In Les autorités administratives indépendantes sous la direction de COLLIARD Claude Albert et TIMSIT Gérard, édition P.U.F, Paris, 1988, p 124.

3 - ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, op.cit, p 110 – 111.

المطلب الأول

ازدواجية تنظيم السوق المالية من طرف اللجنة والسلطة التنفيذية

تعتبر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة سلطة إدارية مستقلة وضابطة السوق المالية، يفترض فيها أن تكون سيدة السوق، تنظمه وفقاً للمتطلبات الاقتصادية الوطنية والدولية، خاصة وأن المشرع عزز مركزها بمنحها سلطة قانونية تنظيمية تشرع بها ما تحتاجه السوق.

قيدت حرية اللجنة في تنظيم السوق بتدخل الحكومة، فرغم تفويض القانون السلطة التنظيمية للجنة (الفرع الأول)، إلا أن الحكومة تعود وتتدخل في ممارسة السلطة التنظيمية لتلازم اللجنة في ذلك سواء بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة (الفرع الثاني).

الفرع الأول

تفويض سلطة تنظيم السوق المالية للجنة

كرس الدستور الجزائري⁽¹⁾ مبدأ الفصل بين السلطات بتحديد نطاق كل سلطة. أسند السلطة التنفيذية إلى الجهاز التنفيذي المتمثل في شخص رئيس الجمهورية، والوزير الأول⁽²⁾. أسند السلطة التشريعية إلى البرلمان بغرفتيه⁽³⁾، أما السلطة القضائية فقد انفرد بها القضاء⁽⁴⁾.

منح القانون صلاحية إصدار أنظمة تنظم السوق المالية، للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفتها السلطة الضابطة في هذا المجال، لتشرع اللجنة عن طريق الأنظمة ما تراه مناسباً، لضمان حماية السوق والمستثمرين والمدخرين فيها. يتم التطرق من خلال هذا الفرع إلى أساس تفويض السلطة التنظيمية للجنة (أولاً)، دستورية السلطة التنظيمية التي تتمتع بها اللجنة (ثانياً)، مجال السلطة التنظيمية للجنة (ثالثاً)، ثم أدوات ممارسة السلطة التنظيمية من قبل اللجنة (رابعاً).

أولاً - أساس تفويض السلطة التنظيمية للجنة:

تجد السلطة التنظيمية التي تتمتع بها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أساسها القانوني

- 1 - الدستور الجزائري لسنة 1996، الصادر بموجب المرسوم الرئاسي رقم 96-438 المؤرخ في 7 ديسمبر 1996، المصادق عليه في استفتاء 28 نوفمبر 1996، الجريدة الرسمية عدد 76، الصادر في 8 ديسمبر 1996
- 2 - المواد من 70 إلى 97 من الدستور الجزائري لسنة 1996.
- 3 - المواد من 98 إلى 137 من الدستور الجزائري لسنة 1996.
- 4 - المواد من 138 إلى 158 من الدستور الجزائري لسنة 1996.

في المادة 31 من المرسوم التشريعي رقم 10/39 التي تنص على ما يلي: « تقوم لجنة عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم سير سوق القيم المنقولة وبسن تقنيات متعلقة على وجه الخصوص بما يأتي... ». تفويض لم يستحدثه المشرع الجزائري إنما نقله من نظيره الفرنسي الذي سبقه في منح سلطة تنظيمية للجنة عمليات البورصة COB ثم لخلفتها سلطة السوق المالية AMF⁽¹⁾.

ثانياً - دستورية السلطة التنظيمية التي تتمتع بها اللجنة:

خول المشرع الجزائري للجنة البورصة، قصد تنظيم السوق المالية، سلطة إصدار أنظمة تسيّر بها هذه السوق. سلطة تعود دستوريا للسلطة التنفيذية مجسدة في رئيس الحكومة الذي يتولى السهر على تنفيذ القوانين والتنظيمات⁽²⁾، استثناءً تعود بعض الاختصاصات التنظيمية لرئيس الجمهورية⁽³⁾. لهذا السبب توجب البحث في ما مدى دستورية المادة 31 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي تمنح السلطة التنظيمية في مجال السوق المالية للجنة البورصة؟

لم يهتم بالإجابة عن هذا السؤال لا المجلس الدستوري ولا الفقه ولا القضاء الجزائري⁽⁴⁾، في حين أثار هذا الموضوع جدلاً كبيراً في دول أخرى⁽⁵⁾. في فرنسا نظر المجلس الدستوري في

1 - Art L. 621-6 du code monétaire et financier « *pour l'exécution de la mission, la commission peut prendre des règlements concernant le fonctionnement des marchés placés sous son contrôle ou prescrivant des règles de pratique professionnelle qui s'imposent aux personnes faisant publiquement appel à l'épargne, ainsi qu'aux personnes qui, a raison leur activités professionnelles interviennent dans les opérations sur des titres placés par appel public à l'épargne ou assurent la gestion individuelle ou collective de portefeuilles de titre placés par appel public à l'épargne ou assurent la gestion individuelle ou collective de portefeuilles de titres* ».

Cet article a abrogé l'ancien article 4-1 alinéa 1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967.

Article modifié par l'art 8-II de la loi n° 2003/706 du 1^{er} Août 2008 rédigé comme suite « *pour l'exécution de ses missions l'autorité des marchés financiers prend un règlement général qui est publié au journal officiel de la république Française...* ».

2 - المادة 85 من الدستور الجزائري لسنة 1996.

3 - المادة 125 من الدستور الجزائري لسنة 1996.

4 - تواتي نصيرة، المركز القانوني للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومراقبتها، مرجع سابق، ص 81.

5 - إن أول تدخل للمجلس الدستوري الفرنسي كان عقب صدور قانون 27 نوفمبر 1988 المتضمن إنشاء السلطة العليا للاتصالات السمعية البصرية La haute autorité de la communication audiovisuelle، حيث قرر عدم مطابقة بعض أحكام هذا القانون للدستور الفرنسي.

CHEVALLIER. J. « Le nouveau statut de la communication audiovisuelle », *Revue AJDA*, 1987, p 59.

DERIEUX EMMANUEL, « Adoption des projet de lois de réforme du statut de la communication audiovisuelle », *revue droit de l'immatériel*, N°46 du 01-02-2009, pp 30-31. =

مدى دستورية السلطة التنظيمية المخولة للسلطات الإدارية المستقلة، في حين أن المادة 21 من الدستور الفرنسي تخول هذه السلطة أصالة لرئيس الحكومة واستثناءً لرئيس الجمهورية، إذ قرر المجلس أنه لا مانع من تفويض هذه السلطة من رئيس الحكومة إلى السلطات الإدارية المستقلة على أن يتم ذلك بموجب قانون⁽¹⁾ واشترط المجلس أن يكون مجال هذا التفويض محددًا مسبقًا⁽²⁾.

أجاب المجلس الدستوري في مجال السوق المالية، في قراره رقم 260/89 المؤرخ في 28 جويلية 1989، بشأن المهام التنظيمية التي يتمتع بها مجلس بورصة القيم (Conseil (CBV) des bourses de valeurs، في مجال العرض العلني للشراء أو المقايضة بدستورية هذا التفويض شأنه شأن القرارات السابقة للمجلس⁽³⁾.

طبقت الأحكام نفسها على لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB) حيث يعتبر مجال

=كما فصل المجلس الدستوري في دستورية السلطة التنظيمية التي تتمتع بها اللجنة الوطنية للإعلام والحريات La commission nationale de la communication et des libertés (CNCL).

وذلك في القرار رقم 217/86 المؤرخ في 18 سبتمبر 1986.

« Seule une délégation prévue par la constitution elle-même permet au législateur de modifier l'ordre de compétence. Or, lorsque le législateur accorde un pouvoir décisionnel aux autorités administratives indépendantes, il ne se départit pas de sa compétence législative. Le législateur ne fait qu'habiliter ces autorités pour fixer dans un domaine déterminé et dans le cadre défini par les lois et règlements, des normes permettant de mettre en œuvre une loi ». Commentaire sur l'arrêté de conseil constitutionnel, Revue d'actualité juridique et droit administratif AJDA, 1987, p 107.

1 - « Le conseil constitutionnel appelle que les dispositions de l'article 21 ne font pas obstacle à ce que le législateur confie à une autorité publique autre que le premier ministre le soin de fixer des normes permettant de mettre en œuvre une loi ».

B. GENEVOIS, « Le conseil constitutionnel et la définition des pouvoirs du CSA ». Revue Française du droit administratif, 1989, p 217. Pour le même auteur, « Le conseil constitutionnel et l'extension des pouvoirs de la commission des opérateurs de bourse ». Revue Française du droit administratif n° 1989, p 684 – 685.

2 - ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulations indépendantes dans le secteur financier en Algérie, op.cit, p 116.

TEITGEN Colly, « Les instances de régulation et la constitution », Revue du droit public 1990, p 172.

لمزيد من التفاصيل حول شروط اعتبار السلطة التنظيمية التي تمارسها الهيئات الإدارية المستقلة سلطة مشروعة دستورياً:

TEYSSIER David, « La régulation des marchés financiers », op.cit, p 62 et suite.

كذلك: محمد عبد اللطيف، "سلطة تنظيم الأسواق المالية، الإطار الدستوري والتنظيم التشريعي"، مرجع سابق، ص ص 79 – 88.

3 - « Cette décision est certes intervenue à propos des pouvoirs accordés à un organisme professionnel, mais il s'agit de l'application de sa Jurisprudence antérieure relative à l'octroi du pouvoir réglementaire aux autorités administratives indépendantes... ».

THOMASSET Pierre Sylvie, L'autorité de régulation boursière face aux garanties..., op.cit, p 27.

تدخلها لإصدار أنظمة محددة بحماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للادخار مع ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها، بالإضافة إلى مصادقة وزير الاقتصاد والمالية على هذه الأنظمة، فالسلطة التنظيمية (COB) في الحقيقة - ليست مستقلة ولا مباشرة كلية⁽¹⁾.

منحت صلاحيات السلطة التنظيمية في الجزائر لرئيس الحكومة بموجب المادة 125 من الدستور، يستعملها فقط في مجال تطبيق القانون. فهل تدخل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة باستعمالها للسلطة التنظيمية في تطبيق القوانين الخاضعة لقطاعها مخالف الدستور؟ حصلت اللجنة على السلطة التنظيمية بموجب تفويض من القانون وهو القانون المنشئ لها وليس بموجب تفويض من السلطة التنفيذية⁽²⁾. الأمر الذي يجعل ممارستها للسلطة التنظيمية دستوري ومشروع.

ثالثاً - مجال السلطة التنظيمية للجنة:

اعتبرت السلطة التنظيمية التي تتمتع بها اللجنة دستورية، لأنها تستمد مشروعيتها من القانون المنشئ لها، الذي يسمح لها بإصدار أنظمة يكون الغرض منها تنظيم السوق والسير على حسن سيرها بتطبيق النصوص القانونية أحسن تطبيق. على أن لا تتعدى هذه السلطة التنظيمية المجال المحدد لها قانوناً.

حددت مجالات السلطة التنظيمية للجنة بموجب المادة 31 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 وهي على النحو التالي: « تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم سير سوق القيم المنقولة، وتبين التقنيات المتعلقة على وجه الخصوص بما يأتي:

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية المطبقة عليهم.

1 - « Les règlements de la SBF comme ceux de la COB sont soumis à l'homologation du ministre chargé de l'économie par arrêté, si bien que leur pouvoir normatif n'est ni directe ni réellement autonome, il en est de même pour le pouvoir normatif de l'ART » : BERGER Jean-Louis, « Pou réglementaire et délégation de compétence normative », Revue de droit prospectif, Presses universitaires d'Aix Marseille n° 16 spécial, 2001, p 2378.

2 - « Lorsque l'autorité de régulation se voit reconnaître des compétences réglementaires à caractère technique, la question de la constitutionnalité d'une telle habilitation ne se pose pas dans les mêmes termes que lorsqu'il s'agit d'une véritable compétence normative comme dans le cas de la COSOB. Dans pareille situations une grande partie des règles d'application de la loi relèvent du pouvoir réglementaire de l'organe, un tel pouvoir ne relève point d'une quelconque délégation accordée par le pouvoir exécutif et qui placerait l'autorité de régulation dans la position de « sous-traitant » de ce dernier. C'est en effet la loi elle-même qui attribue le pouvoir réglementaire à la commission ».

ZOUAÏMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, op.cit, p 117.

- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات الواجب الإيفاء بها تجاه زبائنهم.
- الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته المذكورة في المادة 19 مكرر 2 أعلاه.
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات.
- شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات.
- 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 المنقولة في البورصة.
- محتوى الشروط الإلزامية الواجب إدراجها في عقود التفويضات بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبونهم.
- العروض العمومية لشراء القيم المنقولة.
- القيام دورياً بنشر المعلومات التي تخص الشركات المحددة أسعار قيمها⁽¹⁾.

رابعاً - أدوات ممارسة اللجنة للسلطة التنظيمية:

تتخذ اللجنة عدة وسائل لممارسة سلطتها في تنظيم السوق، تختلف باختلاف موضوع التنظيم وباختلاف الأشخاص المخاطبين به، تتمثل هذه الوسائل فيما يلي⁽²⁾:

أ - الأنظمة Les règlements:

تستعين لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أساساً بالأنظمة لتنظيم سوق القيم المنقولة. وهي بمثابة مجموعة القواعد التي تأتي لتطبيق نصوص تشريعية وتنظيمية سابقة، لذا يسميها البعض بالسلطة التنظيمية التطبيقية⁽³⁾.

- 1 - أضيفت الفقرات التسع الأخيرة بموجب الاستدراك المنشور في الجريدة الرسمية عدد 32، الصادر في 07 ماي 2003.
- 2 - حددت اللجنة بنفسها الوسائل التي ستستعين بها لممارسة سلطتها التنظيمية وذلك في نظامها الداخلي، فنصت المادة 24 من النظام ذاته على ما يلي:

Article 24 : « Pour mettre en œuvre les missions d'ont elle a la charge, la commission prend des règlements, des décisions, des instructions fait des recommandations et émet des avis. La commission fixera les différentes catégories de textes ainsi que les modalités et les conditions de leur mise en œuvre ».

- 3 - تواتي نصيرة، المركز القانوني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مرجع سابق، ص 116.

تطبيقاً لأحكام المادة 31 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 لا يجوز للجنة سن أنظمة خارج المجالات التي حددتها هذه المادة، وإن احترمت اللجنة هذه المجالات فإن أنظمتها لا تتمتع بأي مركز قانوني ولا قوة إلزامية إلا بعد مصادقة وزير المالية عليها وإصدارها في الجريدة الرسمية⁽¹⁾.

تخاطب اللجنة بأنظمتها جمهوراً عريضاً يتمثل في كل المتعاملين بهذه السوق، الهياكل، المصدرين، المستثمرين حتى الراغبين في الدخول لهذه السوق، فهي تنطق بالعمومية، لذا يصف البعض سلطة اللجنة في إصدار الأنظمة بسلطة تنظيمية عامة⁽²⁾.

ترك المشرع الجزائري الحرية المطلقة للجنة في كيفية اتخاذ أنظمتها وصياغتها، دون أن يلزمها باتخاذ إجراءات محددة مسبقاً في سبيل ذلك، عكس المشرع الفرنسي الذي يلزم سلطة السوق المالية (AMF) بمجموعة من الإجراءات واستشارة بعض الهيئات قبل اتخاذ أنظمتها⁽³⁾.

ب - التعليمات Les instructions:

عرفت اللجنة بنفسها المقصود من التعليمات التي تتخذها ذلك بموجب المادة 25 من نظامها الداخلي، فحسب هذه المادة فالتعليمات هي تصرفات تبين مجموع القواعد الموضوعية والإجرائية وكذا شروط تطبيق قرارات اللجنة⁽⁴⁾. بحسب هذا المفهوم، فإن التعليمات ما هي إلا نصوص تطبيقية تساعد على اتخاذ قرارات فردية، بوضع الإطار العام لهذه القرارات.

كانت لجنة عمليات البورصة الفرنسية تستعين بالتعليمات لتنظيم السوق المالية قبل أن يعترف لها القانون بصلاحيات إصدار الأنظمة⁽⁵⁾، فوجد الفقه الفرنسي موضوعاً يبحث فيه ألا وهو الطبيعة القانونية لهذه التعليمات ومدى إلزاميتها. فهل تتمتع بنفس القوة الإلزامية كالأنظمة؟

1 - تنص المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على ما يلي: « يوافق على اللوائح التي تسنها اللجنة عن طريق التنظيم، وتشر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية مشفوعة بنص الموافقة ».

2 - حفيظة زوار، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية مستقلة، مرجع سابق، ص ص 79-80.

3 - « Le législateur impose à L'AMF un certain processus d'élaboration de la règle, bien que les auteurs du marché participent déjà fortement au collège de L'AMF, l'autorité devra procéder à de large consultation avant de prendre les textes... ».

BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p 255.

4 - Art 25 du règlement intérieur de la COSOB.

« Les instructions sont des actes qui précisent, par des règles de fond et de procédures, les conditions dans lesquelles les décisions de la commission sont appliquées ».

5 - BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p 260.

ROBERT Marie-Claude et LABBOZ Béatrice, La commission des opérations de bourse. Répertoire commercial, Tome édition Dalloz, Paris, 1994, p 19.

هل يمكن للقاضي الاستعانة بها؟ هل يمكن للمتقاضين الاستعانة بها في طعونهم القضائية؟ وغيرها من الأسئلة التي أثارها الفقه⁽¹⁾. لكن المشرع الفرنسي بصياغته للمادة L 621-6 من التقنين النقدي والمالي، لم يمنح التعليمات ولا التوصيات نفس القيمة القانونية التي منحها للأنظمة وجعلها مجرد قرارات تفسيرية وتطبيقية للأنظمة، مجردة بذلك من أية قوة إلزامية⁽²⁾.

يمكن التساؤل حول الطبيعة القانونية للتعليمات التي تصدر عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائية. يجب القول أن جميع الأعمال الصادرة عن اللجنة تكتسي القيمة القانونية نفسها بموجب المادة 25 من نظامها الداخلي، فالتعليمات الصادرة عنها لا تختلف من حيث القيمة القانونية عن التعليمات الصادرة عن أية هيئة إدارية أخرى، فهي بمثابة لوائح تنظيمية داخلية تلزم الأفراد المخاطبين بها.

أصدرت اللجنة عند تنصيبها عددا هاما من التعليمات تشرح فيه القواعد الموضوعية والإجرائية التي يجب على المتدخلين في السوق إتباعها واحترامها.

ج - التوصيات Les recommandations:

تعتبر التوصيات أداة شرح وتفسير للنصوص التشريعية والتنظيمية في المجالات التي لا تتمتع فيها اللجنة بسلطة القرار⁽³⁾، فهي لا تنطوي على أية قوة إلزامية، وعليه يمكن تشبيهها بالتوصيات التي تصدرها الهيئات والمنظمات الدولية⁽⁴⁾، من جانبه مجلس الدولة الفرنسي يعتبر هذه التوصيات مجرد منشورات إدارية تفسيرية⁽⁵⁾.

1 - BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, droit des marchés financiers, op.cit, p 260.

2 - Art L 621-6 alinéa 2 : « *L'autorités des marchés financiers peut pour l'application de son règlement général et l'exercice de ses autres compétence, prendre des décisions de portée individuelle. Elle peut également publier des instructions et des recommandations aux fins de préciser l'interprétation du règlement général* ».

3 - زوار حفيظة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية مستقلة، مرجع سابق، ص 85.

4 - DE VAUPLANE Hubert et BORNET Jean-Pierre, Droit de la bourse. Editions Litec, Paris, 1994, p 137.

5 - « *Des circulaires administratives interprétatives privées de valeur Juridique, elle ne peuvent être ni attaquées devant les Juridictions administratives ni invoquées à l'appui d'un de* ».

Décision du conseil d'état Français du 29 Janvier 1954.

BONNEAU Thierry et DRUMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p 261.

dans le même sens : SCHMIDT Dominique, Commentaire sur la recommandation n° 2003-01 de la COB relative aux procédures dites « Data Room », Juris-Classeur périodique, semaine juridique, édition entreprise N°15 du 08/04/2004 Edition, Dalloz, Paris, 2004, p 604.

حددت المادة 26 من النظام الداخلي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة موضوع التوصيات التي تصدرها اللجنة وهو على النحو التالي:

- إعلام جيد عن كل الأعوان الفاعلين في سوق القيم المنقولة.
- احترام المساواة بين المستثمرين.
- التطبيق الأمثل للنصوص التشريعية والتنظيمية⁽¹⁾.

رغم تحديدها لمجال تدخلها بالتوصيات، إلا أنها وحسب تصريحات السكرتير العام للجنة، لم يسبق لهذه الأخيرة أن أصدرت توصيات منذ نشأتها⁽²⁾.

د - الآراء Les avis:

تنص المادة 27 من النظام الداخلي للجنة على أن الآراء الصادرة عن اللجنة تهدف إلى تفسير بعض النصوص التشريعية والتنظيمية، كما يمكن للجنة إصدار آراء حينما تطلب منها ذلك المؤسسات أو الهيئات الخاصة أو العامة⁽³⁾. تسمح هذه الآراء للجنة بعرض موافقتها حول المسائل التي تطرح عليها مثلها مثل الوزير الذي يجيب على أسئلة البرلمانين⁽⁴⁾، رغم عدم تمتع الآراء بأية قوة إلزامية إلا أن الأفراد المخاطبين يلتزمون بها بالنظر إلى مركز اللجنة في السوق⁽⁵⁾.

حول القانون رقم 04/03 لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة صلاحية إيداء آراء لوزير المالية، بمناسبة الأحكام المطبقة على شركة تسير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي على السندات باعتبارهما هيئتان خاضعتان لرقابتها⁽⁶⁾.

1 - Art 26 du règlement intérieur de la COSOB « *Les recommandations ont pour objet :*

* *Une meilleure information de tous les acteurs du marché des valeurs mobilières.*

* *Le respect de l'égalité entre les investisseurs.*

* *Une application conforme aux dispositions l'égalité et réglementaires ».*

2 - تواتي نصيرة، المركز القانوني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مرجع سابق، ص 125.

3 - Art 27 du règlement intérieur de la COSOB.

« *Les avis rendus par la commission ont pour objet l'interprétation de certain dispositions législatives et réglementaires. Elle formule également des avis lorsque elle est saisie par toutes institutions ou organisme publics ou privés ».*

4 - M. GUILLAUME Hoffman, « Les actes Juridiques de la commission des opérations de bourse », *Revue d'actualité juridique et droit administratif AJDA*, 1982, pp 683 – 688.

5 - BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, *Droit des marchés financiers*, op.cit, p 261.

6 - تنص المادة 9 من القانون رقم 04/03 على ما يلي: « *يتم المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق لـ 23 مايو سنة 1993، المعدل والمتمم والمنكور أعلاه، بمادة 19 مكرر، تحرر كما يأتي: « يجب أن يخضع وضع القانون الأساسي وتعديلاته وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين لشركة تسير البورصة للقيم المنقولة على موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ... ».* »

هـ - المنشورات Les Communiqués:

تلجأ اللجنة إلى إصدار المنشورات لإعلام الجمهور المتعاملين في السوق بالمعلومات التي ترغب اللجنة إيصالها إليهم، وقد سمح المشرع الفرنسي لسلطة السوق المالية بالجوء إلى هذه الوسيلة لإبداء موقفها من شركات متعاملة في السوق أو من عمليات ترغب هذه الشركات إنجازها في السوق⁽¹⁾.

يمكن للجنة أن تعلم الجمهور بنتائج التحقيقات التي تجريها مصالحها ضد أحد الشركات⁽²⁾ أو إظهار موقفها من طلب تقدمه شركة لطرح قيمها في السوق عن طريق المنشورات⁽³⁾. يمكن الإطلاع على هذه المنشورات في موقعها الإلكتروني⁽⁴⁾.

الفرع الثاني

ملازمة السلطة التنفيذية للجنة في ممارسة السلطة التنظيمية

اعتبر المشرع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بسلطة ضابطة في مجال السوق المالية، لذا منحها سلطة التشريع بأدوات مختلفة قصد تنظيم السوق وحماية المدخرين والمستثمرين فيها لتكون بذلك سيدة السوق بلا منازع. لم تسلم السلطة التنفيذية بهذا التفويض، فما فتئت تراحم اللجنة في صلاحياتها في تنظيم السوق وصارت تلازمها فيه.

تتدخل السلطة التنفيذية في تنظيم السوق المالية بوجهين مختلفين، تدخل مباشر عن طريق إصدار مراسيم تنفيذية (أولاً)، وتدخل غير مباشر عن طريق المصادقة على أنظمة اللجنة (ثانياً).

أولاً - التدخل المباشر للسلطة التنفيذية عن طريق المراسيم التنفيذية:

أتبعت السلطة التنفيذية المرسوم التشريعي رقم 10/93، بجملة من المراسيم التنفيذية

كما نصت المادة 19 مكرر 2/2 من نص المرسوم على ما يلي: «... 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...».

1 - Art L 621-18 Alinéa 4 au code monétaire et financier «... *L'autorité des marchés financiers peut porter à la connaissance du public les observations qu'elle a été amenée à faire à un émetteur ou les informations qu'elle estime nécessaires* ».

2 - Par exemple le communiqué relatif au suites donnés à l'enquête sur le marché du titre.
le bulletin de la COB n° 300 du mois de Mars 1996, à consulter sur : www.cob.fr.

3 - Le communiqué de L'AMF du 1^{er} Juin 2004, mise en garde de L'AMF contre les activités de la société NET spéculation, à consulter sur le site : www.amf.fr.

4 - <http://www.cosob.org/arch-comuniques.htm>.

المتضمنة كيفية تطبيق أحكامه. لم تسلب الحكومة هذا الحق من اللجنة المختصة بإصدار مثل هذه النصوص، بل يستمد مشروعيتها ووجوده من المرسوم التشريعي رقم 10/93، إذ يحيل في أغلب موادّه إلى تنظيم يصدر لاحقاً. إلا أنّ كلمة التنظيم التي وردت خلال هذا المرسوم لا تحدد الجهة المختصة بإصداره، وعلى الأرجح أن تكون اللجنة، تطبيقاً لأحكام المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 10/93. لكن تأخر تنصيب اللجنة هو الذي فسح المجال أمام الحكومة لتنظيم السوق المالية عن طريق المراسيم التنفيذية. رغم تنصيب لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في سنة 1996، لم تنسحب السلطة التنفيذية من هذا الحقل إنما بقيت ملازمة للجنة في ممارسة هذا الاختصاص.

صدر عن الحكومة عدة مراسيم تنفيذية يذكر منها:

* المرسوم التنفيذي رقم 175/94 المؤرخ في 13 يونيو سنة 1994، يتضمن تطبيق المواد 21، 22 و 29 من المرسوم التشريعي رقم 10/93⁽¹⁾.

* المرسوم التنفيذي رقم 176/94 المؤرخ في 13 يونيو 1994، يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 10/93⁽²⁾.

* المرسوم التنفيذي رقم 438/95 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995، يتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات⁽³⁾.

* المرسوم التنفيذي رقم 102/96 المؤرخ في 11 مارس 1996، يتضمن تطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 10/93⁽⁴⁾.

* المرسوم التنفيذي رقم 474/96 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996 المتعلق بتطبيق المادتين 8 و 32 من الأمر رقم 08/96 المؤرخ في 10 يناير 1996 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة⁽⁵⁾.

* المرسوم رقم 170/98 المؤرخ في 20 مايو 1998 يتعلق بالشكاوي التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها⁽⁶⁾.

1 - الجريدة الرسمية عدد 14، الصادر في 26 جوان 1994.

2 - الجريدة الرسمية عدد 4، الصادر في 26 جوان 1994.

3 - الجريدة الرسمية عدد 80، الصادر في 24 ديسمبر 1995.

4 - الجريدة الرسمية عدد 18، الصادر في 20 ديسمبر 1996.

5 - الجريدة الرسمية عدد 84، الصادر في 19 ديسمبر 1996.

6 - الجريدة الرسمية عدد 34، الصادر في 24 ماي 1998.

- * قرار وزير المالية المؤرخ في 2 أوت 1998 يتضمن تطبيق المادة 3 من المرسوم التنفيذي رقم 170/98، المتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها⁽¹⁾.
- * قرار وزير المالية المؤرخ في 5 أوت 1998 المتضمن تطبيق المادة 52 من الأمر رقم 08/96 المؤرخ في 10 يناير 1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة⁽²⁾.
- * قرار وزير المالية المؤرخ في 13 أوت 1998 يتضمن تطبيق المادة 96 من الأمر رقم 08/96 المؤرخ في 10 يناير 1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة⁽³⁾.

ثانياً - التدخل غير المباشر للسلطة التنفيذية عن طريق المصادقة على أنظمة اللجنة:

أكد المشرع على تبعية اللجنة للسلطة التنفيذية من خلال إخضاع أنظمتها لمصادقة وزير المالية، طبقاً لما نصت عليه المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 10/93⁽⁴⁾. استعمل المشرع من خلال هذه المادة مصطلح الموافقة (approbation) بدلاً من مصطلح المصادقة (homologation) ولذلك مغزى بالغ الأهمية.

ميز الفقه في فرنسا بين أنواع الرقابة التي تمارسها السلطة العامة على القرارات ذات الطابع التنظيمي الصادرة عن الهيئات الإدارية المستقلة، منها المصادقة التي تتواجد في قاعدة هرم الرقابة والتي تختلف عن الموافقة التي تضي الطابع الرسمي على النص الموافق عليه، وعن الاعتماد الذي يفرض على طالبه التزاماً بالقيام بعمل وأخيراً عن الترخيص الذي يجب أن يكون سابقاً على العمل ذاته⁽⁵⁾. يرى الأستاذ زوايمية أن المشرع حينما استعمل مصطلح الموافقة لا يقصد منه أن النظام لا يملك قوة قانونية في حد ذاته إلا بعد صدور قرار الموافقة، بل أن موافقة وزير المالية شرط لنشر النظام في الجريدة الرسمية وإدخاله حيز التنفيذ، لولاها

1 - الجريدة الرسمية عدد 70 الصادر في 01 سبتمبر 1998.

2 - الجريدة الرسمية عدد 70 الصادر في 20 سبتمبر 1998.

3 - الجريدة الرسمية عدد 70 الصادر في 20 سبتمبر 1998.

4 - تنص المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على ما يلي: « يوافق على اللوائح التي تسنها اللجنة عن طريق التنظيم وتنشر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية مشفوعة بنفس الموافقة ».

5 - « Dans le cas des décisions de la COSOB on peut penser que ce n'est pas l'arrêt du ministre des finances qui les élève au rang de règlement. Bénéficiant en elles-mêmes de la qualification d'octroi administratif à caractère réglementaire, l'approbation est simplement considérée comme une condition de leur entrée en vigueur dans la mesure où elle se traduit leur publication au journal officiel. A ce titre, l'approbation peut être considérée comme un acte perfectif.

Toutefois, dans la mesure où le texte non approuvé reste à l'état de projet, on saisit l'importance réelle de l'acte d'approbation qui conditionne en définitive l'existence même de tels règlements ».

CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers..., op.cit, p 57.

لبقي النظام مجرد مشروع⁽¹⁾. استعمل المشرع الفرنسي على خلاف المشرع الجزائري، مصطلح المصادقة في المادة L621-6 في التقنين النقدي والمالي⁽²⁾ وجعله من صلاحيات وزير الاقتصاد، في حين أن أنظمة لجنة بورصة أمريكا (SEC) لا تخضع لمصادقة السلطة التنفيذية إنما لمصادقة الكونجرس⁽³⁾.

يمكن مقارنة وضع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بوضع مجلس النقد والقرض، فالمشرع لم يخضع الأنظمة الصادرة عن المجلس لمصادقة وزير المالية. يظهر في الوهلة الأولى أن المجلس يتمتع باستقلالية وظيفية أكبر من اللجنة في مجال السلطة التنظيمية، إذ هو في منأى عن تدخل السلطة التنفيذية في أعماله، لكن بالتمعن في أحكام المواد 63، 64، 65 من الأمر رقم 11/03 سنكون رأياً مخالفاً، إذ أخضع المشرع أنظمة المجلس إلى ما يعرف بالقراءة الثانية أو المداولات الثانية⁽⁴⁾.

يبلغ محافظ بنك الجزائر مشاريع الأنظمة إلى الوزير المكلف بالمالية الذي يتاح له أجل عشرة (10) أيام لطلب تعديلها قبل إصدارها خلال اليومين اللذين يليان موافقة المجلس عليها، ويجب على المحافظ أن يستدعي حينئذ المجلس للاجتماع في أجل خمسة (5) أيام ويعرض عليه التعديل المقترح، ويكون القرار الجديد الذي يتخذه المجلس نافذاً مهما يكن مضمونه. لا يعتبر رأي الوزير ملزماً للمجلس، فإذا رأى المجلس عدم جدوى تعديل المشروع المرفوع للوزير فله أن يصدره في الحالة التي هو عليه في الجريدة الرسمية، ليصبح نافذاً ويحتج به في مواجهة الغير بمجرد نشره. مع احتفاظ الوزير بحقه في الطعن بالإبطال أمام مجلس الدولة ضد النظام الذي يصدره المجلس رغم طلب الوزير تعديله، إلا أن هذا الطعن ليس له أثراً موقفاً لنفاذ النظام محل الطعن⁽⁵⁾.

يستخلص من خلال هذه المقارنة أن السلطة التنفيذية تتدخل في أعمال الهيئتين، لكن

1 - ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendante dans le secteur financier en Algérie, op.cit, p 29.

2 - Art L 621-6 « *pour l'exécution de ses missions l'autorité des marchés financiers prend un règlement général qui est publié au journal officiel de république Française après homologation par arrêté du ministre chargé de l'économie* ».

3 - « L'exercice de ce large pou réglementaire reconnu à la SEC et à la COB n'est cependant pas véritablement autonome. En effet, il est soumis aux Etats-Unis à un contrôle parlementaire a priori, et en France à un contrôle ministériel a posteriori ».

CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers..., op.cit, p 57.

4 - ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendante dans le secteur financier en Algérie, op.cit, p 29.

5 - المادة 65 من الأمر رقم 11/03 المتعلق بالنقد والقرض، السابق ذكره.

بوجهين مختلفان، ففي الوقت الذي تخضع أنظمة اللجنة للمصادقة قبل إصدارها في الجريدة الرسمية، يمكن للمجلس إصدار أنظمته دون موافقة الوزير عليها، لكن الوزير يحتفظ بحق طلب إبطال هذه الأنظمة.

المطلب الثاني

ضبط السوق عن طريق رقابة نشاطها والمتعاملين فيها

تراقب لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، كل الأعوان الاقتصاديين المتدخلين في السوق وكل العمليات المنجزة فيها، بصفتها سلطة ضبط السوق المالية (الفرع الأول)، إلا أن اللجنة لا تتفرد بهذه الصلاحيات، فقد تتدخل سلطات ضبط أخرى في أداء هذه المهمة بصفة موازية للجنة لكن مغايرة للرقابة التي تمارسها هذه الأخيرة (الفرع الثاني).

الفرع الأول

صلاحيات اللجنة في مراقبة السوق

تضبط لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السوق المالية عن طرق آلية ثانية لا تقل أهمية عن آلية التنظيم وهي آلية الرقابة. تسهر اللجنة على السير الحسن للسوق وعلى حماية المدخرين والمستثمرين فيها، من خلال الرقابة التي تمارسها على كل من المتدخلين في السوق والمنتجات المالية المقيدة فيه. تتخذ هذه الرقابة مظهران أساسيان هما : الرقابة السابقة والرقابة اللاحقة.

أولاً - الرقابة السابقة:

يقصد بالرقابة السابقة أو الرقابة القبلية، تلك الرقابة التي تمارسها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على الأعوان الاقتصاديين قبل دخولهم في السوق المالية عن طريق اجراء الاعتماد المسبق. كما تمارس رقابة سابقة على المنتجات المالية قبل دخولها في السوق، أي قبل طرحها في السوق الأولية عن طريق اجراء التأشير على المذكرة الاعلامية التي تلتزم بإعدادها الشركة المصدرة.

أ - رقابة الأعوان المتدخلين في السوق:

تسهر اللجنة على انتقاء هذه الفئة بفرض شروط الالتحاق بمهنة الوسيط في عمليات البورصة وكذا هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، فحماية السوق تتحقق بنوعية المهنيين المنخرطين

فيها⁽¹⁾. خول المرسوم التشريعي رقم 10/93⁽²⁾ للجنة صلاحية تحديد شروط الالتحاق بهذه المهن عن طريق أنظمتها⁽³⁾، شروط يجب أن تتوفر في كل من يرغب في الحصول على اعتماد اللجنة، الذي بدونه لا يتسنى له الدخول في السوق المالية ولا الاستثمار فيها.

يودع طالب الاعتماد ملفا أمام اللجنة التي تنتظر في مدى استقائه للشروط المعدة مسبقا، إن كان كذلك تصدر اللجنة بشأنه قرارا بالاعتماد لممارسة نشاط الوساطة بصفة محددة أو غير محددة. قد ترفض اللجنة منح الاعتماد إذا رأت داعيا لذلك، وهذا بموجب قرار معلل قابل للطعن⁽⁴⁾. يجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يقدموا ضمانات كافية لاسيما فيما يخص تكوين رأسمالهم ومبلغه وتنظيمهم، ووسائلهم التقنية والمالية، وما يجب عليهم تقديمه من ضمانات وكفاءات وشرف مسؤوليهم وأعاونهم وخبرتهم وأمن عمليات زبائنهم. كما تمنح اللجنة اعتمادا لهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، بعد موافقتها على القانون الأساسي لشركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير ونظام الصندوق المشترك للتوظيف.

1 - « La protection des marchés financiers est assurée par la qualité des professionnels appelés à investir sur ces marchés ».

BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p 264.

2 - تنص المادة 5 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على ما يلي: « لا يجوز إجراء أية مفاوضات تتناول قيما

منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة... »

تحدد لائحة اللجنة شروط تحقيق عمليات التداول هذه وكذلك صفة المتدخلين ».

كما نصت المادة 9 من المرسوم التشريعي رقم 10/93: « تعتمد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الوسطاء في

عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها المذكورة في المادة 31 من المرسوم التشريعي رقم 10/93... ».

أما بشأن هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، فإن النصوص القانونية التي خولت للجنة تحديد شروط الالتحاق بهذه المهنة هي: الأمر رقم 08/96 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

(هـ.ت.ج.ق.م) و(ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، الجريدة الرسمية عدد 03 الصادر في 14 يناير 1996.

الذي نص في المادة السادسة منه بشأن شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير على ما يلي: « لا يمكن تشكيل

(ش.إ.ر.م.م) إلا إذا اعتمدت (ل.ن.م.ع.ب) مسبقا قوانينها الأساسية ». أما بشأن الصندوق المشترك للتوظيف،

فقد نصت المادة 18 من الأمر نفسه على: « لا يمكن تأسيس أي (ص.م.ت) إلا إذا اعتمدت (ل.ن.م.ع.ب)

مسبقا مشروع نظامه ».

3 - تتمثل هذه الأنظمة في كل من:

* النظام رقم 03/96 المؤرخ في 3 جويلية 1996، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، الجريدة الرسمية عدد 36، الصادر في 01 جوان 1997.

* نظام لجنة تنظيم عمليات لبورصة ومراقبتها رقم 04/97 المؤرخ في 25 نوفمبر 1997، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (هـ.ت.ج.ق.م)، الجريدة الرسمية عدد 87، الصادر في 29 ديسمبر 1997.

4 - المادة 7 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، السابق ذكره.

تركز اللجنة شروطها على كل ما من شأنه أن يضمن أمن السوق وحماية المدخرين، خاصة الكفاءة المهنية للمتدخلين، ملاءتهم المالية، وحسن سيرتهم وشرفهم، بالإضافة إلى جملة من الضمانات التي يجب توفيرها وتقديمها درءاً لبعض المخاطر⁽¹⁾ وإن كان الاستثمار في السوق المالية استثماراً قائداً على المخاطرة والمجازفة.

ب - رقابة المنتجات المالية:

تراقب اللجنة كل منتج مالي أو قيم منقولة تدخل السوق المالية، وذلك بواسطة إجراء التأشير المسبقة، التي تمنحها اللجنة للشركة الراغبة في طرح قيمها المنقولة على الجمهور بغرض الاكتتاب فيها. تصدر اللجنة تأشيرتها بعد التأكد من استقاء الشركة المعنية لجملة من الشروط واحترامها لإجراءات الإصدار.

يجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر أوراق مالية أو أي منتج مالي آخر باللجوء العلني للإدخار، أن تنشر مسبقاً مذكرة موجهة إلى الجمهور مؤشراً عليها من قبل اللجنة. تتضمن المذكرة تنظيم الشركة، وضعيتها المالية، وتطور نشاطها⁽²⁾.

تهدف اللجنة من اشتراط نشر هذه المذكرة إلى ضمان إعلام الجمهور، بشكل يمكن المستثمرين من اتخاذ قراراتهم عن دراية. علاوة على العناصر الإلزامية التي نص عليها القانون التجاري⁽³⁾، يجب أن تتضمن المذكرة الإعلامية جملة من بيانات حول مصدر القيم المنقولة وتنظيمه، وضعيته المالية، تطور نشاطه، موضوع العملية المزمع إنجازها وخصائصها⁽⁴⁾. يمكن للجنة أن تطلب إضافة أو تعديل بعض البيانات المذكورة كما يمكن أن ترفض التأشير عليها إذا رأت نقصاً فيها⁽⁵⁾.

1 - المادة 41 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدلة بموجب القانون رقم 04/03، السابق ذكرهما.

2 - وأكثر تفاصيل ودقة، سترس هذه العناصر في الفصل الثاني من هذا الباب.

3 - وهي النشرة الرسمية للإعلانات القانونية، وكذا البيانات الواردة في المرسوم التنفيذي رقم 438/95 المؤرخ في 1995/12/23، المتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلق بشركات المساهمة والتجمعات، الجريدة الرسمية عدد 80، الصادر في 24 ديسمبر 1995، وردت هذه البيانات في المادة 9 من هذا المرسوم.

4 - نصت على ذلك المادة 03 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/96 المؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيماً منقولة، الجريدة الرسمية عدد 36، الصادر في 01 جوان 1997، والمعدل والمتمم بالنظام رقم 01/04 المؤرخ في 8 جويلية 2004، السابق ذكرهما.

5 - المادة 42 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، السابق ذكره.

ثانياً - الرقابة اللاحقة:

يقصد بالرقابة اللاحقة، تلك التي تمارسها اللجنة على المتدخلين في السوق بمدى انصياعهم للنصوص القانونية والقواعد التنظيمية التي تحكم نشاطهم، وكذا احترامهم لحدود اعتمادهم والالتزامات تجاه اللجنة وتجاه الزبائن لتحقيق ذلك تراقب اللجنة جميع العمليات المنجزة في السوق، كما تراقب نوعية ودورية المعلومات الموضوعة تحت تصرف الجمهور.

أ - مراقبة الإعلام الموجه للجمهور:

لا يتوقف دور اللجنة عند التأشير على المذكرة الإعلامية لإصدار القيم المنقولة، بل تتبع مسار القيم المصدرة داخل السوق والعمليات الواردة عليها، من حيث مدى نزاهتها وشفافيتها من جهة، ومن جهة أخرى تراقب مدى احترام وتطبيق الإجراءات القانونية من قبل الشركات المصدرة وجميع الفاعلين والمتدخلين داخل السوق. يتأتى ذلك كله للجنة من اشتراطها على هذه الشركات إعلاماً دورياً صحيحاً ودقيقاً يوجه للجنة وللجمهور على حد سواء.

ألزمت اللجنة بموجب النظام رقم 02/2000⁽¹⁾، مصدر القيم المنقولة بإعلام الجمهور على الفور بكل تغيير أو واقعة مهمة، قد تؤثر بصفة ملموسة في سعر القيم المنقولة، شريطة أن تكون المعلومة الموجهة للجمهور صحيحة، دقيقة وصادقة. فكل معلومة يتضح أنها خاطئة أو غير محددة أو مغرضة، تعرض صاحبها لعقوبة⁽²⁾. يمكن للجنة إذا اقتضت حماية المستثمرين أو حسن سير السوق ذلك، مطالبة المصدر بنشر بعض المعلومات حسب الشكل والأجل الذين تحددهما، وفي حالة عدم التزام المصدر بواجباته يمكن للجنة القيام بنشر هذه المعلومات على نفقة المصدر⁽³⁾.

تراقب اللجنة نشاط الشركة المصدرة ذاتها، إضافة على رقابة المعلومات الخاصة بالقيم المنقولة، عن طريق نشر تقارير دورية سنوية تحتوي على الجداول المالية السنوية، وتقرير مندوب أو مندوبي الحسابات والمعلومات الأخرى التي تتطلبها تعليمة اللجنة، وذلك خلال 30

1 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-2000 مؤرخ 20 جانفي 2000، يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 50، الصادر في 16 أوت 2000.

2 - نصت على هذه العقوبات المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدلة بموجب القانون رقم 04/03، السابق ذكرهما.

3 - المادة 6 من النظام رقم 02-2000 المذكور أعلاه.

يوما على الأكثر قبل اجتماع الجمعية العامة العادية للمساهمين. تحتوي هذه الجداول على ميزانية الشركة، جدول حسابات النتائج، مشروع تخصيص النتائج، المذكرات الملحق بالجدول المالية⁽¹⁾. كما تتضمن تقريراً عن السنة المالية الأخيرة، وتقريراً يقارن نتائج السنة المالية الحالية بالسنة الفارطة. تودع هذه التقارير لدى اللجنة ولدى شركة إدارة بورصة القيم، كما تنشر في جريدة أو عدة جرائد ذات توزيع وطني. تلزم اللجنة الشركة المصدرة بإيداع وثيقة موجهة للمساهمين وشركة إدارة بورصة القيم قبل تاريخ إرسالها كأقصى أجل⁽²⁾.

يجب أن يودع المصدر لدى اللجنة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة تقريراً سداسياً عن تسيير الشركة إلى جانب التقرير السنوي. يحتوي هذا التقرير على جداول المحاسبة السداسية، المتمثلة في جدول حسابات النتائج، ومذكرات ملحقة بجدول الحسابات السداسية. تشمل هذه المذكرات كل أعمال الشركة منذ اختتام السنة المالية المنصرمة إلى غاية نهاية السداسي الأول، مع إجراء مقارنة بين نتائج السداسي الحالي والسداسي السابق. تخضع جداول المحاسبة السداسية إلى تدقيق مندوبي الحسابات الذي يحرر شهادة بمدى مطابقتها لقواعد المحاسبة أو بالتحفظ عليها. يتعرض المصدرون الذين لا يحترمون قواعد هذا النظام إلى عقوبات صارمة، سواء تأخروا في إيداع مثل هذه التقارير والجدول السنوية أو السداسية، أو أودعوها لكنها أنجزت على نحو يخالف ما أقرته اللجنة من خلال النظام رقم 02/2000⁽³⁾.

ب - التحقيقات الميدانية:

قصد ضمان تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والرقابة، تجري اللجنة تحقيقات ميدانية لدى الشركات التي تلجئ للادخار العلني وكذا البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة ولدى الأشخاص الذين يقدمون نظراً لنشاطهم المهني، مساهماتهم في العمليات الخاصة

1 - المواد 7، 8، 9 من النظام رقم 02-2000 السابق ذكره.

2 - المادة 14 من النظام رقم 02-2000 السابق ذكره.

3 - المادة 21 من النظام رقم 02-2000 السابق ذكره.

أما عن العقوبات التي يتعرض لها المصدر طبقاً لأحكام المادة 21 من هذا النظام فهي تلك التي نصت عليها المادة 831 من التقنين التجاري التي نصت على ما يلي: « يعاقب بالسجن من سنة إلى خمس سنوات وبغرامة من 20.000 إلى 500.000 دج أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط رئيس الشركة والقائمون بإدارتها ومديروها العامون أو كل شخص في خدمة الشرطة يعتمد وضع عائق لمراجعة الحسابات أو مراقبات مندوبي الحسابات، أو يمتنع عن تقديم كل الوثائق اللازمة للاطلاع عليها في عين المكان أثناء ممارسة مهامهم خاصة فيما يتعلق بالاتفاقات والدفاتر السندية وسجلات المحاضر ».

بالقيم المنقولة أو في المنتجات المالية المسعرة، أو يتولون إدارة مستندات سندات مالية⁽¹⁾.

تباشر اللجنة هذا النوع من التحقيقات عن طريق محققين تعينهم من بين أعوانها المؤهلين، الذين يمكنهم التنقل إلى جميع المحال ذات الاستعمال المهني، وطلب أية وثيقة مهما كانت دعامتها⁽²⁾. تسمى هذه التحقيقات بالتحقيقات غير القسرية (Enquêtes non coercitives)، لأنها لا تخضع للقواعد والإجراءات المتبعة بصدد التحقيقات القضائية⁽³⁾.

تمارس هذا النوع من التحقيقات إلى جانب لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، كل من الوكالة الوطنية للمناجم⁽⁴⁾، لجنة ضبط الكهرباء والغاز⁽⁵⁾، سلطة ضبط البريد والمواصلات⁽⁶⁾. أما بشأن اللجنة المصرفية فيمارس باسمها ولحسابها هذه التحقيقات موظفون من بنك الجزائر⁽⁷⁾.

لا يكفي المحقق في التحقيقات القسرية Enquêtes coercitives بمعاينة المخالفة، إنما يتولى البحث عنها وحجز كل ما من شأنه أن يفيد التحقيقات كما يمكنه اللجوء إلى المحلات المهنية والسكنية على حد سواء، لذلك تخضع هذه التحقيقات لترخيص مسبق⁽⁸⁾. يذكر بهذا الصدد التحقيقات التي يجريها مجلس المنافسة، التي تستوجب ترخيصا من القاضي الذي يتابع جميع مراحل التحقيق. كما قد ينتقل القاضي إلى عين المكان قصد الإشراف على هذه التحقيقات لضمان حماية الحقوق الأساسية للأفراد المعنيين بالتحقيقات، وله كذلك سلطة إيقاف التحقيق في حال ما إذا لاحظ أي خرق للقواعد الموضوعية والإجرائية للتحقيق⁽⁹⁾.

- 1 - المادة 37 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.
 - 2 - المادة 38 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.
 - 3 - ZOUAIMAI Rachid, Les autorités administratives indépendante et la régulation économique en Algérie, op.cit, p 91.
MAZZEI Emilie, « principe de loyauté dans l'administration de la preuve et pouvoirs d'investigation de l'AMF », Revue Lexbase Hebdo, Edition affaires N° 259 du 14/07/2011, pp 10-18.
 - 4 - المادة 55 من القانون رقم 10/2001 المتعلق بالمناجم، السابق ذكره.
 - 5 - المواد 141 إلى 144 من القانون رقم 01/2002 المتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز بواسطة القنوات السابق ذكره.
 - 6 - المادة 57 من القانون رقم 03-2000 الذي يحدد القواعد العامة المتعلقة بالبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية.
 - 7 - المواد 108 و109 من الأمر رقم 11/03 المتعلق بالنقد والقرض السابق ذكره.
 - 8 - ZOUAIMAI Rachid, Les autorités administratives indépendante et la régulation économique en Algérie, op.cit, p 91.
 - 9 - Ibid, p 92 – 93.
- تعود وقائع هذه القضية إلى الطعن المرفوع أمام الغرفة التجارية لمحكمة النقض بباريس الذي قدمه شخص يطعن =

يلتزم المحققون وأعاونهم بالسر المهني فيما يخص الوقائع والأعمال والمعلومات التي اطلعوا عليها بحكم وظيفتهم وذلك تحت طائلة العقوبات⁽¹⁾. تتم هذه التحقيقات عن طريق مداولات خاصة⁽²⁾، وكل مداولة تدون في محضر يبين جميع مراحل إجراء التحقيق والاستجواب وكذا الوثائق التي تم الاطلاع عليها⁽³⁾.

لم ينص المشرع الجزائري على حق المحقق معه في الاطلاع على محضر التحقيق، عكس المشرع الفرنسي الذي منح حق للمحقق معه الحصول على نسخة من المحضر الذي يحرره المحقق مرفقا بتقرير يدون فيه الخاضع للتحقيق جميع ملاحظاته ويودعه لدى الأمين العام لسلطة السوق المالية، وذلك في ظرف لا يتعدى 10 أيام. على ضوء هذا التقرير تصدر اللجنة قرارا إما بأمر المخالف بإزالة المخالفة والانصياع للنصوص القانونية والتنظيمية أو إحالة المخالف إلى لجنة العقوبات إذا اقتضى الأمر ذلك⁽⁴⁾.

يلتزم الشخص المحقق معه بدفع أتاوى وأتعاب التحقيقات للجنة حسب ما حدده المرسوم رقم 170/98⁽⁵⁾، كما تسهر اللجنة على ضمان الحماية لأعاونها بفرض عقوبة

ضد الإجراءات المتخذة من طرف اللجنة العقوبات أثناء إجراء التحقيق وعدم علمه وإطلاعه على الملف خاصة وأن التحقيق انتهى بإصدار عقوبة في حقه.

DE VAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean jacques note sue la décision de la cour de cassation, chambre commerciale du 1^{er} mars 2011, pourvoi N° 09-71 -252 , Revue Banque et droit, N° 139 du 01-10-2011, p 22.

- 1 - المادة 39 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.
- 2 - المادة 37 من المرسوم التشريعي رقم 10/39 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.
- 3 - DEVAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean-Jacques, Commentaire sur l'arrêté de la cour de Paris du 27 Avril 2004, in revue Banque et Droit, n° 05 Mai – Juin 2004, pp 32-33
- 4 - BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, pp 275 – 276.
« Au mois de décembre 2010 l'AMF a inséré dans son règlement générale un article 144-2-1, offrant désormais au personnes susceptible d'être mises en cause à l'issu d'une enquête, la possibilité de présenter des observations écrites en réponse à une lettre circonstanciée relatant les éléments de fait et de droit recueillis au cours des investigations, parallèlement une charte d'enquête à été publiée qui fait écho à la charte de conduite d'une mission, de contrôle sur place, en vigueur depuis 2007 ».
DE TOCQUEVILLE Jean-Guillaume et PONS-HENRY Jean Philippe, « L'AMF annonce le rapprochement des services de l'inspection de la COB et du CMF », bulletin Joly bourse et produits financiers N° 6 du 01/06/2011, p 352.
- 5 - يلتزم الوسيط بدفع للجنة الأتاوى وتقدير بألفين وخمسمائة دينار جزائري عن كل محقق وعن كل يوم تحقيق، طبقا للمادة 2 من القرار المؤرخ في 2 أوت 1998 المتضمن تطبيق المادة 3 من المرسوم التنفيذي رقم 170-98 المؤرخ في 20 ماي 1998 والمتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجريدة الرسمية عدد 70، الصادر في 20 سبتمبر 1998.

على كل من يعترض سبيلهم أو يمنحهم من أداء مهامهم، وذلك بالحبس من 30 يوما إلى ثلاث سنوات وبغرامة مالية قدرها 30.000 دج أو بإحدى العقوبتين فقط⁽¹⁾.

الفرع الثاني

تدخل هيئات أخرى في رقابة السوق المالية

تساعد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في رقابة السوق المالية، هيئات إدارية مستقلة أخرى يدخل نشاط السوق المالية في مجالات اختصاصها. لكن يحدث أن تتداخل هذه الصلاحيات، فتجد هيئات الضبط المختلفة نفسها في تنازع حول اختصاصها برقابة السوق والأعوان المتدخلين فيها. يعرف هذا التداخل بالتداخل الأفقي بين صلاحيات هيئات الضبط، إذ لا تملك أية هيئة أية سلطة على نظيرتها من هيئات الضبط.

تتداخل صلاحية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في رقابة السوق المالية وخاصة المتدخلين فيها، مع كل من اللجنة المصرفية، حينما يكون المتدخلون بنوكاً أو مؤسسات مالية تخضع لرقابة هذه الأخيرة (أولاً). كما يتدخل مجلس المنافسة في رقابة السوق المالية بصفته حامي السوق من الممارسات المنافسة للمنافسة (ثانياً).

أولاً - دور اللجنة المصرفية في رقابة السوق المالية:

تتولى اللجنة المصرفية مهمة رقابة البنوك والمؤسسات المالية في مدى احترامها للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليها، فهي تفحص شروط استغلال البنوك والمؤسسات المالية وتسهر على نوعية وضعيتها المالية، وعلى احترام قواعد حسن سير المهنة⁽²⁾.

نزولاً عند مقتضيات المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 يمكن أن يكون الوسطاء في عمليات البورصة، بنوكاً أو مؤسسات مالية⁽³⁾ معتمدة من قبل مجلس النقد والقرض، فتمارس النشاط المصرفي كنشاط أصلي وتمارس الوساطة في سوق القيم المنقولة كنشاط تبعي، بعد الحصول على اعتماد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، علماً أن اللجنة

1 - المادة 59 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 السابق ذكره.

2 - المادة 105 من الأمر رقم 11/03 المتعلق بالنقد والقرض السابق ذكره.

3 - تنص المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على ما يلي: «يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من طرف الشركاء التجارية التي تنشأ خصيصاً لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية».

اعتمدت بعض البنوك والمؤسسات المالية كوسطاء، خلال مرحلة انتقالية⁽¹⁾.

لا يتعارض النشاط المصرفي مع نشاط السوق المالية بل بالعكس، فهما مكملان لبعضهما البعض. هذا ما يفهم من المادة 72 من الأمر رقم 11/03 التي تنص على ما يلي: « يمكن للبنوك والمؤسسات المالية أن تجري جميع العمليات ذات العلاقة بنشاطها كالمعاملات الآتية: ...
توظيف القيم المنقولة وكل منتج مالي، واكتتابها وشرائها وتسيرها وحفظها وبيعها...»،
أصدر مجلس النقد والقرض تنظيمًا يحدد كيفية تطبيق المادة 72 المذكورة أعلاه، هو النظام رقم 06/95⁽²⁾، الذي تنص المادة 3 منه على ما يلي: « تعتبر النشاطات التابعة التي تمارسها البنوك والمؤسسات المالية نشاطات مكتملة كما يجب أن تكون أهميتها محدودة بالنسبة لمجمل نشاطاتها ... »،

يجب على البنوك والمؤسسات المالية حينما تمارس عمليات السوق المالية بصفتها نشاطًا تابعًا ومكملًا للنشاط المصرفي، احترام القواعد التشريعية والتنظيمية وقواعد الحذر المنظمة للنشاط المصرفي⁽³⁾، الأمر الذي يجعلها خاضعة لرقابة اللجنة المصرفية، التي خول لها القانون مهمة رقابة السوق المصرفية والمتدخلين فيها، فهي تراقب مدى احترام البنوك والمؤسسات المالية للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليها وتعاقب على كل الإخلالات التي تتم معاينتها، كما تخصص شروط استغلال البنوك والمؤسسات المالية وتسهر على نوعية وضعيتها المالية وتسهر على احترام قواعد حسن سير المهنة⁽⁴⁾.

1 - طبقاً للمادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي تنص على ما يلي: « يمكن انتقالاً ولمدة لا تتجاوز خمس سنوات، ابتداءً من تاريخ صدور هذا النص، أن تعتمد اللجنة كوسطاء في عمليات البورصة، الأشخاص المعنويين التابعين لفئات محددة في مرسوم تنفيذي ».

ثم صدر المرسوم التنفيذي رقم 176/94 المؤرخ في 13 جويلية 1994 يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 4، الصادر في 26 جوان 1994.

فقد نصت المادة الثانية منه على ما يلي: « يمكن أن تعتمد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفة انتقالية كوسطاء في عمليات البورصة، البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين المستقرة قانوناً في الجزائر وكذا صناديق المساهمة ».

2 - نظام مجلس النقد والقرض رقم 06/95 المؤرخ في 19 نوفمبر 1995 يتعلق بالنشاطات التابعة للبنوك والمؤسسات المالية، الجريدة الرسمية عدد 81، الصادر في 27 ديسمبر 1995.

3 - المادة 5 من نظام مجلس النقد والقرض رقم 06/95 المتعلق بالنشاطات التابعة للبنوك والمؤسسات المالية، السابق ذكره.

4 - المادة 105 من الأمر رقم 11/03 المتعلق بالنقد والقرض.

يكلف بنك الجزائر بعض أعوانه بمهمة التحقيق والمراقبة لحسابات اللجنة المصرفية، كما يمكن للجنة من جهتها أن تكلف أي شخص يقع عليه اختيارها. تدخل الرقابة التي تمارسها اللجنة المصرفية على البنوك والمؤسسات المالية في خانة الرقابة غير القسرية⁽¹⁾، إذ تتحدد صلاحياتها بحق الاطلاع على الوثائق وتفتيش المجال ذات الاستعمال المهني فحسب⁽²⁾.

يجوز للجنة المصرفية أن تمنع البنك أو المؤسسة المالية من ممارسة عمليات السوق المالية كنشاط تبعي، كعقوبة على الإخلال بالقواعد التشريعية والتنظيمية لها⁽³⁾. هذا الاختصاص مزدوج لكلا من اللجنة المصرفية ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، فهل تتنازع اللجنتان هذا الاختصاص ليعود لإحدهما؟ أم تمارسه كل لجنة على حدى وتؤدي دورها المناط بها قانونا، وفي هذه الحالة يخضع المعني بالأمر للرقابة من جهتين، وفي حالة ثبوت المخالفة تصدر ضده عقوبتين. هذا الأمر غير معقول وغير مقبول قانونا، وفقا لقاعدة وحدة العقاب، أي عدم تجريم الفعل مرتين، فلا يعاقب الشخص مرتين عن فعل واحد.

أرى أن يعود الاختصاص الأصلي بالرقابة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إذا كان الإخلال واقعا في النشاط التبعي المتمثل في الوساطة في السوق المالية، ويعود للجنة المصرفية إذا كان الإخلال واقعا في النشاط الأصلي للبنك أو المؤسسة المالية المتمثل في النشاط

1 - ZOUAIMIA Rachid, Les autorités administratives indépendantes et la régulation économique en Algérie, op.cit, p 91.

2 - المادة 108 من الأمر رقم 11/03 المتعلق بالنقد والقرض السابق ذكره.

3 - تنص المادة 114 من الأمر رقم 11/03 المتعلق بالنقد والقرض على ما يلي: « إذا أخل بنك أو مؤسسة مالية بأحد الأحكام التشريعية أو التنظيمية أولا يذعن لأمر أو لم يأخذ في الحسبان التحذير، يمكن للجنة أن تقضي بإحدى العقوبات الآتية:

1 - الإنذار.

2 - التوبيخ.

3 - المنع عن ممارسة بعض العمليات وغيرها من أنواع الحد من ممارسة النشاط.

4 - التوقيف المؤقت لمسير أو أكثر مع تعيين قائم بالإدارة مؤقتا أو عدم تعيينه.

5 - إنهاء مهام شخص أو أكثر من هؤلاء الأشخاص أنفسهم مع تعيين قائم بالإدارة مؤقتا أو عدم تعيينه.

6 - سحب الاعتماد.

وزيادة على ذلك يمكن للجنة أن تقضي إما بدلا عن هذه العقوبات المذكورة أعلاه وإما إضافة إليها بعقوبة مالية تكون مساوية على الأكثر للرأسمال الأدنى الذي يلزم البنك أو المؤسسة المالية بتوفيره وتقوم الخزينة بتحصيل المبالغ الموافقة ».

المصرفي. يمكن الاستدلال في هذا الصدد بنص المادة 63 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي تحت اللجنتين ومجلس النقد والقرض على التعاون في السهر على ضمان التطبيق الحسن للنصوص التشريعية والتنظيمية، إذ تنص على ما يلي: « **يرخص للجنة واللجنة المصرفية ومجلس النقد والقرض بتبادل تبليغ المعلومات اللازمة لأداء كل لجنة من اللجنتين أو المجلس مهمته وتخضع المعلومات المبلغ بها للسري المهني** ». يقتصر دور اللجنة المصرفية في مثل هذه الحالة، على مساعدة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في التحقيق وتبادل المعلومات لتسهيل عمل لجنة البورصة.

توجد حالات أخرى تنسحب اللجنة من رقابة السوق لتفصح المجال للجنة المصرفية وذلك إذا تعلق الأمر بمنتجات مالية خاضعة لسلطة بنك الجزائر، طبقا لنص المادة 30 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي جاءت فقرتها الثالثة بما يلي: « **لا تخضع لرقابة اللجنة، المنتجات المالية المتداولة في السوق التي هي تحت سلطة بنك الجزائر** ». المنتجات المالية التي تخضع لسلطة بنك الجزائر فهي كل من قيم الخزينة Valeurs de trésor، سندات الخزينة Titres de trésor، قسيمة الخزينة التي تمثل سندات شراء الخزينة لديون البنوك المستحقة لها على المؤسسات العمومية والمؤسسات العمومية ذات الطابع الصناعي والتجاري المنحلة⁽¹⁾.

ثانياً - دور مجلس المنافسة في رقابة السوق المالية:

نتج عن التنظيم القطاعي للسوق، خلق سلطات ضبط قطاعية مستقلة تختص كل منها بتنظيم قطاعها. لكن ومع تطور وتشعب النشاط الاقتصادي صار من غير الممكن إيجاد قطاع منظم من طرف سلطة ضبط واحدة⁽²⁾. الأمر الذي أدى على خلق نوع من التداخل بين صلاحيات واختصاصات هذه الهيئات، أضف إلى ذلك رغبة المشرع في فتح حدود مشتركة بين مهام السلطة القطاعية⁽³⁾.

1 - ستكون هذه القيم والنصوص المنظمة لها بشيء محل دراسة خلال الباب الثاني لهذا البحث.

2 - ZOUAIMIA Rachid, « De l'articulation des rapports entre le conseil de la concurrence et les autorités de la régulation sectorielles en droit Algérien », *Revue Idara*, 2007, pp 31-54.

3 - « A mesure que les champs de la régulation se multiplient, on s'aperçoit que peu de secteurs soumis à la régulation relèvent d'une seule autorité dans la mesure où les compétences en matière de régulation sont de plus en plus enchevêtrées. Il devient en effet de plus en plus rares qu'une activité relève d'une seule autorité de régulation. Outre la tendance du législateur à définir des missions communes à divers autorités de régulation, on assiste à l'interprétation des marchés de plus en plus perméables ».

ZOUAIMIA Rachid, « De l'articulation des rapports entre le conseil de la concurrence et les autorités de la régulation sectorielles en droit Algérien », Communication présentée l'ors du colloque national sur les autorités de régulation indépendante en matière économique et financière,=

يتمتع مجلس المنافسة بصفته حامي السوق، بصلاحيات واسعة تشمل كل القطاعات المنظمة وغير المنظمة، العامة منها والخاصة. يفترض منه أن يلعب دوراً فعالاً لضمان شفافية ونزاهة العمليات المنجزة في السوق، وتوفير منافسة حرة بين المتعاملين الاقتصاديين⁽¹⁾. تتنوع صلاحيات المجلس بين صلاحيات وقائية، تتمثل في إيداء الآراء حول النصوص التنظيمية التي لها صلة بالمنافسة⁽²⁾، وبين صلاحيات علاجية بعد وقوع ما من شأنه المساس بحرية المنافسة⁽³⁾.

يخضع نشاط السوق المالية، لقواعد المنافسة الحرة وقواعد العرض والطلب. لكونه نشاط اقتصادي حساس يمس اقتصاد الدولة ككل، سعت الدولة هذه الأخيرة إلى تنظيمه وحمايته عن طريق تفويض صلاحيات واسعة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفته الضابطة للقطاع. هذا لا يمنع مجلس المنافسة من التدخل، لرقابة مدى احترام الأعوان الاقتصاديين لقواعد المنافسة الحرة في السوق المالية. تتجلى مظاهر تدخل مجلس المنافسة في رقابة السوق المالية في عدة حالات منها:

أ - مراقبة مدى مساواة المتعاملين في السوق أمام المعلومات:

تعتمد السوق المالية كل الاعتماد على المعلومات المنشورة والمتداولة فيها، بحيث تتحدد نوعية وسرعة القرارات التي يتخذها المستثمر بوفرة ونوعية المعلومات التي حصل عليها. لأجل ذلك تسهر اللجنة على مساواة المستثمرين أمام المعلومة، بفرض إعلام دوري ونشر المعلومات حول كل العمليات المنجزة في السوق، وحول الشركات المصدرة للقيم المتداولة فيها. تراقب اللجنة الإعلام الدوري ونشر المعلومات حول العمليات المنجزة في السوق وحول الشركات المصدرة للقيم المنقولة⁽⁴⁾. كما تراقب احترام مبدأ حظر استغلال المعلومات

=organisé par la faculté de droit et des sciences économiques, Université Abderrahmane Mira, Bejaia, le 23-24 Mai 2007, p 90.

1 - دفاص عدنان، "العلاقة الوظيفية بين مجلس المنافسة وسلطات الضبط الأخرى"، مداخلة مقدمة في أشغال الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، المنظم من طرف كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية بجامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، أيام 23 - 24 ماي 2007، ص 388.

2 - نصت على ذلك المادة 36 من الأمر رقم 03/03 المتعلق بالمنافسة السابقة ذكره، وقد جاء نصها كما يلي: « يستتار مجلس المنافسة في كل مشروع نص تنظيمي له صلة بالمنافسة ... ».

3 - يمكن أن يقوم مجلس المنافسة بتحقيقات حول شروط تطبيق النصوص التشريعية والتنظيمية ذات الصلة بالمنافسة، وإذا أثبتت هذه التحقيقات أن تطبيق هذه النصوص تترتب عليه قيود على المنافسة.

4 - لذلك أصدرت اللجنة نظامها رقم 02/93 المؤرخ في 22 جوان 1996 المتعلق بالإعلام الواجب بنشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة، الصادرة في الجريدة الرسمية =

الإمتهنية، في حال مخالفته، تتدخل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بإخطار الجهات القضائية بهذه اللجنة⁽¹⁾، لمعاقبة كل شخص تتوفر له بمناسبة ممارسه مهنته أو وظيفته، معلومات إمتيازية عن منظور مصدر سندات أو وضعية، أو منظور تطور قيمة منقولة ما، فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق أو يعتمد السماح بإنجازها، إما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك قبل أن يطلع الجمهور على تلك المعلومات⁽²⁾.

يهدف ذلك إلى تفادي احتكار جهة ما لمعلومات لا تتوفر لدى باقي المستثمرين بتدخل مجلس المنافسة في حالة الإخلال بمبدأ المساواة أمام المعلومات، نظرا للآثار التي تنجر عنه منها تقييد المنافسة الذي يندرج ضمن أحكام المادة 6 من الأمر رقم 03/03 التي تنص على ما يلي: « تحظر الممارسات والأعمال المدبرة والاتفاقيات والاتفاقات الصريحة أو الضمنية عندما تهدف أو يمكن أن تهدف إلى عرقلة حرية المنافسة أو الحد منها أو الإخلال بها في السوق نفسه أو في جزء جوهري منه، لاسيما عندما ترمي إلى: ... تطبيق شروط غير متكافئة لنفس الخدمات تجاه الشركاء التجاريين، مما يحرمهم من منافع المنافسة... ».

ب - عرقلة تحديد الأسعار حسب قواعد السوق بالتشجيع المصطنع لارتفاعها أو انخفاضها:

يتدخل مجلس المنافسة بشأن هذه الحالة لكونها تدخل في دائرة الممارسات المقيدة للمنافسة، من جهة أخرى تتدخل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة برقابة مدى صحة المعلومات المنشورة تفاديا للتأثير في الأسعار داخل السوق⁽³⁾.

= عدد 36، الصادر في 01 جوان 1997، المعدل والمتمم بالنظام رقم 01/04 المؤرخ في 08 جوان 2004، الجريدة الرسمية عدد 22، الصادر في 27 مارس 2005

كما أصدرت اللجنة نظام رقم 02/2000 المؤرخ في 20 جانفي 2000 المتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 50، الصادر في 16 أوت 2000.

1 - يكون ذلك تطبيقا لأحكام المادة 40 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 السابق ذكره.

2 - المادة 60 فقرة 2 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 السابق ذكره.

3 - طبقاً لما نصت عليه المادة 60 فقرة 3 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 ما يلي: «... كل شخص يكون قد تعمد بنشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى عن منظور أو وضعية مصدر تكون سندات محل تداول في البورصة، أو عن منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة، من شأنه التأثير على الأسعار.

- 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 ».

ج- التعسف الناتج عن وضعية هيمنة على السوق أو احتكار لها أو على جزء منها:

يقصد من وراء هذا التعسف الحد من الدخول في السوق أو في ممارسة النشاطات التجارية⁽¹⁾ في السوق المالية، يمكن أن تنشأ وضعية الهيمنة حينما يكتسب شخص طبيعي أو معنوي نسبة من أسهم شركة ما مسعرة في البورصة عن طريق العرض العام للشراء، تفاديا لذلك ألزم المشرع كل شخص يمتلك حقوقا أو أسهما تتجاوز الحد المساهمة في رأسمال الشركة، أن يصرح بالحقوق والأسهم التي يمتلكها⁽²⁾، وذلك منعاً للتعسف الذي قد ينشأ عن هذه الوضعية، وإلا جردت الحقوق التي امتلكها دون التصريح بها من حق التصويت في كل جمعيات المساهمين، التي يمكن أن تعقد خلال الأعوام الثلاثة الموالية لتاريخ التسوية. إذا كان هذا هو الجزاء الذي يترتب عن عدم التصريح بهذه الحقوق في التشريع المنظم للسوق المالية، فإن التصرف إذا اقترن بتعسف يعد تصرفاً منافياً للمنافسة يستدعي تدخل مجلس المنافسة لوضع حد لهذه المخالفة.

د - الحد من الدخول في السوق:

هو تصرف محظور بموجب المادة 6 فقرة 2 من قانون المنافسة ويدخل في مجالات اختصاص هذا الأخير، لكن في الوقت نفسه يدخل في مجال اختصاص لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. فالشخص الذي يسعى لامتلاك أكبر قدر ممكن من حقوق التصويت في الشركة، يقصد من وراء ذلك الحد من عدد المساهمين الأساسيين، للتحكم في مركز القرار ومنع

1 - المادة 07 من الأمر رقم 03/03 المتعلق بالمنافسة السابق ذكره.

2 - تنص المادة 65 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتحدثة بموجب القانون رقم 04/03 على ما يلي: « يتعين على 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، أن يصرح بالعدد الإجمالي للأسهم وحقوق التصويت، تكون أسهمها متداولة في البورصة، أن يصرح بالعدد الإجمالي للأسهم وحقوق التصويت التي يمتلكها، للشركة وللجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ولشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، في أجل أقصاه خمسة عشر (15) يوما ابتداءً من تاريخ تجاوز الحد الأدنى للمساهمة.

كما يتم القيام بنفس التصريح في نفس الأجل وإلى نفس الهيئات عندما تصبح المساهمة في رأسمال الشركة أو عدد حقوق التصويت دون مستوى الحدود المنصوص عليها في الفقرة الأولى أعلاه ... ».

اتخذت كليات تطبيق هذه المادة عن طريق نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/03 المؤرخ في 18 مارس 2003 يتعلق بالتصريح يتجاوز حدود المساهمة في رأسمال الشركات المتداول أسهمها في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 73، الصادر في 30 نوفمبر 2003.

الغير من الدخول في هذه الشركة⁽¹⁾. لا تظهر أهمية هذا الاتفاق كثيرا في بورصة الجزائر لانعدام العمليات فيها، لكن بورصة باريس عرفت نماذجا من هذا الاتفاق والذي أصدرت بشأنه محكمة الاستئناف بباريس بتاريخ 27 أكتوبر 1993 في قضية الشركة الألمانية GEHE A6 وشركة OCP الفرنسية⁽²⁾.

تتدخل فيها اختصاصات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفتها سلطة ضبط السوق المالية واختصاصات مجلس المنافسة بصفته سلطة ضبط السوق بصفة عامة في هذه الحالات وغيرها. لمعالجة هذا التدخل نص المشرع على ضرورة تعاون مجلس المنافسة مع باقي سلطات الضبط وذلك بموجب المادة 39 من الأمر رقم 03/03 المعدلة بموجب المادة 21 من القانون رقم 08-12، التي تنص على ما يلي: « عندما ترفع قضية أمام مجلس المنافسة حول ممارسة تتعلق بقطاع نشاط يدخل ضمن اختصاص سلطة ضبط، فإن المجلس يرسل نسخة من الملف إلى سلطة الضبط المعنية لإبداء الرأي في مدة أقصاها ثلاثين يوماً يقوم مجلس المنافسة في إطار مهامه، بتوطيد علاقات التعاون والتشاور وتبادل المعلومات مع سلطات الضبط ».

1 - تنص على ذلك المادة 65 مكرر 2 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المستحدثة بموجب القانون رقم 04/03، والتي جاء نصها كما يلي: « التصرف بمعية الغير هو اتفاق مبرم بين أشخاص طبيعيين أو معنويين قصد امتلاك حقوق التصويت أو بيعها من أجل تنفيذ سياسة مشتركة تجاه الشركة ... ».

2 - يمكن أن نلخص وقائع هذه القضية في أن الشركة الألمانية GEHE AG قدمت عرضا عاما بالشراء لشراء أسهم الشركة الفرنسية، استحوذت الشركة الألمانية على كل الأسهم ومنع بقية المستثمرين الذي قدموا أوامر الشراء بامتلاك أي حصص في الشركة، صدر مقرر من مجلس السوق المالية الفرنسي CMF بقبول العرض العام للشراء وتسجيله، لكن أحد المساهمين الذين يمثلون الأقلية رفع دعوى إلغاء مقرر مجلس السوق المالية أمام محكمة استئناف بباريس مثبتا وجود اتفاق مسبق بين الشركتين الفرنسية والألمانية على أنه اتفاق صناعي للمنافسة، جاء منطوق قرار المحكمة كما يلي:

« Les accords entre GEHE AG et les dirigeants d'OCP ont pour effet d'interdire le libre jeu des offres et des surenchères.

La cour précise que le dispositif mis en place viole la réglementation boursière, dans la mesure où il donne aux dirigeants de la société ciblée la faculté discrétionnaire de concéder à tel compétiteur de leur choix, un avantage déterminant par avance le succès de son offre publique en faisant le jeu des offres et ses surenchères. Tel qu'il a été présenté, en l'état des conventions signées par la société initiatrice avec le projet d'OPA, ne permet pas l'exercice d'une libre compétition sur les actions de la société OCP par le libre jeu des offres et de larges surenchères.

L'autorité du marché n'aurait donc pas du admettre en projet d'offre publique assortie de conventions empêchant le libre jeu des offres et des surenchères ».

TOMASI Martin, La concurrence sur les marchés financiers, aspects Juridiques, Edition Librairie générale de droit et de jurisprudence L.G.D.J, Paris, 2002, p 287.

اكتمل المشروع بحث مجلس المنافسة على ضرورة التعاون مع باقي سلطات الضبط دون أن يجيب على إشكالية تنازع الاختصاصات بين سلطات الضبط الأفقي والعمودي. يرى الأستاذ زوايمية أن مجلس المنافسة إذا أخطر بقضية تدخل في اختصاص سلطة ضبط قطاعية أخرى، فعلى المجلس طلب العون والمشورة من هذه الأخيرة بصفتها الخبيرة في مجالها⁽¹⁾، أما إذا أخطرت لجنة ضبط قطاعية بقضية خاصة بقطاعها ولكنها متعلقة بتطبيق قواعد وأحكام قانون المنافسة، عليها التصريح بعدم اختصاصها لفسح المجال أمام مجلس المنافسة ليباشر اختصاصاته⁽²⁾.

يمكن لمجلس المنافسة بعد إخطاره من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أن يرفض التدخل، إذا رأى أن القضية محل النظر لا تدخل ضمن اختصاصه أو غير مدعومة بعناصر مقنعة بما فيه الكفاية. على أن يعلل قرار رفضه التدخل⁽³⁾، في هذه الحالة يعود الاختصاص المطلق للجنة في النظر في هذه القضية، إذا كانت تدخل ضمن اختصاصاتها

1 - نصت على ذلك المادة 34 من الأمر رقم 03/03 المتعلق بالمنافسة، المعدلة بموجب المادة 18 من القانون رقم 12/08 على ما يلي: « يتمتع مجلس المنافسة بسلطة اتخاذ القرار والاقتراح وإبداء الرأي بمبادرة منه أو بطلب من الوزير المكلف بالتجارة أو أي طرف معني، بهدف تشجيع و ضمان الضبط الفعال للسوق بأية وسيلة ملائمة، أو اتخاذ القرار في أي عمل أو تدبير من شأنه ضمان السير الحسن للمنافسة وتشجيعها في المناطق الجغرافية أو قطاعات النشاط التي تنعدم فيها المنافسة أو تكون غير متطورة فيها بما فيه الكفاية. في هذا الإطار يمكن لمجلس المنافسة اتخاذ كل تدبير في شكل نظام أو تعليمة أو منشور ينشر في النشرة الرسمية للمنافسة المنصوص عليها في المادة 49 من هذا الأمر. يمكن أن يستعين مجلس المنافسة بأي خبير أو يستمع إلى أي شخص بإمكانه تقديم معلومات. كما يمكنه أن يطلب من المصالح المكلفة بالتحقيقات الاقتصادية إجراء أي مراقبة أو تحقيق أو خبرة حول المسائل المتعلقة بالقضايا التي تدرج ضمن اختصاصه ».

2 - « En somme, lorsqu'un secteur d'activité est placé sous la supervision d'une autorité de régulation, le conseil de la concurrence recueille l'avis de cette dernière, qui constitue une expertise spécifique notamment sur des questions de caractère technique ce qui peut guider le conseil dans le règlement de l'affaire qui lui est soumise.

Lorsqu'une autorité sectorielle est saisie d'un litige dont la solution requiert l'application exclusive des termes de l'ordonnance relative à la concurrence, elle est tenue de se déclarer incompétente de sorte que le conseil de la concurrence puisse exercer sa compétence exclusive ».

ZOUAIMIA Rachid, De l'articulation des rapports entre le conseil de la concurrence et les autorités de régulation sectorielles en droit Algérien, op.cit, p 99.

3 - نص على ذلك المادة 44 فقرة 2 و 3 من الأمر رقم 03/03 المتعلق بالمنافسة وجاء نصها كما يلي: « ... ينظر مجلس المنافسة إذا كانت الممارسات والأعمال المرفوعة إليه تدخل ضمن تطبيق المواد 6، 7، 10، 11 و 12 أعلاه، أو تستند على المادة 9 أعلاه.

يمكن أن يصرح المجلس بموجب قرار معلل بعدم قبول الأخطار إذا ما ارتأى أن الوقائع المذكورة لا تدخل ضمن اختصاصه أو غير مدعومة بعناصر مقنعة بما فيه الكفاية ».

التحكيمية أو التأديبية ماعدا ذلك فهي ستحيلها على القضاء طبقا للمادة 40 من المرسوم التشريعي رقم 10/93⁽¹⁾.

المطلب الثالث

ضبط السوق عن طريق السلطة التحكيمية والتأديبية للجنة

تفرض اللجنة على المتعاملين في السوق احترام وحسن تطبيق النصوص التشريعية والتنظيمية التي تحكم السوق المالية وكذا قواعد وأخلاقيات المهنة التي اعتمدوا لممارستها. قواعد حددتها اللجنة مسبقا في لوائحها وأنظمتها طبقا للمادة 49 من المرسوم التشريعي رقم 10/93⁽²⁾، فبصفقتها الحامية للسوق والمتدخلين فيها، أوكلت للجنة مهمة حل النزاعات الناشئة بين المتعاملين في السوق عن طريق السلطة التأديبية أو القمعية.

تتمثل إحدى خصوصيات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالمقارنة مع باقي هيئات الضبط الأخرى في الفصل النسبي بين الاختصاصات التنظيمية والرقابة وبين الاختصاصات التحكيمية والتأديبية⁽³⁾ التي أوكلت لغرفة أسست خصيصا لهذا الغرض وهي الغرفة التأديبية والتحكيمية. تتألف هذه الغرفة من:

1 - تنص المادة 40 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على ما يلي: « يمكن لرئيس اللجنة في حالة وقوع عمل يخالف الأحكام التشريعية أو التنظيمية ومن شأنه الأضرار بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة، أن يطلب من المحكمة إصدار أمر للمسؤولين لامتثال لهذه الأحكام ووضع حد للمخالفة أو إبطال أثرها، ويحيل نسخة من طلبه على المجلس القضائي للغرض الذي يقتضيه القانون ».

2 - تنص المادة 49 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على ما يلي: « تسهر اللجنة لحماية السوق على مراعاة قواعد أخلاقيات المهنة التي تفرضها على المتعاملين في السوق.

تحدد قواعد أخلاقيات المهنة الواجب مراعاتها في لائحة تصدرها اللجنة، إن المبادئ العامة التي يجب أن تحدد هذه القواعد هي الآتية:

- وجوب معاملة جميع الزبائن على قدر المساواة.

- الأولوية الواجب إعطاؤها لمصلحة الزبون.

- تنفيذ أوامر السحب التي يصدرها الزبون بأحسن شروط السوق.

- عدم تسريب معلومات سرية في غير محلها ».

3 - « L'une des particularités de la COSOB par rapport à d'autres autorités de régulation réside sans doute dans la séparation toute relative des fonctions réglementaire et de surveillance d'une part, répressives et arbitrales d'autre part ».

ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, op.cit, p 129.

- عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة طوال مدة انتدابهما.
 - قاضيين يعينهما وزير العدل ويختاران لكفاءتهما في المجالين الاقتصادي والمالي.
- يتولى رئيس اللجنة رئاسة الغرفة⁽¹⁾. تمارس هذه الغرفة مهمتين مستقلتين عن بعضهما البعض وهما السلطة التحكيمية (الفرع الأول) والسلطة التأديبية أو القمعية (الفرع الثاني).

الفرع الأول

السلطة التحكيمية للجنة

يعتبر التحكيم وسيلة من وسائل حل النزاعات، فهو وفقا للقواعد العامة للتحكيم إجراء اختياري يتفق عليه الأطراف⁽²⁾، لكن وفقا للقواعد التشريعية والتنظيمية التي تحكم البورصة، يعد إجراء إجباريا لا غنى عنه. حددت هذه القواعد نطاق السلطة التحكيمية للجنة (أولا)، وكيفية تطبيقها (ثانيا).

أولاً - نطاق السلطة التحكيمية للجنة:

يتحدد نطاق ومجال اختصاص اللجنة بالفصل في النزاع عن طريق التحكيم من حيث موضوع النزاع ومن حيث أطرافه، على خلاف ما نصت عليه المادة 1006 من تقنين الإجراءات المدنية والإدارية، التي فتحت المجال للتحكيم في جميع الحقوق التي يكون للشخص حرية مطلقة للتصرف فيها⁽³⁾.

أ - موضوع النزاع:

حدد نطاق السلطة التحكيمية من حيث موضوع النزاع بموجب المادة 52 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 بنصها على ما يلي: « تكون الغرفة المذكورة أعلاه مختصة في المجال التحكيمي لدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير

1 - المادة 51 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة السابق ذكره.

2 - تنص المادة 1007 من تقنين الإجراءات المدنية والإدارية على ما يلي: « شرط التحكيم هو الاتفاق الذي يلتزم بموجبه الأطراف في عقد متصل بحقوق متاحة بمفهوم المادة 1006 أعلاه، لعرض النزاعات التي قد تنار بشأن هذا العقد على التحكيم ».

3- تنص المادة 1006 من تقنين الإجراءات المدنية والإدارية على ما يلي: « يمكن لكل شخص اللجوء إلى التحكيم في الحقوق التي له مطلق التصرف فيها ».

لا يجوز التحكيم في المسائل المتعلقة بالنظام العام أو حالة الأشخاص وأهليتهم ولا يجوز للأشخاص المعنوية العامة أن تطلب التحكيم ماعدا في علاقاتها الاقتصادية الدولية أو في إطار الصفقات العمومية ».

البورصة... ». حصرت هذه المادة مجال اختصاص الغرفة التحكيمية في النزاع التقني الناتج عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة، فلا يمكن عرض مثل هذه النزاعات على القضاء نظرا لما تتطلبه من تخصص في مجال البورصة.

يُعرّف النزاع التقني، بذلك النزاع المتعلق بالعمليات المنجزة داخل السوق أو خارجها، والواردة على منتوجات مالية خاضعة لسلطة لجنة بورصة القيم المنقولة. سواء في إصدار القيم وتسجيلها أو إدخالها في البورصة أو تداولها فيها، أو تسليمها وتصفية حساباتها وغيرها من الحالات التي لا يمكن حصرها.

اشترطت المادة 52 المذكورة أعلاه لاختصاص الغرفة التحكيمية بالنظر في النزاع، أن يكون هذا الأخير ناتج عن تفسير القوانين واللوائح السارية على البورصة. كان على المشرع أن يستعمل عبارة النصوص التشريعية والتنظيمية بدلا من كلمة قوانين، التي لا تدخل في طياتها المراسيم التنفيذية والقرارات الوزارية، أما عن اللوائح فيدخل في دائرتها كل من أنظمة اللجنة، القرارات الصادرة عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وكذا الصادرة عن المؤتمر المركزي على السندات.

استعمل المشرع كلمة تفسير بدلا من تطبيق القوانين واللوائح، وهو أمر يدعو للتساؤل، هل يعتبر النزاع التقني المعروض على الغرفة التحكيمية في مجال التحكيم بمثابة دعوى التفسير المعروضة على المحاكم في قانون الإجراءات المدنية؟ أم تتعدى التفسير لتختص بتطبيق القوانين واللوائح؟ علما أن أي خلل في تفسير النص سيؤدي بالضرورة إلى خلل في تطبيقه. أرى أن مجال اختصاص الغرفة يجب أن يشمل كل النزاعات المتعلقة بتفسير و تطبيق النصوص التشريعية والتنظيمية.

ب - أطراف النزاع:

لا تنتظر الغرفة التحكيمية في أي نزاع إذا لم يكن أحد أطرافه وسيط في عمليات البورصة، هذا ما يستنتج من نص المادة 52 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي تنص على ما يلي: « ... وتتدخل فيما يأتي:

- بين الوسطاء في عمليات البورصة.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأسهم.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة والأمين بالسحب في البورصة ».

يعاب على المشرع تحديده لأطراف النزاع بطريقة السرد، التي أوقعتها في دائرة مغلقة لا يمكن إضافة أطراف أخرى قد أغفلها. تدخل في الفئة المغفلة من النزاعات، تلك التي تنشأ بين الوسيط والمؤتمن المركزي للسندات، بين الوسيط وشركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، وكذلك بين الوسيط والصندوق المشترك للتوظيف. هذا إذا كانت رغبة المشرع متوجهة إلى حصر اختصاص الغرفة في النزاعات التي يكون فيها الوسيط في عمليات البورصة طرفاً فيها.

يمكن التوسيع في مجال اختصاص الغرفة، للنظر في كل النزاعات التي قد تنشأ بين الأطراف السابق ذكرها وبين شركة تسيير البورصة، أو بين هذه الأطراف والمؤتمن المركزي للسندات، أو كل الأطراف فيما بينها، خاصة وأن الغرض من تأسيس الغرفة هو النظر في النزاعات ذات الطابع التقني، التي تحتاج إلى دراية خاصة وخبرة في مجال البورصة، خبرة قد تتعدى لدى القاضي العادي.

يجب تصحيح الخطأ الذي وقع فيه المشرع عند تحديد أطراف وموضوع النزاع الذي تختص به الغرفة التحكيمية. وعليه يمكن اقتراح تعديل صياغة المادة 52 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على النحو التالي:

« تكون الغرفة المذكورة أعلاه مختصة في المجال التحكيمي لدراسة أي نزاع تقني ينشأ بين المتعاملين في السوق المالية ». فكلمة المتعاملين تقى بالغرض لكونها تجمع كل الفئات المعنية بهذا التحكيم، خاصة وأن المشرع قد سبق له أن استعمل ذات الصياغة بمناسبة النص على غرفة التحكيم لدى لجنة ضبط الغاز والكهرباء⁽¹⁾.

ثانياً - كيفية ممارسة السلطة التحكيمية:

يجب إجراء مقارنة بسيطة بين كيفية ممارسة إجراء التحكيم من قبل الغرفة التحكيمية للجنة وبين كيفية ممارسته وفقاً للقواعد العامة المنصوص عليها في تقنين الإجراءات المدنية والإدارية.

أ - من حيث طلب التدخل:

يعتبر التحكيم وفقاً لقانون الإجراءات المدنية والإدارية الجديد، إجراء اختياري يتفق عليه الأطراف، طبقاً لنص المادة 1011 منه: **« اتفاق التحكيم هو الاتفاق الذي يقبل الأطراف بموجبه عرض نزاع سبق نشوؤه على التحكيم ».** يكون الاتفاق عليه كتابياً، ويجب أن يتضمن

1 - المادة 133 من القانون رقم 02-01 المؤرخ في 05 فيفري 2002 المتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز السابق ذكره.

جاء نص المادة كما يلي: **« تؤسس مصلحة تدعى غرفة التحكيم تتولى الفصل في الخلافات التي يمكن أن تنشأ بين المتعاملين بناءً على طلب أحد الأطراف باستثناء الخلافات المتعلقة بالحقوق والواجبات التعاقدية ».**

تحت طائلة البطلان موضوع النزاع وأسماء المحكمين، أو كيفية تعيينهم، إذا رفض المحكم المعين القيام بالمهنة المسندة إليه، يستبدل بغيره بأمر من طرف رئيس المحكمة المختصة⁽¹⁾.

أغفل المشرع ذكر كيف تباشر الغرفة التحكيمية عملها ومن يخطر بها بوجود نزاع، أو بعبارة أخرى من يعرض النزاع على الغرفة التحكيمية، لكنه نص في المقابل على ذلك في المادة 54 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، حينما تتدخل الغرفة في المجال التأديبي. فهل يمكن إسقاط المادة 54 على المادة 52 من المرسوم نفسه، بمعنى إتباع الإجراءات التي جاءت بشأن السلطة التأديبية على السلطة التحكيمية؟ لا يمكن القياس على السلطة التأديبية، بل يكون الوسيط في عمليات البورصة هو الوحيد الذي له الحق في إخطار الغرفة التحكيمية ورفع النزاع أمامها، خاصة وأن هذه الأخيرة أنشأت خصيصا للفصل في النزاعات التقنية التي تعترض عمل الوسيط، خاصة وأنه وكل من يتعامل معه يعلم ذلك مسبقا⁽²⁾.

ب - من حيث الحكم التحكيمي:

لم يتضمن المرسوم التشريعي رقم 10/93 أي نص على طبيعة الحكم الصادر عن الغرفة التحكيمية، وعليه فإنها تطبق القواعد العامة للتحكيم التي جاءت في تقنين الإجراءات المدنية. الذي بمقتضاه يجب أن يصدر الحكم التحكيمي بأغلبية الأصوات ويتضمن عرضا موجزا لادعاءات الأطراف وأوجه دفاعهم، وكذا جملة من البيانات الإلزامية. يشترط في الحكم التحكيمي أن يكون معللا ليحوز حجية الشيء المقضي فيه بمجرد صدوره⁽³⁾.

ينتظر من الغرفة التحكيمية تطبيقا للمادة 52 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 أن تفصل في النزاع المعروض أمامها، بإصدار حكم يتضمن تفسيراً للنص الذي اختلف أطراف النزاع حول تفسيره. لذا لا يمكن الطعن ضد الحكم التحكيمي الصادر عن هذه الغرفة، نظرا لخصوصية النزاع الذي يحتاج إلى خبرة لا تتوفر إلا لديها، وذلك خلافا للقواعد العامة التي

1 - المادة 1012 من تقنين الإجراءات المدنية والإدارية.

2 - من المتعارف عليه في الأسواق المالية التي تبنت نظام التحكيم كوسيلة لحل النزاعات أن تتضمن جميع الوثائق التي تتداول في السوق المالية والتي يسلمها الوسيط لزبائنه صياغة تدل على أن أي نزاع يثار بشأن تلك المعاملة يحال إجباريا على التحكيم.

: عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص 198.

3 - المواد من 1025 إلى 1031 من تقنين الإجراءات المدنية والإدارية.

تجيز الطعن بالاستئناف في أحكام المحكمين⁽¹⁾.

يدعم موقف المشرع بعدم جواز الطعن ضد الحكم التحكيمي الصادر عن هذه الغرفة، بالمادة 57 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدلة بموجب المادة 18 من القانون رقم 04/03 التي تنص على ما يلي: « **تعد قرارات الغرفة الفاصلة في المجال التأديبي قابلة للطعن بالإلغاء أمام مجلس الدولة خلال أجل شهر (1) واحد من تاريخ تبليغ القرار موضوع الاحتجاج** ». خص هذا النص قرارات الغرفة في المجال التأديبي دون التحكيمي بإمكانية الطعن، بمفهوم المخالفة لا يمكن الطعن ضد الحكم التحكيمي بعد أن كانت إمكانية الطعن ضد الحكم التحكيمي وإرادة في النص القديم للمادة 57 قبل تعديلها⁽²⁾.

الفرع الثاني

السلطة التأديبية للجنة

تعتبر السلطة القمعية التي تمارسها السلطات الإدارية المستقلة، من أهم الخصوصيات التي تمتاز بها مثل هذه الهيئات الحديثة، خاصة وأنها تستحوذ على اختصاصات هي أصلا من صلاحيات القاضي الجنائي⁽³⁾. يدل هذا التحول في الصلاحيات Le transfert des compétences على رفض التدخل القضائي في القطاعات الاقتصادية، لأن سلطة القضاء الموكله للقاضي أظهرت محدوديتها نظرا لمحدودية العدالة الجنائية وتأخرها في مواكبة

1 - تنص المادة 1032 من تقنين الإجراءات المدنية والإدارية على ما يلي: « **أحكام التحكيم غير قابلة للمعارضة**. يجوز الطعن فيها عن طريق اعتراض الغير الخارج عن الخصومة أمام المحكمة المختصة قبل عرض النزاع على التحكيم ».

المادة 1033 من التقنين نفسه تنص على: « **يرفع الاستئناف في أحكام التحكيم في أجل شهر واحد من تاريخ النطق بها أمام المجلس القضائي الذي صدر في دائرة اختصاصه حكم التحكيم، ما لم يتناول الأطراف عن حق الاستئناف في اتفاقية التحكيم** ».

2 - كان النص القديم للمادة 57 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 ينص على ما يلي: « **تفصل الغرفة بحكم لا معقب عليه كما هو الشأن في مجال القضايا المستعجلة** ».

ويمكن الطعن في قرارات الغرفة أمام الغرفة الإدارية التابعة للمجلس القضائي وفقا لقانون الإجراءات المدنية ».

3 - « Le pouvoir répressif reconnu aux autorités administratives indépendantes constitue sans doute l'originalité la plus saillante qui caractérise ces nouvelles structures. Dans la mesure où elles empiètent sur les compétences « naturelles » du Juge pénal... ».

ZOUAIMIA Rachid, Les autorités administratives indépendantes et la régulation économique en Algérie, op.cit, p 77.

التطورات الاقتصادية من جهة ومن جهة أخرى تسيير هذه القطاعات بطابع جد تقني يصعب على القاضي انسحابه⁽¹⁾.

سميت هذه الظاهرة الحديثة، بظاهرة إزالة التجريم La dépenalisation⁽²⁾ التي بمقتضاها تنتقل سلطة العقاب من القاضي إلى الإدارة، إدارة أطلق عليها البعض تسمية "قضاء بلا قاضي" «Justice sans Juge»⁽³⁾، إدارة فرضت نفسها شيئا فشيئا وسلب عدة صلاحيات من القاضي الجنائي، على مراحل مختلفة، باختلاف الأنظمة المنهجية في كل دولة، لكن الأكيد أن هذه الظاهرة توغلت في كل الأنظمة القانونية⁽⁴⁾.

أولاً - دستورية السلطة التأديبية:

أثارت السلطة القمعية التي تتمتع بها الهيئات الإدارية المستقلة إشكالات قانونية عديدة، خاصة من حيث دستوريتها. بعد أخذ ورد توصلت للاجتهادات القضائية الدستورية للعديد من الدول إلى التصريح بعدم مخالفة السلطة القمعية للهيئات الإدارية المستقلة للدستور⁽⁵⁾. رفض

1 - عيساوي عز الدين، السلطة القمعية للهيئات الإدارية المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2004 - 2005، ص 11.

2 - LAVASSEUR (G), « Le problème de la dépenalisation », Archive de la politique criminelle, n° 06, 1983, pp 53 - 69.

3 - GUEDON Marie-José, Les autorités administratives indépendantes, Librairie générale de droit et de Jurisprudence, Paris, 1991, p 118.

يعرّف الأستاذ زوايمية ظاهرة إزالة التجريم كما يلي:

« On assiste ainsi à un phénomène de dépenalisation des infractions dans le domaine économique qui se traduit par le transfert de compétences traditionnellement reconnus au juge au profit d'origines administratifs ».

ZOUAIMIA Rachid, Les autorités administratives indépendantes et la régulation économique en Algérie, op.cit, p 83.

4 - لتفاصيل أكثر حول ظهور وتطور ظاهرة إزالة التجريم عبر التاريخ والدول، راجع: عيساوي عز الدين، السلطة القمعية للهيئات الإدارية المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، مرجع سابق، ص ص 12 - 19.

5 - نذكر بعض النماذج منها:

- المحكمة العليا للولايات المتحدة الأمريكية، أقرّت بأن القانون هو الذي فوض اللجان المستقلة Independent agencies سلطة تحديد المخالفات وتوقيع العقاب.

- المجلس الدستوري الألماني ميز بين المخالفات الجزائية التي تبقى من اختصاص القاضي والمخالفات التنظيمية الخاصة بالقطاع الاقتصادي التي تخضع للقمع الإداري.

- القاضي الدستوري الإيطالي، صرح بدستورية القوانين التي تسمح بتحويل العقاب الجنائي إلى عقاب إداري في مجال إزالة التجريم.

المجلس الدستوري الفرنسي في بادئ الأمر، الاعتراف بالسلطة القمعية لهذه الهيئات بحجة مبدأ الفصل بين السلطات⁽¹⁾. عدل المجلس عن موقفه بموجب القرار المؤرخ في 17 جانفي 1989 بخصوص المجلس الأعلى للإعلام⁽²⁾. أكد المجلس الدستوري على موقفه هذا بصور القرار المؤرخ في 28 جويلية 1989، وذلك بمناسبة النظر في الطعن المرفوع أمامه بشأن دستورية المادة 2/9 من القانون الصادر في 2 أوت 1989 التي تمنح ولأول مرة سلطة قمعية للجنة عمليات البورصة الفرنسية⁽³⁾. صدر قرار المجلس الدستوري برفض الطعن والقضاء بدستورية المادة المطعون ضدها لعدم مساسها بمبدأ الفصل بين السلطات⁽⁴⁾. انتهى المجلس الدستوري بالحكم بدستورية السلطة القمعية التي تتمتع بها لجنة البورصة، إذا كانت هذه السلطة مرفقة بتأطير قانوني يضمن حماية الحقوق الأساسية الدستورية، وكذا تجاوز اللجنة في استعمال مثل هذه السلطة للحدود الضرورية كممارسة مهامها، على أن لا تصدر عقوبات سالبة للحرية⁽⁵⁾.

تقاس وضعية السلطة القمعية التي تمارسها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بمثيلتها الفرنسية، في غياب اجتهاد من المجلس الدستوري الجزائري، إذ تسهر على حماية الحقوق الأساسية من بينها حق الدفاع، ومبدأ تناسب الجرم بالعقاب من جهة، من جهة أخرى، فإن المشرع جرّدها من حق إصدار عقوبات سالبة للحرية وذلك بتحديد نطاق ممارسة هذه السلطة وكيفية تدخلها.

= ZOUAIMIA Rachid, Les autorités administratives indépendantes et la régulation économique en Algérie... op.cit, p 86 – 87.

1 - « La répression ne saurait être confiée à une autorité administrative », Ibid, p 87.

2 - جاء القرار كالآتي:

« La loi peut sans qu'il soit porté atteinte au principe de séparation des pouvoirs, doter l'autorité indépendante chargée de garantir l'exercice de la liberté de communication audiovisuelle de pouvoirs de sanction dans la limite nécessaire à l'accomplissement de sa mission ».

GUEDON Marie-José, Les autorités administratives indépendantes, op.cit, p 119.

Note de FAVOREU (M), « La décision n° 88 – 248 du 17 Janvier 1989 », Revue du droit public, 1989, p 399.

3 - TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op.cit, p 323.

4 - Le conseil constitutionnel confirme que « Le principe de séparation des pouvoirs, non plus qu'aucun principe ou règle de valeur constitutionnelle, ne fait obstacle à ce qu'une autorité administrative agissant dans le cadre de prérogatives de puissance publique puisse exercer un pouvoir de sanction ».

GUEDON Marie-José, Les autorités administratives indépendantes, op.cit, p 120.

5 - « Le conseil constitutionnel exige cependant que ce pouvoir soit précisément encadré par le législateur en ajoutant que ce pouvoir peut être accordé à une AAI que dans la limite nécessaire à l'accomplissement de sa mission, qu'il doit être assorti de mesure destinées à sauvegarder les droits et libertés constitutionnellement garanties ».

BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p 278.

ثانياً - نطاق السلطة التأديبية:

حصر المشرع الجزائري مجال تدخل الغرفة التأديبية في المادة 53 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي نصت على ما يلي: « تكون الغرفة المذكورة أعلاه مختصة في المجال التأديبي لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء في عمليات البورصة وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم »، من خلال هذه المادة يظهر جلياً أن الوسطاء في عمليات البورصة هم محور عمل الغرفة التأديبية.

سلك المشرع الجزائري منهجاً مغايراً للذي سلكه المشرع الفرنسي، الذي سمح للجنة العقوبات La commission des sanctions لدى سلطة الأسواق المالية بفرض عقوبات على المهنيين وعلى كل المتدخلين في السوق من غير المهنيين⁽¹⁾. فكل مساس بقواعد السوق التشريعية والتنظيمية هو من اختصاص لجنة العقوبات. أخضع المشرع الجزائري كل المتدخلين في السوق إلى سلطة لجنة العقوبات، الأمر الذي أدى إلى خلق نوعين مختلفين من الجزاء تمارسه اللجنة نفسها، الأول جزاء تأديبي يمارس ضد المهنيين المعتمدين من طرف سلطة السوق المالية وغيرهم من أجهزة الإدارة والاستثمار في السوق المالية، في حالة إخلالهم بقواعد وأخلاقيات المهنة. أما الثاني فهو جزاء إداري يمارس ضد كل شخص يخل بأي نص تشريعي أو تنظيمي منظم للسوق. يرى الفقه أن الجزاء الإداري يعتبر من النظام العام، يهدف إلى ضمان سلامة السوق المالية وحماية المستثمرين، في حين أن الجزاء التأديبي من النظام الخاص، يهدف إلى تنظيم سلوك فئة من المهنيين⁽²⁾.

لا تتمتع الغرفة التأديبية في القانون الجزائري بسلطة إصدار جزاءات إدارية على المهنيين، فهذه الفئة تخضع لسلطة القضاء، في حالة ارتكابها لأي فعل مخل بسلامة السوق ومهدد لمصالح المستثمرين فيها. خصص لهم المشرع الباب الرابع من المرسوم التشريعي

1 - بالنسبة للمهنيين نصت عليهم المادة 621-15 L 621-15 L 621-9 L 621-9 من التقنين النقدي والمالي الفرنسي، أما بالنسبة بغير المهنيين نصت عليهم المادة 30 L 621-15 L 621-15 من القانون رقم 842/2005 المؤرخ في 26 جويلية 2005 المعدلة للمادة 621-15 L 621-15 من التقنين النقدي والمالي. لمزيد من التفاصيل عن هذه الفئات.

BOURETZ Emmanuelle et EMERY Jean-Louis, Autorité des marchés financiers et commission bancaire, pouvoirs de sanction et recours, Editions Revue Banque, Paris, 2008, pp 21 – 22.

2 - « Les sanctions administratives relèvent d'un ordre public général et ont pour objet d'assurer l'intégrité du marché financier et la protection des investisseurs, les sanctions disciplinaires relèvent d'un ordre juridique particulier. Il s'agit d'assurer la discipline dans une catégorie professionnelle... ».

TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op.cit, p 324.

رقم 10/93 تحت عنوان "أحكام جزائية"⁽¹⁾.

يعاب على المادة 53 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، حصرها لمجال تدخل الغرفة التأديبية في الوسطاء في عمليات البورصة فحسب، مقصية بذلك بقية المهنيين من المستثمرين المعتمدين من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. فكان حرى بالمشروع استعمال عبارة المهنيين بدلا من عبارة الوسطاء في عمليات البورصة، فهي أكثر اتساعا وشمولية، إذ يمكن إدخال كل من شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف، وغيرهم من المهنيين، علماً أن النص المنظم لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة كل من شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير والصندوق المشترك للتوظيف، إلى اختصاص الغرفة التأديبية والتحكيمية في حالة الإخلال بالالتزامات المهنية وأخلاقيات المهنة⁽²⁾. وعليه أقترح تعديل المادة 53 على النحو المذكور بشأن المادة 52 التي المشار إليها سابقا.

ثالثاً - كيفية تدخل الغرفة التأديبية:

تتدخل الغرفة التأديبية لوضع حد للممارسات المنافية لقواعد السوق وأخلاقيات المهنة بناءً على طلب يودع لديها ضد أي وسيط من الوسطاء المعتمدين، يمكن أن يودع طلب التدخل من طرف كل من:

- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.
- بطلب من المراقب المذكور في المادة 46 الذي تفوضه اللجنة للتدخل في اجتماعات البورصة، لتسوية أحداث أو نزاعات عارضة ذات طابع تقني من شأنها أن تعوق سير اجتماعات البورصة.
- بطلب من الوسطاء في عمليات البورصة، أو شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، أو الشركات المصدرة للأسهم، أو الأمرين بالسحب في البورصة.
- بناءً على تظلم أي طرف له مصلحة⁽³⁾.

1 - المواد 58 ومن المرسوم التشريعي رقم 10/93 والمادة 60 منه المعدلة بموجب القانون رقم 04/03 السابق ذكره.

2 - وهي المادة 53 من الأمر رقم 08/96 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) و(ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، الجريدة الرسمية عدد 03، الصادر في 14 جانفي 1996.

جاء نصها كما يلي: «تعاقب الغرفة التأديبية والتحكيمية كل مخالفة للالتزامات المهنية وأخلاقيات المهنة التي يرتكبها مسيرو (ش.إ.ر.م.م) أو مسيرو (ص.م.ت) وكذلك كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليها وفقاً للأحكام المنصوص عليها في المواد 53، 55 و56 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 ...».

3 - المادة 54 من المرسوم التشريعي رقم 10/93.

على خلاف التشريع الفرنسي الذي منح حق إخطار لجنة العقوبات لمجمع السوق دون غيره⁽¹⁾.

رابعاً - العقوبات الصادرة عن الغرفة التأديبية:

نصت المادة 55 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على العقوبات التي يمكن للغرفة التأديبية والتحكيمية إصدارها⁽²⁾ والتي يمكن تصنفها كآلاتي:

أ - عقوبات معنوية:

تتمثل هذه العقوبات في كل من الإنذار والتوبيخ. تهدف الغرفة من وراء النطق بها الى تصحيح وإصلاح سلوك الوسيط، وبعث نوع من الحذر لديه، أما في حالة عدم جدواها تضطر اللجنة إلى تقرير عقوبات أهم وأخطر. يجدر الذكر أنه من الناحية العملية، ومنذ نشأة لجنة البورصة الجزائرية تم إصدار إنذار واحد فقط في مواجهة أحد الوسطاء المعتمدين على مستواها⁽³⁾.

ب - عقوبات مقيدة وسالبة للحقوق:

تتمثل العقوبات المقيدة للحقوق في حظر النشاط كله أو جزء منه بصفة مؤقتة، تنطق في حق الأشخاص الطبيعية وهم الأعوان المؤهلين لممارسة المفاوضات داخل البورصة لحساب الوسطاء. تترجم هذه العقوبة بسحب البطاقة المهنية بصفة مؤقتة من العون المخالف لالتزاماته

1 - المواد L 621-38 و L 621-39 من التقنين النقدي والمالي الفرنسي.

لمزيد من التفاصيل، :

BOURETZ Emmanuelle et EMERY Jean-Louis, Autorité des marchés financiers et commission bancaire, op.cit, p 54.

TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op.cit, pp 335 – 337.

2 - تنص المادة 55 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على ما يلي:

« العقوبات التي تصدرها الغرفة في مجال أخلاقيات المهنة والتأديب هي:

- الإنذار.

- التوبيخ.

- حظر النشاط كله أو جزئه مؤقتاً أو نهائياً.

- سحب الاعتماد.

- وأو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة ملايين دينار أو بمبلغ يساوي المعتم المحتمل تدقيقه بفعل الخطأ

المرتكب.

تدفع المبالغ لصندوق الضمان المحدث بموجب المادة 64 أدناه.

ترفع المخالفات لأحكام التشريعية والتنظيمية المعاقب عليها بالعقوبات المنصوص عليها في المادتين 9 أو 60 أدناه أمام الجهات القضائية العادية المختصة ».

3 - : تواتي نصيرة، المركز القانوني للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مرجع سابق، ص 142.

وقواعد أخلاقيات المهنة. تفرض كذلك العقوبة نفسها على كل من ميسري شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك إذا كانت ميسرة من طرف أشخاص طبيعية. تفرض العقوبات نفسها على الأشخاص المعنوية المعتمدة لممارسة نشاط الوسيط في عمليات البورصة، كذا مسير شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك إذا كانت مسيرة من قبل شخص معنوي⁽¹⁾.

لم يسبق للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أن أصدرت مثل هذه العقوبة، على خلاف اللجنة المصرفية التي أصدرت عقوبة المنع من ممارسة بعض عمليات المصرفية، والتوقيف المؤقت لعدة مسيرين لبنوك خاصة، وتوقيف عمليات تحويل الأموال إلى الخارج⁽²⁾.

تتمثل العقوبات السالبة للحقوق في حظر النشاط كله أو جزئه بصفة نهائية. تصدر هذه العقوبة في حق مسيري شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف، في هذه الحالة يجب استخلافه في ظرف ثلاثة (3) أشهر تحت طائلة الحل بقوة القانون للشركة أو الصندوق⁽³⁾. كما تفرض ذات العقوبة على الوسطاء في عمليات البورصة وأعاونهم المؤهلين لممارسة المفاوضات داخل البورصة.

يمكن للغرفة التأديبية والتحكيمية أن تصدر عقوبات أخطر من ذلك، وهي عقوبة سحب الاعتماد، كون اللجنة هي صاحبة الاختصاص في منحه وفقا لشروط محددة مسبقا، فطلب الوسيط لاعتماد اللجنة لممارسة نشاط الوساطة، هو دليل على قبوله بالشروطها والقواعد المنظمة للمهنة التي هو مقبل على ممارستها، وإن لم يشارك في وضعها. لذا فإن أي خرق لتلك القواعد يمنح للجنة الحق في سحب الاعتماد، وهو حق تمارسه عن طريق الغرفة التأديبية والتحكيمية. تتمتع اللجنة المصرفية بالحق نفسه، وقد سبق لها أن سحبت الاعتماد من بنكين خاصين هما: بنك الخليفة والبنك التجاري والصناعي الجزائري⁽⁴⁾.

يثور التساؤل حول سحب الاعتماد من الوسيط الذي يمارس نشاط الوساطة بشكل تباعي

1 - ZOUAIMIA Rachid, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, op.cit, p 133.

2 - ZOUAIMIA Rachid, « Les fonctions répressives des autorités administratives indépendantes », op.cit, p 132.

3 - تنص على ذلك المادة 30 من الأمر رقم 08/96 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السابق ذكره.

4 - ZOUAIMIA Rachid, Les autorités administratives indépendantes et la régulation économique en Algérie, op.cit, p 94.

للنشاط المصرفي الأصلي، سواء من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حالة خرق النصوص التشريعية والتنظيمية المنظمة للنشاط البورصي، أو من قبل اللجنة المصرفية في حالة خرقه لقواعد النشاط المصرفي. في حالة الأولى من البديهي أن نجيب بتوقف الوسيط عن نشاط الوساطة دون أن يؤثر عليه سحب الاعتماد من ممارسة نشاطه المصرفي، لكن في الحالة الثانية إذ سحب منه الاعتماد بصفته بنكا أو مؤسسة مالية زال النشاط الأصلي، فيزول معه حتما النشاط التبعية المتمثل في الوساطة في عمليات البورصة.

ج - عقوبات مالية:

يمكن للغرفة التأديبية والتحكيمية إصدار عقوبات مالية، إما كعقوبة أصلية دون أن ترفق أخرى أو كعقوبة تبعية لعقوبة سالبة أو مقيدة للحقوق، والدليل على ذلك هو استعمال المشرع للفظ و/أو في الوقت نفسه في المادة 55 من المرسوم التشريعي رقم 10/93. تتمتع الغرفة التأديبية والتحكيمية بسلطة محدودة لتقرير الغرامات المالية التي تحكم بها، إذ أن المشرع هو من تولى تحديد السلم الذي على أساسه تقدر هذه الأخيرة. يبقى على الغرفة النطق بها حسب ظروف كل قضية إما بغرامة تقدر بعشرة ملايين دينار، أو بمبلغ يساوي الربح المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب. تودع هذه الغرامات المالية لدى صندوق الضمان المنصوص عليه في المادة 64 من المرسوم التشريعي رقم 10/93⁽¹⁾.

استعان المشرع الجزائري في تقديره لهذه الغرامات بالسلم الذي تبناه المشرع الفرنسي، أي وجود طريقتين مختلفتين لتقدير التعويض. لكن الفرق بينهما أن المشرع الفرنسي استعمل كل طريقة كعقوبة مستقلة عن نظيرتها، بمعنى أنه قدر الغرامة بضعف أو ثلاث مرات مقدار الأرباح المحققة في حال العقوبة التأديبية، وقدرها 10 ملايين فرنك فرنسي أي ما يقابل 1,5 مليون أورو كعقوبة إدارية⁽²⁾. يمتاز المشرع الفرنسي بتبنيه سياسة التحديد المسبق لمبلغ الغرامات المالية التي تنطق بها سلطات الضبط التي تتمتع بهذه الصلاحية، أو على الأقل تحديد الحدود الدنيا والقصوى لها. الغاية من ذلك هو منع تعسف سلطات الضبط وإفراطها في فرض العقوبات المالية، خاصة وأن هذه الغرامات تدفع لحساب السلطة التي تنطق بها.

1 - المادة 55 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

2 - يمكن للجنة العقوبات الفرنسية تقدير العقوبة بـ 1,5 مليون أورو كعقوبة تأديبية تسلط على الأشخاص الطبيعية الخاضعة لسلطة الأسواق المالية.

فرّق المشرع الجزائري في كيفية تحديد الغرامات من سلطة ضبط إلى أخرى. فاللجنة المصرفية تتمتع بسلطة تقديرية أكثر مرونة من تلك التي منحت للجنة البورصة. إذ أن فالمشرع حدد لها الحد الأدنى الذي لا يمكن تجاوزه وهو الرأسمال التأسيسي للبنك أو المؤسسة المالية، لكن للجنة المصرفية سلطة الحكم بغرامات تفوق ذلك الحد. أما بالنسبة للجنة ضبط الكهرباء والغاز، فالمشرع حدد سلم الغرامات ما بين ثلاثة (3) وخمسة (5) بالمائة من رقم الأعمال السنوية⁽¹⁾، في حين مجلس المنافسة ينطق بالعقوبات المالية التي حددها المشرع سلفا حسب نوع المخالفة⁽²⁾.

خامساً - ضمانات ممارسة السلطة التأديبية:

سبق القول أن دستورية السلطة القمعية التي تتمتع بها الهيئات الإدارية المستقلة، متوقفة على شرط ضمان حماية الحقوق الأساسية، التي تثار بشأنها جدل كبير في التشريعات المقارنة. إذ أن السلطة القضائية حينما تمارس اختصاصاتها القمعية، تضمن للشخص المعاقب مجموعة من الضمانات الأساسية التي يكرسها القانون الأساسي أو قانون العقوبات وقانون الإجراءات الجزائية، وعليه فإن تحويل الاختصاص القمعي من القاضي الجنائي إلى الهيئات الإدارية المستقلة يجب أن يرافقه نقل لتلك الضمانات⁽³⁾. تتمثل هذه الضمانات فيما يلي:

أ - ضمان مبدأ الحياد:

يعرف الحياد بعدم الانحياز لطرف ما، فهو يختلف عن مبدأ الاستقلالية الذي يقضي بعدم الخضوع لسلطة ما⁽⁴⁾. يترجم مبدأ الحياد في أرض الواقع بواسطة إجراءين هما إجراء التنافي وإجراء التحي أو الامتناع.

أ - 1 - إجراء التنافي l'incompatibilité: يخضع رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لإجراء التنافي طبقاً للمادة 24 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، التي تنص على ما يلي: « يمارس رئيس اللجنة مهمته كامل الوقت، وهي تتنافى مع أية إنابة انتخابية أو

1 - المادة 148 من القانون رقم 01/02 المتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز عبر القنوات، السابق ذكره.

2 - الفصل الرابع من قانون المنافسة رقم 03/03 تحت عنوان العقوبات المطبقة على الممارسات المقيدة للمنافسة والتجمعات، المواد من 56 إلى 52.

3 - : عيساوي عز الدين، السلطة القمعية للهيئات الإدارية المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، مرجع سابق، ص 74.

4 - « L'impartialité se définit comme une absence de partis pris, une neutralité, cette qualité se distingue donc de l'indépendance caractérisant par l'absence de sujétion à une entité ».

THOMASSET Pierre, L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales, op.cit, p 211.

وظيفة حكومية، أو ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر باستثناء أنشطة التعليم والإبداع الفني أو الفكري». إن إخضاع الرئيس بمفرد لإجراء التنافي دون بقية الأعضاء ودون بقية أعضاء الغرفة التأديبية والتحكيمية ليس من شأنه أن يضمن الحياد المرجو⁽¹⁾.

يطبق المشرع نظام التنافي في بعض الهيئات الإدارية المستقلة حتى بعد انتهاء عهدة الأعضاء، الأمر الذي لم ينص عليه بشأن لجنة البورصة، في المقابل منع الرئيس والأعضاء من امتلاك مصالح أو القيام بمعاملات تجارية حول أسهم مقبولة في البورصة⁽²⁾. لكنه تجاهل أعضاء الغرفة التأديبية والتحكيمية، وإذا كان القضاة بحكم مهنتهم الأصلية يخضعان لمبدأ التنافي، فإن العضوان الباقيان لا يجوز أي نص يمنعهما من مزاولة أي نشاط آخر أو امتلاك مصالح لدى الشركات التي تدخل تحت سلطة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها⁽³⁾.

أ - 2 - إجراء التنحي: إذا كان نظام التنافي يمنع العضو من ممارسة لدى الشركات الخاضعة لسلطة اللجنة، فإن إجراء التنحي يقضي بإقصاء العضو من مداورات اللجنة بصفة عامة والغرفة التأديبية والتحكيمية بصفة خاصة بسبب موقفه الشخصي تجاه الشركة المتابعة⁽⁴⁾.

1 - خلافا لما يورد المادة 121 من القانون رقم 01/02 المتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز عبر القنوات التي طبقت إجراء التنافي على جميع أعضاء اللجنة بنصها على ما يلي: « **تتنافى وظيفة عضو اللجنة المدبرة مع أي نشاط مهني أو عهدة انتخابية وطنية أو محلية أو وظيفة عمومية أو كل امتلاك مباشر أو غير مباشر لمنفعة في مؤسسة تابعة لقطاع الطاقة أو مؤسستها صفة الزبون المؤهل** ».

2 - المادة 25 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، السابق ذكره.

3 - كأن المشرع الجزائري يقلد المشرع الفرنسي تقليدا أعمى حتى في أخطاءه وهفواته، فقد كان رئيس لجنة البورصة هو الوحيد الذي يخضع للتنافي دون بقية الأعضاء. لكن المشرع الفرنسي تدارك هذا الخطأ ورغبة منه في تكريس استقلالية حقيقة للجنة أخضع الرئيس وجميع أعضائها لنظام التنافي وذلك بموجب المادة 4-621 L من التقنين النقدي والمالي المعدل بموجب القانون رقم 597/96 المؤرخ في 1996/07/02، ومع ذلك لم يستند المشرع الجزائري من هذا التعديل أثناء تعديله للمشروع التشريعي رقم 10/93 بمناسبة صدور القانون رقم 04/03 وكأنه يقلد المشرع الفرنسي حينما يخطأ ولا يقلده حينما يصيب.

4 - ZOUAIMIA Rachid, Les autorités administratives indépendantes économique en Algérie, op.cit, p 102.

في السياق نفسه عيساوي عز الدين، السلطة القمعية للهيئات الإدارية المستقلة...، مرجع سابق، 109 - 110. إلا أن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تصدت لهذا الفراغ في نظامها الداخلي، إذ نصت المادة 39 منه على منع أعضاء اللجنة من القيام بعمليات على القيم المنقولة في أجل 51 يوم من تاريخ إيداع المذكرة الإعلامية لدى اللجنة، وكذا القيام ببيع أو شراء قيم منقولة أو دعمت وثائقها لدى اللجنة قبل نشرها للجمهور.

بما أن المشرع لم يخضع أعضاء اللجنة لمبدأ التنافي، كنا نتوقع أن يخضعهم لمبدأ التنحي، أي أنه لم يمنعهم من ممارسة نشاطات أخرى، أو امتلاك مصالح معينة، لكن كان عليه أن يضع العضو الذي يملك مصالح في الشركات محل المتابعة من حضور المداولات وذلك ضماناً لحياد اللجنة بصفة عامة، والغرفة التحكيمية والتأديبية بصفة خاصة. المفاجأة هي أن هؤلاء الأعضاء لا يخضعون لا لهذا المبدأ ولا لذاك⁽¹⁾ على خلاف قانون المنافسة الذي أقر نظام التنافي في المادة 29 من الأمر رقم 03/03 التي تنص على ما يلي: « لا يمكن أي عضو مجلس المنافسة أن يشارك في مداولة تتعلق بقضية له فيها مصلحة أو يكون بينه وبين أحد طرفيها صلة قرابة إلى الدرجة الرابعة أو يكون قد مثل أو يمثل أحد لأطراف المعنية... تتنافى وظيفة عضو مجلس المنافسة على أي نشاط مهني آخر ».

ب - ضمان قرينة البراءة:

كرس المشرع المؤسس قرينة البراءة في المادة 45 من دستور 1996 التي بمقتضاه يعتبر كل شخص بريء حتى تثبت إدانته. لم يتضمن المرسوم التشريعي رقم 10/93 والقانون رقم 04/03 إشارة إلى هذا المبدأ، لكن هذا لا يعني أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غير ملزمة به بل بالعكس فهو مبدأ دستوري يجب على اللجنة مراعاته أثناء ممارستها للسلطة التأديبية. يذكر في هذا الصدد، قرار محكمة الاستئناف في باريس المؤرخ في 15 جانفي 1993 التي ألغيت قرار العقوبة الصادرة من طرف لجنة البورصة بصحة خرقها لقرينة البراءة⁽²⁾.

1 - Article 39 du règlement intérieur de la COSOB.

« Tout membre de la commission ne peut :

1 – faire des opérations sur les valeurs mobilières durant les 15 jours qui suivent l’octroi du visa de la notice par la commission.

2 – Acheter, souscrire ou vendre des titres si un document y afférent a été déposé à la commission et a quelle que soit la nature du document et/ou de son traitement par la commission jusqu’à publication de la décision par la commission.

3 – Acheter, souscrire ou vendre des titres qui font l’objet d’une offre publique, à partir du moment où ce fait est connu de la commission jusqu’au moment où il est rendu public par l’initiateur ».

2 - نتلخص وقائع هذه القضية في أن لجنة البورصة الفرنسية (COB) يتضمن إدانة شخص بعد أربعة أيام فقط منذ إبلاغ المعني بالأمر بالأفعال المنسوبة إليه وقيل انتهاء الإجراءات العقابية. اعتبرت محكمة الاستئناف ذلك خرقاً لقاعدة المتهم بريء متى تثبت إدانته، فألغيت القرار المتضمن العقوبة.

la note de VIADIER Alain, Bulletin Jolly bourse, 1993, p 148.

Note de DUCOULOUX FAVARD Claude, Juris classeur périodique, 1993, p 273.

SALOMON (R), « Le pouvoir de sanction des AAI en matière économique et financier et les garanties fondamentales », Revue en droit bancaire et financier, n° 1, 2001, p 46.

ج - ضمان حق الدفاع:

يعد مبدأً دستورياً كرسه المادة 115 من دستور 1996، وأكدت عليه المادة 56 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي تنص على ما يلي: « لا تصدر أي عقوبة ما لم يستمع قبل ذلك إلى الممثل المؤهل للمتهم أو ما لم يدع قانوناً الاستماع إليه ». إلا أن هذا النص لم يتضمن أية إشارة إلى حق المعني بالأمر في الاطلاع على الملف أو الحصول على نسخة منه، كما نصت المادة 30 من الأمر رقم 03/03 المتعلق بالمنافسة⁽¹⁾، في حين لا يتضمن قانون النقد والقرض نصاً على حق المعني بالمخالفة في الحصول أو الاطلاع على الحلف، بل اكتفى بإلزام اللجنة المصرفية بإخطار المعني بالأمر بالمخالفة المرفوعة ضده⁽²⁾. بالمقابل أسهب الفقه والقضاء الفرنسيين في هذا الموضوع⁽³⁾.

د - عدم الجمع بين العقوبات Le principe non bis in idem:

هو مبدأ منصوص عليه في المادة 1/4 من البرتوكول رقم 07 من الاتفاقية الأوروبية لحقوق الإنسان المبرمة سنة 1984⁽⁴⁾ والتي طبقت ما جاء في المادة 7/14 من الميثاق الدولي للحقوق المدنية والسياسية للأمم المتحدة لسنة 1966⁽⁵⁾.

كرست هذا المبدأ أغلب التشريعات الداخلية في قوانينها الجنائية لتضع المجتمع بين الجزاءات الجنائية، لكن ليست هناك ما يمنع من الجمع بين الجزاء الجنائي الذي يحمي النظام

1 - تنص المادة 30 من الأمر رقم 03/03 على ما يلي: « يستمع مجلس المنافس حضورياً إلى الأطراف المعنية في القضايا المرفوعة إليه والتي يجب عليها تقديم مذكرة بذلك، ويمكن أن تعين هذه الأطراف ممثلاً عنها أو تحضر مع محاميها أو مع أي شخص تختاره ».

2 - المادة 111 من الأمر رقم 11/03 المتعلق بالنقد والقرض.

3 - GARRIGUES Brigitte, « L'autorité de régulation boursière face à l'article 6 de la convention européenne de droit de l'homme », *Revue de droit bancaire et financier* N°3 du 01-05-2010, pp 83-85. RONTCHEVSKY Nicolas « l'application du principe des droits de la défense aux enquêtes de l'autorité des marchés financiers » bulletin Jolly bourse et produits financiers, N° 11 de 01/11/2011, p583.

ARSOUZE CHARLES, « La cour de cassation se prononce sur le respect des droits de la défense par l'autorité des marchés financiers », *revue des sociétés* N° 10 du 01/10/2011, pp 575-580.

4 - Article 4/1 du protocole n° 7 de la CEDH 1984.

« Nul ne peut être poursuivi ou puni en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la loi et à la procédure pénale de chaque pays ».

5 - Article 14/7 du pacte de 1966 des Nations Unies.

« Nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement par les Juridictions du même état en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la loi et à la procédure pénale de cet état ».

CONAC Pierre-Henri, La régulation des marchés boursiers..., op.cit, p 119.

العام والمصالح العامة للمجتمع، وبين الجزاء التأديبي الذي يحمي النظام الخاص ومصالح مهنية خاصة. علماً أن الفئة المعنية بالجزاء التأديبي تربطها علاقة مباشرة على مصدر الجزاء.

تعتبر الجزاءات التي تصدرها الغرفة التأديبية والتحكيمية جزاءات تأديبية في مواجهة المهنيين دون الجزاءات الإدارية، وعليه لا يثور أي إشكال حول تطبيق هذا المبدأ من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. ما هو عليه الحال بالنسبة للجنة البورصة الفرنسية وسلطة السواق المالية في فرنسا، إذ أن اختصاصها بإصدار جزاءات إدارية هو الذي أدى إلى تنظيم طعن ضدها أمام المجلس الدستوري باعتبار اللجنة بإصدارها مثل هذه الجزاءات على الأفراد الذي سيتابعون قضائياً، لكن الفعل المرتكب معاقب عليه جنائياً أيضاً.

أصدر المجلس الدستوري الفرنسي قراره الشهير رقم 260/89 المؤرخ في 28 جويلية 1989، الذي قضى بدستورية الجمع بين الجزاءين الجنائي والإداري بشرط عدم تجاوز الحد الأقصى لأحد الجزاءين⁽¹⁾.

تطبيقاً لقرار المجلس الدستوري صدرت عدة أحكام وقرارات في المهام القضائية الفرنسية تقضي بإمكانية الجمع بين الجزاء الإداري والجزاء الجنائي الذي ينطبق به القاضي⁽²⁾.

سادساً - حدود السلطة التأديبية:

وضع المشرع الجزائري حدوداً للممارسة للجنة للسلطة التأديبية وذلك عن طريق تدخل القضاء الذي يأخذ شكلين مختلفين، أولهما يتدخل فيه القاضي بناء على طلب اللجنة بممارسة سلطة الأمر، ثانيهما يتدخل فيه القاضي لدراسة الطعون المرفوعة أمامه ضد قرارات الغرفة التأديبية.

1 - أشار المجلس الدستوري في قراره هذا ثلاث حيثيات مهمة هي:

- 1 - أنه من غير الجدوى البحث عن القيمة الدستورية لمبدأ عدم الجمع بين العقوبات.
- 2 - إن هذا المبدأ لا يمكن إعماله في حالة الجمع بين العقوبات الجزائية والإدارية إلا إذا نص القانون على خلاف ذلك.
- 3 - لاحظ المجلس بأن هذه اللجنة يمكن أن تنطق بعقوبات مرافقة لعقوبات القاضي شرط أن لا يتعدى المبلغ الإجمالي للعقوبتين معاً الحد الأقصى لكلاهما.

لمزيد من التفاصيل : عيساوي عز الدين، السلطة القمعية للهيئات الإدارية المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، مرجع سابق، ص ص 86 - 88.

- 2 - قضت محكمة النقض الفرنسية بتاريخ 20 جوان 1996 بصحة الجمع بين الجزاء الموقع من قبل إدارة الضرائب عن الغش الضريبي والجزاء الجنائي السالب للحرية والمرفق بغرامات جنائية.

THOMASSET Pierre Sylvie, L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales, op.cit, p 321.

أ - تدخل القاضي عند ممارسة اللجنة لسلطة الأمر **Pouvoirs d'injonction**:

تتمثل هذه السلطة في الأوامر التي تصدرها اللجنة في مواجهة كل من يرتكب عملا مخالفا للأحكام التشريعية والتنظيمية، فتأمره بالكف عن تلك الأعمال وإزالة آثارها، تتخذ سلطة الأمر مظهرين مختلفين هما:

أ - 1 - سلطة الأمر غير المباشر **Pouvoirs d'injonction indirecte**: لا

تخاطب اللجنة المعني بالمخالفة مباشرة حينما تستعمل هذه السلطة، إنما تخاطبه عن طريق القضاء. تطلب اللجنة من القاضي إصدار أمر للمخالفين بضرورة الامتثال للنصوص التشريعية والتنظيمية والكف عن الأعمال المخالفة لها.

اعترف المشرع الفرنسي بهذه السلطة لكل من لجنة عمليات البورصة (COB)⁽¹⁾ ومجلس الأسواق المالية (CMF)⁽²⁾، تظهر أهمية هذه السلطة حينما يكون الفعل المخالف لا يمس بالقواعد التنظيمية التي تصدرها لجنة البورصة COB إنما يمس القواعد التشريعية والتنظيمية ذو الطابع العام.

حذى المشرع الجزائري حذى المشرع الفرنسي اعترف سلطة الأمر غير المباشرة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وذلك بموجب المادة 40 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي تنص على ما يلي: « يمكن رئيس اللجنة في حالة وقوع عمل مخالف للأحكام التشريعية أو التنظيمية ومن شأنه الإضرار بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة، أن يطلب من المحكمة إصدار أمر المسؤولين بالامتثال لهذه الأحكام ووضع حد للمخالفة أو إبطال آثارها، ويحيل نسخة من طلبه على المجلس القضائي للغرفة الذي يقتضيه القانون.

ودون الإخلال بالمتابعات الجزائية، تفصل الجهة القضائية المختصة في الأمر استعجاليا، بل ويمكنها أن تتخذ تلقائيا أي إجراء تحفظي، وتصدر قصد تنفيذ أمرها غرامة تهديدية تحيلها إلى الخزينة العمومية.

ويمكن لرئيس اللجنة أن يتأسس كطرف مدني في مجال وقوع جرائم جزائية ».

يستنتج من تحليل المادة المذكورة أعلاه أن ممارسة اللجنة لسلطة الأمر غير المباشر

1 - بموجب القانون رقم 1325/85 المؤرخ في 14 ديسمبر 1985.

2 - بموجب القانون المؤرخ في 15 ماي 2001 المعدل للمادة L 622-10-1 من التقنين النقدي والمالي، لكن السلطة التي منحت لمجلس الأسواق المالية آنذاك كانت منحصرة في عمليات العرض العام للشراء دون غيرها.

TEYSSIER David, La régulation des autorités des marchés financiers, op.cit, p 301.

متوقف على توافر شرطين هما:

- أن ينطوي الفعل على مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية رغم أن النص لم يحدد طبيعة النصوص التنظيمية المقصودة، أي النصوص التنظيمية العامة الصادرة عن السلطة التنفيذية. أم يمكن إدراج النصوص التنظيمية التي تصدرها اللجنة؟ للإجابة على هذا التساؤل يمكنها الاستدلال بالتطور التاريخي لموقف المشرع الفرنسي، للقول بأن النصوص التنظيمية الصادرة عن اللجنة لا تدخل في إطار المادة 40 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، حيث أن هذه الأخيرة تتمتع بسلطة أخرى لرفع المخالفات الماسة بأنظمتها وقراراتها وهي السلطة التأديبية مع أن ممارستها تبقى محدودة لأنها تتعلق بالمهنيين دون غيرهم.

- الشرط الثاني هو إلحاق ضرر بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة، هذا الضرر قد يكون محقق أي وقع فعلاً أو يكون ضرراً متوقعاً، كما يفهم ذلك من استعمال المشرع لعبارة « من شأنه الأضرار بحقوق المستثمرين »⁽¹⁾.

تثير المادة 40 المذكورة أعلاه عدة إشكالات قانونية، منها:

- عدم تحديد المحكمة المختصة بالنظر في طلب للجنة، يفهم من المادة 40 أن القسم المختص بدراسة الطلب هو القسم الاستعجالي دون معرفة المحكمة التي يتبع لها القسم، أي محكمة مقر المجلس بالجزائر العاصمة، لوقوع مقر اللجنة في دائرة اختصاصها من جهة ومن جهة أخرى أن الأمر سيصدر من القاضي في مواجهة المتدخلين في السوق من غير المهنيين، لأن هؤلاء يخضعون مباشرة للسلطة التأديبية للجنة، أم يختص بها مجلس الدولة باعتباره هو المختص بالنظر في الطعون بالمشروعية ضد قرارات اللجنة وأغلب الهيئات الإدارية المستقلة⁽²⁾، الأمر الذي يكسب قضاء هذه الهيئة نوع من الخبرة والمعرفة بالقواعد المنظمة للسوق المالية⁽³⁾.

1 - لقد أثار تحديد الضرر جدلاً وسط الفقه الفرنسي، لكن الاجتهاد القضائي أنهى هذا الجدل بتقرير أن مجرد خرق القواعد التشريعية والتنظيمية هو قرينة على سوء الإعلام المتوفر في السوق.

« ...En considérant que le non respect des dispositions réglementaires et légales entraînant une présomption du marché. Dès lors, l'atteinte aux droits des épargnants était constitué par le fait que l'information des épargnants n'était pas assurée dans des conditions conformes au bon fonctionnement des marchés ». TEYSSIER David, La régulation des marchés financiers, op.cit, p 115

2 - ZOUAIMIA Rachid, « Le régime contentieux des autorités administratives indépendantes en droit Algérien ». Revue IDARA, n° 1/2005, p 8.

3 - انتهج المشرع الفرنسي النهج نفسه معتمداً على خبرة هؤلاء القضاة في مجال السوق المالية.

- وقع المشرع في خطأ في تحرير النص العربي للمادة 40 حينما نص على ما يلي: « ... ويحيل نسخة من طلبه على المجلس القضائي للغرض الذي يقتضيه القانون ... ».

والنص الفرنسي - وهو الأصح - يحيل الملف على النيابة العامة وليس المجلس القضائي، وذلك في حالة ما إذا كان الفعل المرتكب يقتضي متابعة جزائية.

- جعل المشرع في المادة 40 الإبطال كجزاء مدني للأفعال المخالفة للقواعد التشريعية والتنظيمية وأن هذا الأثر اختياري يمكن للقاضي النطق به أو الاكتفاء بالنطق بوضع حد المخالفة، ذلك أن المشرع استعمل عبارة « وضع حد للمخالفة أو إبطال آثارها »، في حين أن القواعد العامة للقانون المدني تقضي أن أية مخالفة للقواعد القانونية الآمرة تشريعية كانت أو تنظيمية يكون جزاء البطلان المطلق لعدم مشروعيتها وليس الإبطال الذي هو بطلان نسبي⁽¹⁾ مع الإشارة إلى أن النص الفرنسي مخالف تماماً للنص العربي⁽²⁾.

أ - 2 - سلطة الأمر المباشرة **Pouvoirs d'injonction directe**: لا تتمتع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بسلطة الأمر المباشر، فلا وجود لأي نص يمنح لها هذه السلطة، هذا ليس انتقاصاً من قيمة اللجنة بالمقارنة على نظيرتها الفرنسية (AMF) التي تتمتع بهذا الحق، وذلك راجع حسب رأينا إلى عدم امتلاك اللجنة أية سلطة مباشرة على باقي المتدخلين في السوق من غير المهنيين، فكيف لها أن تأمرهم بالامتثال لأنظمتها، وعليه فإن تدخل اللجنة يكون كالاتي:

- إذا كانت المخالفة تمس النصوص التشريعية أو التنظيمية العامة منها أي الصادرة من السلطة التنفيذية والخاصة أي الصادرة عن اللجنة - وكان مرتكبها وسيط في عمليات البورصة أو أحد المهنيين، فإن اللجنة تتدخل بممارسة السلطة التأديبية.

- إذا كانت المخالفة صادرة من غير المهنيين وتمس بالنصوص التشريعية والتنظيمية العامة، فإن اللجنة تستعمل سلطة الأمر غير المباشر التي سبق شرحها. أما إذا كانت المخالفة صادرة من المهنيين ولا تمس لا بالنصوص التشريعية والتنظيمية العامة، إنما تشكل خرقاً للنصوص التنظيمية للجنة فهنا نكون أمام فراغ قانوني، إذ لا يمكن للجنة ممارسة لا السلطة التأديبية ولا سلطة الأمر غير المباشر للأسباب السابق شرحها.

1 - المادة 93 من التقنين المدني.

2 - « ... mettre fin à l'irrégularité ou d'en supporter les effets... ».

يجب على المشرع أن يعترف للجنة بممارسة سلطة الأمر المباشر ضد المتدخلين في السوق من غير المهنيين تحت طائلة منعهم من إنجاز عملياتهم، على أن تتبع سلطة الأمر المباشر بحق توقيع جزاء إداري على غير المهنيين، الذين سوف لن ينساقوا لأوامر اللجنة إذا بقيت هذه الأخيرة محرومة من سلطة توقيع الجزاء عليهم.

لاحظ المشرع الفرنسي الفراغ القانوني نفسه، فتصدى له بالاعتراف للجنة البورصة بسلطة الأمر المباشر بموجب القانون رقم 531/89⁽¹⁾ التي عرفت توسيعا في نطاقها فيما بعد⁽²⁾. يسجل اعتراضا وحيدا ومحتشما من المشرع بإمكانية ممارسة اللجنة لسلطة الأمر المباشر في المادة 35 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 تأمر للجنة الشركات المقيدة في البورصة بنشر استدراقات، في حالة ما إذا لاحظت نقصا أو سهوا في الوثائق التي تضمنها الإعلام الموجه للجمهور⁽³⁾.

ب - تدخل القاضي للنظر في الطعن ضد قرارات الغرفة التأديبية:

يحمي الدستور حقوق الأفراد عبر السلطة القضائية، إلا أن سرعة تطور وتعقيد النشاطات الاقتصادية الحديثة أدت إلى تفويض جزء من هذه السلطة إلى الهيئات الإدارية المستقلة للفصل في النزاعات الناشئة عن نشاطاتها كونها نزاعات تحتاج إلى سرعة وخبرة في المجالات النقدية التي يعجز القاضي ذات التكوين القانوني البحث عن مواكبتها.

تبقى مع ذلك السلطة القضائية محتفظة بحقها في النظر في الطعون ضد قرارات الهيئات الإدارية المستقلة، بهذا سيستفيد المتقاضي من حق التقاضي على درجتين الذي يكرسه القانون من جهة، من جهة ثانية إخضاع هذه الهيئات للرقابة القضائية، أمر يمنعها من التعسف في استعمال سلطاتها⁽⁴⁾.

1 - La loi n° 89/531 du 2 Août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier. J.O.R.F du 4 Août 1989, Art 5-II.

2 - سلطة تم توسيعها بموجب القانون المؤرخ في 1 أوت 2003 المتعلق بالأمن المالي وكذا قانون التحديث الاقتصادي loi de la modernisation de l'économie المؤرخ في 26 جويلية 2005.

3 - تنص المادة كل من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على ما يلي: «تتأكد اللجنة من أن الشركات المقبولة تداولها قيمها المنقولة في بورصة القيم المنقولة، تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها ولا سيما في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة وتشكيلة أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية. وتأمّر هذه الشركات عند الاقتضاء، بنشر استدراقات فيما إذا لوحظت حالات سهو الوثائق المنشورة أو المقدمة».

4 - أثّر النقاش حول إمكانية خضوع الهيئات الإدارية المستقلة للرقابة لأول مرة في فرنسا بمناسبة قضية RETAIL إذ أقر مجلس الدولة برقابة القاضي الإداري على أعمال وسيط الجمهورية، وذلك لمنع تعسف الهيئات الإدارية في استعمال سلطاتها. : عيساوي عز الدين، السلطة القمعية للهيئات الإدارية المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، مرجع سابق، ص 116.

تطرح هذه النقطة عدة إشكالات قانونية تثيرها الطعون ضد الهيئات الإدارية المستقلة بصفة عامة وضد القرارات التأديبية للجنة بتنظيم ومراقبة عمليات البورصة من جهة ثانية وهي الجهة القضائية المختصة، مواعيد الطعن والتنظيم الإداري المسبق وفي تنفيذ القرار.

ب - 1 - الجهة القضائية المختصة:

تدرس في هذا الصدد نوع واحد من الطعون هو الطعن بالإلغاء ضد القرارات الصادرة عن الغرفة التأديبية والتحكيمية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة دون الطعن بالتعويض أي قضاء المسؤولية الذي تم التطرق إليه سابقا.

نص المشرع في المادة 57 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على اختصاص الغرفة الإدارية لدى المجلس القضائي بالنظر في هذه الطعون⁽¹⁾، عدلت هذه المادة بصدور القانون رقم 04/63 وصارت كما يلي: «تعد قرارات الغرفة الفاصلة في المجال التأديبي قابلة للطعن بالإلغاء أمام مجلس الدولة خلال أجل شهر (1) واحد من تاريخ تبليغ القرار موضوع الاحتجاج».

جعل المشرع بموجب هذه المادة الاختصاص بالنظر في الطعون بالإلغاء المرفوعة ضد قرارات الغرفة التأديبية والتحكيمية منعقد لمجلس الدولة، وذلك تطبيقاً لأحكام القانون العضوي رقم 01/98⁽²⁾. إسناد مهمة النظر في الطعون ضد قرارات الهيئات الإدارية المستقلة آثار الكثير من الجدل، خاصة مع غياب نص صريح يكيف هذه الهيئات، فاختر الفقه تصنيفها ضمن أحكام المادة 7 من قانون الإجراءات المدنية.

توصل الأستاذ زوايمية⁽³⁾ إلى اعتبار هذه الهيئات هيئات عامة وطنية institutions publiques nationales. من جهة أخرى منح الاختصاص لمجلس الدولة، يعني أنه سيفصل بصفة ابتدائية ونهائية في الطعن، في حين أن عقد الاختصاص للغرفة الإدارية لدى المجلس القاضي يعني أنه ينظر في الطعن ابتدائياً ليتدخل مجلس الدولة كدرجة ثانية للنظر في الطعن ضد حكم المحكمة الإدارية.

1 - تنص المادة 57 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 ما يلي:

« تفصل الغرفة بحكم لا معقب عليه كما هو الشأن في مجال القضايا المستعجلة.

ويمكن الطعن في قرارات الغرفة أمام الغرفة الإدارية التابعة للمجلس القضائي وفقاً لقانون الإجراءات المدنية ».

2 - القانون العضوي رقم 01/98 المؤرخ في ماي 1998 المتعلق باختصاصات مجلس الدولة وتنظيمه، الجريدة الرسمية عدد 37، الصادر 1998.

3 - ZOUAIMIA Rachid, « Le régime contentieux des autorités administratives indépendantes », op.cit, p p 16 – 17.

- ميز المشرع الفرنسي، على خلاف المشرع الجزائري، بين نوعين من الطعون هما:
- طعن أمام القضاء العادي، إذا كان الأمر يتعلق بقرار لجنة العقوبات الصادر في مواجهة الأشخاص العاديين من غير المهنيين تختص به محكمة الاستئناف بباريس.
 - طعن أمام القضاء الإداري يختص به مجلس الدولة إذا كان القرار محل طعن صادر في مواجهة أحد المهنيين المذكورين في المادة 621-9 L من التقنين النقدي والمالي⁽¹⁾. معيار جديد يختلف عن المعيار القديم الذي اتخذه المشرع للتمييز بين اختصاص القضاء العادي والقضاء الإداري والمتمثل في معيار طبيعة العقوبة.

ب - 2 - مواعيد الطعن والتظلم الإداري المسبق: حددت المادة 57 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدلة بموجب القانون رقم 04/03 مواعيد الطعن بشهر واحد (1) ابتداءً من تاريخ تبليغ المعني بالأمر بالقرار، الميعاد نفسه وجدناه لدى لجنة ضبط الاتصالات السلوكية واللاسلكية⁽²⁾، كذلك لدى مجلس المنافسة⁽³⁾، أما بشأن لجنة ضبط الكهرباء وتوزيع الغاز فحدد لأجل بشهرين⁽⁴⁾. إذا كان الحساب بالنسبة للهيئات المذكورة أعلاه كان بالأشهر، فإن المشرع اتخذ طريقة أخرى للحساب وهي بالأيام وذلك بالنسبة لكل من اللجنة المصرفية التي جعل المواعيد الخاصة بها بستين يوماً (60) من تاريخ تبليغ القرار، كذلك بالنسبة للوكالة الوطنية للمناجم الوكالة الوطنية للجيولوجيا التي اعتمد بشأنها بميعاد 30 يوماً من تاريخ تبليغ القرار⁽⁵⁾، مع العلم أن

1 - BOURETZ Emmanuelle et EMERY Jean-Louis, Autorité des marchés financiers et commission bancaire, op.cit, pp 100 – 101.

BOUNNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p 283.

DAIGRE Jean-Jacques, « Recours contre les décisions de la future autorité des marchés financiers, compétence administrative ou judiciaire », Revue de droit bancaire et financier, 2003, p 197.

ROBERT Marie-Claude, « La procédure de sanction de l'autorité des marchés financiers ». Revue LAMY de droit pénal des affaires, Paris, 2000, pp 737 – 738.

لمزيد من الشرح حول معيار التفرقة القديم المتخذ قبل صدور قانون الأمن المالي لسنة 2003. راجع:

THOMASSET Pierre Sylvie, L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales, op.cit, pp 362 – 392.

2 - المادة 17 من القانون رقم 03/2000 المؤرخ في 5 أوت 2000 الذي يحدد القواعد العامة المتعلقة بالبريد والمواصلات السابق ذكره.

3 - المادة 31 من القانون رقم 12/08 المعدلة للمادة 63 من القانون رقم 03/03 المتعلق بالمنافسة.

4 - المادة 139 من القانون رقم 01/2002 الصادر في 5 فيفري 2002 المتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز عبر القنوات، السابق ذكره.

5 - المادة 48 من القانون رقم 10/2001 المؤرخ في 3 جويلية 2001 المتعلق بالمناجم.

الحساب بالأيام لا يساوي بالضرورة الحساب بالأشهر⁽¹⁾.

لم تتضمن المادة 57 من المرسوم التشريعي إشارة إلى ضرورة التظلم الإداري المسبق قبل رفع الطعن بالإلغاء أمام مجلس الدولة، فهل تخضع القرارات الصادرة عن الغرفة التأديبية للجنة البورصة لإجراءات التظلم المسبق، أجاب المجلس الدستوري على هذا التساؤل بشأن قرار اللجنة المصرفية في قضية البنك الدولي الجزائري Algerian international Bank في قراره المؤرخ في 2003/04/01 أنه في غياب نص صريح في قانون النقد والقرض يلزم المعني بإجراء التظلم المسبق المعروف في قانون الإجراءات المدنية والإدارية، فإن هذا الأخير معفي منه، يمكن أن نطبق هذا القرار على جميع الهيئات الإدارية المستقلة، فكلما كان النص المؤسس لهذه الهيئات يتضمن مواعيد خاصة بالطعون ضد قراراتها مخالفة للقواعد العامة في قانون إ.م.إ، المشرع يستثني تلك الهيئات من تطبيق التظلم المسبق⁽²⁾.

ب - 3 - وقف التنفيذ: تعتبر المنازعات الناشئة في المجال الاقتصادي بصفة عامة، وتلك التي تثور بين سلطات الضبط والمتعاملين معها بصفة خاصة، منازعات تتسم بالتعقيد والدقة كونها تتعلق بمصالح كبيرة ومهمة للأطراف، فالقرار التأديبي الصادر من سلطة الضبط في مواجهة أحد المستثمرين، خاصة إذا تضمن هذا القرار منعا للنشاط أو سحباً للاعتماد، من شأنه أن يؤدي إلى عواقب وخيمة تهدد مصالح المستثمر في انتظار النظر في الطعن الذي يرفعه للأخير إلى الجهات القضائية المختصة.

ظهرت فكرة وقف تنفيذ القرارات الصادرة من الهيئات الإدارية المستقلة كضمانة أساسية يجب تكريسها لحماية مصالح المتعاملين معها ضماناً كرسها المجلس الدستوري الفرنسي بمناسبة النظر في دستورية المادة 15 من الأمر الصادر في 01 ديسمبر 1986 المتعلق بالمنافسة وحرية الأسعار الفرنسي التي تنص على: « أن الطعن ضد قرارات مجلس الدولة لا

1 - فإذا اجتمع كل من شهر ديسمبر (31 يوماً) وشهر جانفي (31 يوماً) أجل شهرين يساوي 62 يوماً، أما إذا اجتمع شهر جانفي (31 يوماً) بشهر فيفري (28 يوماً)، لأجل شهرين يساوي 59 يوماً.

ZOUAIMIA Rachid, Les autorités administratives indépendantes et la régulation économique en Algérie, op.cit, p 114 – 115.

2 - « On peut soutenir que toutes les fois qu'un texte institutif d'une autorité administrative indépendante prévoit un délais de recours spécifique contre la décision de l'organe en cause il pose des règles dérogatoires au droit commun : le législateur soustrait ainsi la matière aux dispositions du code de procédure civile ayant trait au recours administratif obligatoire ».

ZOUAIMIA Rachid, « Le régime contentieux des autorités administratives indépendantes en droit Algérien », op.cit, p 25.

بوقف التنفيذ، قضى المجلس الدستوري بأن هذه المادة تجرد المتقاضي من إحدى الضمانات الأساسية للدفاع كون أن العقوبات التي يوقعها المجلس صارمة، فطلب المتقاضي لوقف تنفيذ القرار المطعون ضده تعتبر ضماناً أساسية لحق الدفاع⁽¹⁾.

كرس المشرع الفرنسي هذا المبدأ الدستوري في مجال الأسواق المالية، فالشخص الذي درت في حقه عقوبة من لجنة العقوبات له أن يطلب وقف تنفيذ العقوبة في انتظار الفصل في طلب الإلغاء المقدم أمام الهيئات المختصة لكن القاضي يتمتع بسلطة تقديرية واسعة في النطق بوقف التنفيذ آخذاً في الاعتبار خطورة القرار المطعون ضده وجسامة الضرر الناجمة عنه⁽²⁾ ووجود شك معقول في عدم مشروعية القرار محل الطعن⁽³⁾.

يجب البحث عن موقف المشرع الجزائري إزاء فكرة وقف تنفيذ قرارات الهيئات الإدارية المستقلة. تنص المادة 833 من تقنين الإجراءات المدنية والإدارية على ما يلي: « لا توقف الدعوى المرفوعة أمام المحكمة الإدارية تنفيذ القرار المتنازع فيه، ما لم ينص القانون على خلاف ذلك. غير أنه يمكن للمحكمة الإدارية أن تأمر بناءً على طلب الطرف المعني، بإيقاف تنفيذ القرار الإداري ». يفهم من خلال هذه المادة أن الطعن ضد القرارات الإدارية لا يوقف

1 - Décision du conseil constitutionnel n° 87/224 du 27 Janvier 1987 « *Considérant que, compte tenu de la nature ou Juridictionnelle du conseil de la concurrence, de l'étendue des injonctions et de la gravité des sanctions pécuniaires qu'il peut prononcer, le droit pour la justiciable formant un recours contre une décision de cet organisme de demander et d'obtenir, les cas échéant un sursis à l'exécution de la décision attaquée constitue une garantie essentielle des droit de la défense* ».

ذكر نص القرار الأستاذ عيساوي عز الدين، السلطة القمعية للهيئات الإدارية المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، مرجع سابق، ص 148.

2 - نذكر على سبيل المثال قرار محكمة الاستئناف بباريس التي رفضت طلب وقف تنفيذ قرار سلطة الأسواق المالية لأنه لا ينجز عنه ضرر جسيم للمعني بالأمر.

من بين القرارات التي تنسم بالخطورة نذكر مثال قرار سحب الاعتماد من بنك أو مؤسسة مالية سيؤدي حتماً إلى حل هذا البنك أو المؤسسة المالية، في انتظار فصل القضاء في الطعن بإلغاء القرار، فما النفع إذا حكم القاضي بإلغاء قرار سحب الاعتماد، بعد سنوات من حل البنك.

ZOUAIMIA Rachid, « Le contentieux des autorités administratives indépendantes en droit Algérien », op.cit, p 29.

« La décision de l'AMF n'était pas susceptibles d'entraîner des conséquences manifestement excessives ».

ROBERT Marie-Claude, « La procédure de sanction de l'autorité des marchés financiers », op.cit, p 739.

3 - « L'existence d'un doute sérieux quand à la légalité de la décision de l'AMF ».

SIMON François Luc, « Recours contre les décisions de l'autorité des marchés financiers (AMF) », Jolly bourse n° 2 du 30 Juin 2006, p 2.

تنفيذها كقاعدة عامة أو أصلية، نظراً لتمتع القرارات الإدارية بقرينة المشروعية وامتياز الأولوية للذان يسمحان بالتنفيذ الفوري لها⁽¹⁾. إنما يعتبر وقف التنفيذ إجراء استثنائي للقاعدة العامة، ولا يطبق هذا الاستثناء إلا بتوفير شروط هي: التلازم الزمني بين طلب وقف التنفيذ والطعن بالإلغاء أو النظم المرفوع ضد القرار، مع إلزامية توفر حالات التعدي التي تؤدي إلى عدم مشروعية القرار الإداري وغيرها من الشروط⁽²⁾.

تباين موقف المشرع الجزائي بشأن إخضاع القرارات الصادرة عن الهيئات الإدارية للمبدأ العام ألا وهو التنفيذ الفوري للقرار الإداري أو الاستثناء وهو أن الطعن بالإلغاء يوقف تنفيذ القرار، فاضع فئة منها إلى المبدأ العام بنص صريح، فقانون النقد والقرض محل الاختصاص بالنظر في الطعن ضد قرارات اللجنة المصرفية من اختصاص مجلس الدولة دون وقف التنفيذ⁽³⁾. اتخذ الموقف نفسه بشأن قرارات مجلس إدارة الوكالتين المختصين في المجال المنجمي⁽⁴⁾ وكذا قرارات لجنة ضبط البريد والمواصلات⁽⁵⁾.

اكتفى المشرع بالسكوت بشأن باقي السلطات الإدارية المستقلة، فلا وجود لأي نص على وقف تنفيذ قراراتها، منها قرارات لجنة ضبط الكهرباء والغاز⁽⁶⁾، وفي غياب نص خاص يجب

1 - فتحي وردية، "وقف تنفيذ القرارات الصادرة عن السلطات الإدارية المستقلة"، مداخلة مقدمة خلال أشغال الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، المنظم من قبل كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، أيام 23 - 24 ماي 2007، ص 332.

2 - المادة 834 من تقنين الإجراءات المدنية والإدارية .

لأكثر تفاصيل حول هذه الشروط : هديلي أحمد، "سلطات القضاء في شل القوة التنفيذية لقرارات مجلس المنافسة"، مداخلة مقدمة خلال أشغال الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، المذكور أعلاه، ص ص 297 و 302

3 - المادة 107 من الأمر رقم 01/03 المتعلق بالنقد والقرض، السابق ذكره.

رغم تعديل هذه المادة بموجب المادة 10 من القانون رقم 04/10 المؤرخ في 26 أوت 2010 المعدل للأمر رقم 11/03 السابق ذكره، بقيت الفقرة الأخيرة من المادة 107 تنص على ما يلي: « تكون الطعون من اختصاص مجلس الدولة وهي غير موقفة للتنفيذ ».

4 - فالطعن ضد قراراته لا يوقف تنفيذها كما نصت عليه المادة 48 من القانون رقم 01/01، المتضمن قانون المناجم، السابق ذكره.

5 - المادة 17 من القانون رقم 03/2000، المتعلق بالقواعد العامة للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية، السابق ذكره.

6 - المادة 139 من القانون رقم 01/02 المؤرخ في 05 فيفري 2002 المتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز بواسطة القنوات، السابق ذكره.

الرجوع إلى القواعد العامة وهي المادة 2/238 من قانون الإجراءات المدنية السابق شرحها.

يجب الإشارة إلى أن الخصوصية التي يتمتع بها مجلس المنافسة كون الطعون ضد قراراته ترفع أمام القضاء العادي وهو مجلس قضاء الجزائر، فطبقاً للمادة 63 من الأمر رقم 03/03 المتعلق بالمنافسة، الطعن في حد ذاته لا يوقف التنفيذ لكن يجوز للمعني بالأمر تقديم طلب بوقف التنفيذ بصفة استعجالية لدى رئيس مجلس قضاء الجزائر الذي يفصل فيه في أجل 15 يوماً محتفظاً بكامل سلطته التقديرية.

وقع المشرع الجزائري في حيرة من أمره بشأن وقف تنفيذ قرارات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، إذ أنه نص صراحة على وقف تنفيذ قراراتها المتعلقة بممارستها للسلطة التنظيمية إذا كانت أحكام اللائحة المطعون ضدها يمكن أن تتجر عنه نتائج واضحة الشدة والإفراط أو طرأت وقائع جديدة بالغة الخطورة منذ نشرها⁽¹⁾، أما قراراتها المتعلقة بممارسة السلطة التأديبية عن طريق الغرفة التأديبية والتحكيمية فلم يفصل بشأنها المشرع لا بخضوعها لوقف التنفيذ ولا بعدمه، لكن باستثناء النص القديم للمادة 57 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 قبل تعديله التي تنص على ما يلي: «... ويمكن الطعن في قرارات الغرفة أمام الغرفة الإدارية التابعة للمجلس القضائي وفقاً لقانون الإجراءات المدنية»، فإن إخضاع هذه الطعون للقواعد العامة، يعني أن الطعن ضد قراراتها غير موقف للتنفيذ.

رغم تعديل المادة 57 بموجب القانون رقم 04/03 إلا أنها لم ترفع هذا اللبس بل اكتفت بتحديد أجل لمجلس الدولة للفصل في الطعن بالإلغاء المرفوع أمامه وهو ستة (6) أشهر من تاريخ تسجيل الطعن، الأمر الذي أدى بالبعض إلى القول بعدم تمتع الطعن بالإلغاء ضد قرارات الغرفة التأديبية والتحكيمية بوقف التنفيذ نظراً للأجل القصيرة التي حددها المشرع للنظر في الطعن فعدم تماثل الهيئة في الفصل في الطعن يؤدي إلى انتفاء المصلحة من وقف التنفيذ⁽²⁾.

1 - المادة 33 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

2 - فتحي وردية، "وقف تنفيذ القرارات الصادرة عن السلطات الإدارية المستقلة"، مرجع سابق، ص 339.

الفصل الثاني

تنظيم أجهزة الإدارة والاستثمار في السوق المالية

تدار الأسواق المالية العالمية من قبل شركات خاصة خاضعة للقانون الخاص، علماً أنها مهمة دقيقة وحساسة في الوقت نفسه، كونها تتعلق بأهم دعائم وركائز الاقتصادات القومية والعالمية. تبنت أغلب التشريعات هذا الخيار لما تتوفر عليه هذه الشركات الخاصة من خبرة وكفاءة في مجال إدارة عمليات السوق وتسويتها، كفاءة لا تتوفر عليهما الإدارة التقليدية. ساهم هذا الخيار في تدعيم ظاهرة خصوصية القانون المصاحبة لخصوصية الاقتصاد.

تستمد الاقتصادات القوية في العالم قوتها من قوة أسواقها المالية، فازدهار الأسواق المالية صاحبه ازدهار الشركات العاملة فيها، التي اكتسبت نفوذاً قوياً. أدى نفوذها هذا إلى تطوير مركزها القانوني وافتكاك صلاحيات ومزايا لا تتمتع بها باقي الشركات الخاضعة للقانون الخاص.

تبنى المشرع الجزائري هذا النهج بتوكيله مهمة إدارة السوق المالية إلى شركة خاصة وهي شركة إدارة بورصة القيم المنشأة بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93، ومهمة تسوية العمليات إلى شركة خاصة أخرى هي المؤتمن المركزي على السندات المنشأة بموجب القانون رقم 04/03.

حصر المشرع الجزائري الحق في الدخول إلى السوق والاستثمار فيها والتعامل مع شركتي السوق السابق ذكرهما، على فئة محدودة هي هيئات الاستثمار في السوق المالية. هيئات تعتمد من قبل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لمباشرة عمليات السوق لحساب زبائنها.

تتمثل هيئات الاستثمار المالية في الوسطاء الماليين وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة. التي تلبي حاجة المؤسسات والشركات إلى السيولة اللازمة لتمويل مشاريعها، كما تلبي حاجة المدخر إلى توظيف مدخراته في استثمارات قد تحقق له أرباحاً طائلة، إذا أحسنت اختيار محفظة كل زبون وإدارة مخاطرها.

يخصص هذا الفصل لدراسة المراكز القانونية للشركات المتدخلة في السوق المالية، وهي أجهزة إدارة السوق المالية (المبحث الأول)، وأجهزة الاستثمار فيها (المبحث الثاني).

المبحث الأول

أجهزة إدارة السوق المالية

تعتبر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، التي سماها المشرع بشركة إدارة بورصة القيم المنقولة في المرسوم التشريعي 10/93⁽¹⁾، المحرك الأساسي لعمليات البورصة، فهي تسهر على حسن سيرها من بدايتها إلى تنفيذها وتسويتها نهائيا. كانت الشركة الجهاز الوحيد الذي يدير البورصة دون منازع قبل تعديل سنة 2003، الذي أناط بالشركة مهمة تسيير عمليات البورصة وتنفيذها داخل المقصورة، وأسس المؤتمر المركزي للسندات الذي خول له مهام تسوية العمليات بعد تنفيذها، والسهر على إتمام عمليات الدفع وتسليم الأوراق المالية على أحسن وجه وتنظيم عمليات المقاصة كلما اقتضى الأمر ذلك⁽²⁾.

كانت تلك خطوة حميدة ومبادرة حسنة من المشرع الجزائري، الذي من جهة، خفف العبء على شركة تسيير البورصة - وإذا كان واقع وقلة العمليات داخل البورصة لا يسمح لنا باستعمال كلمة عبء - ومن جهة أخرى أوكل هذه المهام ذات الطابع التقني إلى المؤتمر، الذي يفترض فيه التخصص نظرا لتدخل البنوك في تشكيلته، وذلك لمجابهة كل الظروف التي تستدعيها عمليات التسوية.

يخصص هذا المبحث لدراسة خصوصية المركز القانوني لجهازين أساسيين في إدارة السوق هما شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (المطلب الأول)، والمؤتمر المركزي للسندات (المطلب الثاني).

المطلب الأول

شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

تمتاز إدارة معاملات البورصة بالتعقيد، فهي تقتضي التخصص من جهة وتفرغ من جهة ثانية لتنفيذ كل العمليات الحاصلة داخل المقصورة. لذا فضلت بعض التشريعات إناطة هذه المهمة بهيئة متخصصة، تمارس مهامها تحت رقابة السلطة العليا للسوق المالية. هو النهج الذي انتهجه المشرع الجزائري حينما أسس شركة تسيير بورصة القيم المنقولة⁽³⁾،

1 - المادة 15 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

2 - المواد 10 و 11 على التوالي من القانون رقم 04/03 التي استحدثت المؤتمر المركزي للسندات.

3 - كانت هذه الشركة تسمى شركة إدارة بورصة القيم في الباب الثاني من المرسوم التشريعي رقم 10/93، في حين أن النص الفرنسي لذات المرسوم يسميها société de gestion de la bourse des valeurs والصحيح هي التسمية=

لتمارس مهام مختلفة عن مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) لكن تحت سلطة ورقابة هذه الأخيرة.

تأسست شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بموجب المادة 15 من المرسوم التشريعي رقم 10/93. خصص هذا المرسوم خمسة (05) مواد منه لهذه الشركة. تتعلق بتنظيمها من حيث رأسمالها، أعضائها، ومهامها. دعمت هذه المواد بأنظمة وتعليمات صادرة عن اللجنة، ثم بقرارات صادرة عن الشركة نفسها. تمتاز شركة تسيير بورصة القيم بخصوصيات تظهر في تشكيلاتها (الفرع الأول)، وفي طبيعتها القانونية (الفرع الثاني).

الفرع الأول

تشكيلة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

كَيْفَ المشرع الجزائري شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بشركة أسهم في المادة 15 من المرسوم التشريعي 10/93. جعل المساهمين فيها هم الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين من قبل اللجنة، وذلك حسب المادة 2 من النظام رقم 01/97⁽¹⁾، التي نصت على ما يلي: «إنَّ شركة إدارة بورصة القيم المنقولة التي تدعى في صلب النص "شركة" والمنصوص عليها في المرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، هي عبارة عن شركة أسهم متأسسة من الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين من طرف لجنة تنظيم ومراقبة ...».

أدى البحث في هوية المساهمين المشكلين لشركة تسيير بورصة القيم، إلى دراسة نقطتان هما: تشكيلة الشركة خلال المرحلة الانتقالية (أولاً)، وتشكيلة الشركة بعد المرحلة الانتقالية (ثانياً).

أولاً - تشكيلة الشركة خلال المرحلة الانتقالية:

بدأت المرحلة الانتقالية من تاريخ صدور المرسوم التشريعي رقم 10/93 أي منذ 23 ماي

=الفرنسية بدلا من العربية لأن كلمة gestion تقابلها بالعربية كلمة تسيير. أدخل المشرع هذا التصحيح في التعديل الحاصل سنة 2003، وذلك بموجب المادة 8 من القانون رقم 04/03 التي تنص على ما يلي: «يتم الباب الثاني من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدل والمتمم والمذكور أعلاه بفصل أول معنون كما يأتي: "شركة تسيير بورصة القيم المنقولة"».

1 - نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 97-01 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 87، الصادر في 29 ديسمبر 1997. المعدل والمتمم بموجب النظام رقم 04/03 المؤرخ في 18/11/2003، الجريدة الرسمية عدد 87، الصادر في 30 نوفمبر 2003.

1993 وذلك بموجب المادة 61 من المرسوم نفسه التي نصت على ما يلي: « يمكن انتقالاً ولمدة لا تتجاوز خمس سنوات ابتداءً من تاريخ صدور هذا النص، أن تعتمد اللجنة كوسطاء في عمليات البورصة الأشخاص المعنويين التابعين لفئات محددة في مرسوم تنفيذي ». وبهذه الصفة يمكن لهؤلاء الأشخاص المعنويين أن يكتتبوا في أسهم شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

لماذا هذه المرحلة الانتقالية؟ الجواب ببساطة هو رغبة المشرع في الانتهاء من تهيئة المناخ القانوني وتجسيد الإطار العضوي المرافق للسوق المالية الجزائية، على أمل مباشرتها لنشاطها في أقرب الآجال، وعدم انتظار تأسيس وسطاء، ثم اعتمادهم لكي يكتتبوا في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم. خصوصاً وأنه أمر قد يطول لأمد، في انتظار اهتمام المستثمرين بهذا النشاط وتقريرهم إنشاء شركات لممارسة الوساطة المالية، أو حتى اهتمام الأشخاص الطبيعية بذلك. علماً أن القانون كان آنذاك يسمح للأشخاص الطبيعية بممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة⁽¹⁾.

حددت فئات الأشخاص المعنوية التي يمكن أن تعتمد لها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بصفة انتقالية كوسطاء في عمليات البورصة، بموجب المرسوم التنفيذي رقم 176/94⁽²⁾ الذي نصت مادته الثانية على ما يلي: « يمكن أن تعتمد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفة انتقالية كوسطاء عمليات البورصة، البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين المستقرة قانوناً في الجزائر وكذا صناديق المساهمة ».

لم تبين هذه المادة هوية الأشخاص المعنوية المرشحة لممارسة الوساطة في عمليات البورصة بصفة انتقالية، إنما اكتفت بتحديد صفتهم والمتمثلة في البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وصناديق المساهمة. على أن تتقدم هذه الأخيرة بطلب اعتماد لدى اللجنة، كي تتمكن من مباشرة هذا النشاط.

أنشأت شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتاريخ 25 ماي 1997، بعد انعقاد جمعيتها

1 - كانت المادة 6 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 تسمح للأشخاص الطبيعية بممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة بعد اعتمادهم من طرف اللجنة، وذلك قبل أن تعدل هذه المادة بموجب القانون رقم 04/03 التي صارت تنص على ما يلي: « يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصاً لهذا الغرض والبنوك والمؤسسات المالية، » فحسب هذه المادة لم يعد يسمح للأشخاص الطبيعية بممارسة الوساطة داخل البورصة وسوف يتم شرح سبب هذا التعديل لاحقاً.

2 - مرسوم تنفيذي رقم 176/94 مؤرخ في 13 جوان 1994 يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 41، الصادر في 26 جوان 1994.

التأسيسية بتاريخ 21 ماي 1997، وتأسست من الأعضاء الآتية أسماؤهم⁽¹⁾:

- 1- C.N.M.A الصندوق الوطني الجزائري.
- 2- B.N.A البنك الوطني الجزائري.
- 3- C.P.A القرض الشعبي الجزائري.
- 4- B.A.B.R بنك الفلاحة والتنمية الريفية.
- 5- B.D.L بنك التنمية المحلية.
- 6- C.N.E.P الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط.
- 7- C.A.A.R الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين.
- 8- C.A.A.T الشركة الجزائرية للتأمين الشامل.
- 9- C.C.R الشركة المركزية لإعادة التأمين
- 10- UNION BANK يونيون بنك.
- 11- B.E.A البنك الخارجي الجزائري.
- 12- SAA الشركة الجزائرية للتأمينات.

تسير هذه الشركة من قبل مجلس إدارة مكون من الأعضاء العشرة الأوائل السالف ذكرهم⁽²⁾. أما عن رأسمالها، فقد تأسست برأسمال قدره أربعة وعشرون مليون دينار (24.000.000,00 دج) بحصص متساوية بين الوسطاء الاثنى عشر. نزولا عند مقتضيات المادة 03 من النظام رقم 01/97، التي حددت الحد الأدنى لمساهمات الوسطاء في رأسمال الشركة بمليونين دينار جزائري (2.000.000,00 دج).

لا يمكن الاكتفاء في هذا الصدد بسرد تشكيلة الشركة فحسب، ولا إنهاء هذه النقطة دون التوقف بالتحليل عند تناقض النصوص القانونية المنظمة لها، والغموض الذي يكتنف هذه التشكيلة في حد ذاتها وتأخرها عن الميعاد المقرر لتأسيسها.

أ - تناقض النصوص القانونية المنظمة لتشكيلة الشركة:

يُفهم موضع التناقض من خلال تحليله تحليلًا سليماً، وبعرض مختلف النصوص المنظمة للتشكيلة كل على حدى:

1 - ISMAIL Norreddine , DG de la bourse d'Alger. « La bourse d'Alger opérationnelle », Revue Convergence, éditée par la Banque Extérieur D'Algérie, N° 4, décembre 1999. p5.

2 - صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، مرجع سابق، ص ص 304 - 305.

- تنص المادة 16 من المرسوم التشريعي 10/93 على ما يلي: « يمثل رأس مال الشركة أسهم مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة ».

- في السياق نفسه نصت المادة 2 من النظام رقم 01/97 على ما يلي: « إن شركة إدارة بورصة القيم المنقولة... هي عبارة عن شركة أسهم متأسسة من الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة... ».

يفهم من هذان النصان أن الشركة تتأسس باكتتابات الوسطاء الذين هم مؤسسيها. بالرجوع إلى أحكام القانون التجاري المنظم لتأسس شركات المساهمة، خاصة التأسيس دون اللجوء العلني للدخار - كما هو حال هذه الشركة - فإنه يلزم المؤسسون بإيداع اكتتاباتهم في كامل رأس مال الشركة أو على الأقل ربعه⁽¹⁾، لدى الموثق أو أية هيئة مالية أخرى⁽²⁾.

ترفق الأموال المودعة بقائمة المكتتبين، مع ذكر المبالغ التي دفعوها ويثبت ذلك في تصريح المؤسسين بواسطة عقد موثق. يستدعي المؤسسون المكتتبون إلى جمعية عامة تأسيسية للتوقيع على القانون الأساسي للشركة، وتعيين القائمين بالإدارة وأعضاء مجلس المراقبة ومندوبو الحسابات⁽³⁾. يكون ذلك إذا باعتبار أن الوسطاء هم المكتتبون المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، طبقاً للنصين الآنف ذكرهما. فمن المفروض أن يتم اعتماد الوسطاء أولاً، ثم تنشأ الشركة.

يتناقض هذان النصان مع نصوص أخرى، يفهم منها أن شركة تسيير بورصة القيم هي التي يجب أن تسبق إلى الوجود كي يستطيع الوسطاء الاكتتاب في رأسمالها. بما أن الاكتتاب شرط جوهري لإتمام عمليات الاعتماد كما نصت عليه المواد التالية:

نصت المادة 17 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على ما يلي: « لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة اعتماداً فعلياً إلا بعد أن يقتني الوسيط أو يكتب قسماً من رأسمال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة. تبين شروط تطبيق هذه المادة في لائحة تصدرها اللجنة ».

1 - على أن يتم الوفاء بالباقي مرة واحدة أو عدة مرات بناءً على قرار من مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب كل حالة، في أجل لا يتجاوز 5 سنوات من تاريخ تسجيل الشركة في السجل التجاري. المادة 596 من التقنين التجاري.

2 - هذه الهيئة المالية هي الخزينة العمومية، فقد يودع الأطراف الاكتتابات بنفسهم في حساب الموثق المخصص للزبائن أو يتم إيداع الأموال لدى الموثق الذي يودعها لاحقاً في حسابه المخصص للزبائن لدى الخزينة العمومية وذلك وفقاً لما تفرضه عليه قواعد مهنة التوثيق المنظمة بموجب القانون رقم 27/88 المؤرخ في 12 يوليو 1988 والمتضمن تنظيم التوثيق الجريدة الرسمية عدد 28، الصادر في 13 جويلية 1988. والملغى بموجب القانون رقم 02/06 المؤرخ في 20 فيفري سنة 2006، المتضمن تنظيم مهنة الموثق، الجريدة الرسمية عدد 14، الصادر في 8 مارس 2006.

3 - على التوالي المواد 598، 599، 600، 605، 606، 607، 608، 609 من التقنين التجاري.

تم توضيح هذه المادة من خلال كل من المادة 13 من النظام رقم 03/96⁽¹⁾ التي تنص على ما يلي: « لا يصبح الاعتماد فعلياً إلا إذا اكتسب أو اشترى الو.ع.ب حصة من رأسمال ش.ت.ب.ق حسب الشروط المحددة من طرف اللجنة.

وبعد الاكتتاب في حصته من رأسمال ش.ت.ب.ق يعلم الو.ع.ب بذلك اللجنة التي تجعل الاعتماد نهائياً» وكذلك المادة 8 من التعليم رقم 01/97 الصادرة عن اللجنة، هو نفسه مضمون المادة 13 المذكورة أعلاه⁽²⁾.

يفهم من جملة المواد المذكورة، أن اعتماد الوسيط يتم على مراحل - كما ستتم دراسته لاحقاً - وأن آخر مرحلة في الاعتماد النهائي متوقفة على اكتتاب الوسيط في رأسمال الشركة ش.ت.ب.ق، لأن الاكتتاب شرط من شروط الاعتماد.

يتوضح بهذا العرض موضع التناقض بين النصوص المنظمة لشركة تسيير بورصة القيم، فمن هو الأسبق للوجود؟ شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، التي يجب أن تنشأ لكي يقتني الوسيط الذين يرغبون اعتمادهم من طرف اللجنة أسهما فيها، ليصبح اعتمادهم نهائياً؟ أم أن الأسبق هم الوسيط المعتمدين الذين سيؤسسون الشركة باكتتاباتهم؟ بقيت هذه التناقضات بقاء هذه النصوص وكأن المشرع لا يكتثر لها قط.

ب - الغموض الذي يكتنف التشكيلة:

يسمح نص المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، للجنة أن تعتمد وبصفة مؤقتة وانتقالية وسيطاً في عمليات البورصة، من الفئات التي حددها المرسوم التنفيذي رقم 176/94، وهم بنوك ومؤسسات مالية وصناديق المساهمة. يفهم من هذا النص أن هذه الفئة ستمارس نشاط الوساطة بشرط اعتمادها من طرف اللجنة، وهو شرط معقول. لكن بالرجوع إلى نص المادة 6 من النظام رقم 03/96⁽³⁾، التي جاءت تحت فرع ثاني عنوانه شروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة، فهي تستثني الأشخاص المعنوية المحددة من طرف المرسوم التنفيذي رقم 176/94 من جملة الشروط التي تضمنتها، فجاء نصها على النحو التالي: « يجب على شركات المساهمة، غير

1 - نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03/96 مؤرخ في 3 جويلية 1996 متعلق بشروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، الجريدة الرسمية عدد 36، الصادر في 1 جوان 1997.

2 - Article 8 de l'instruction COSOB N° 97/01 du 30 Novembre 1997 fixant les modalités d'agrément des intermédiaires en opérations de bourse «l'agrément ne devient définitif que lorsque l'intermédiaire en opération de bourse aura justifié auprès de la commission de la détention d'une part du capital de la société de gestion de la bourse des valeurs mobilières conformément aux règles fixées par la commission » .

3 - النظام رقم 03/96 المتعلق بشروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، سابق الذكر.

الأشخاص المعنويين المحددين في المرسوم التنفيذي رقم 176/94... الراغبين في ممارسة نشاط الو.ع.ب: ... « تسرد هذه المادة مجموعة من الشروط⁽¹⁾، آخرها هو: «... أن تقدم طلب اعتماد لدى اللجنة». يفسر هذا النص على أن هذه الفئة من الأشخاص المعنوية مستثناة من تقديم طلب الاعتماد لدى اللجنة. في المقابل جعل النظام رقم 03/96 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء، طلب الاعتماد الوثيقة الأولى والأساسية في ملف الاعتماد الذي لا يتم من دونها⁽²⁾. تدعيما لهذا النظام، أصدرت اللجنة التعليمية رقم 01/97⁽³⁾ المتعلقة بكيفية اعتماد الوسطاء، والتي تركز هي الأخرى على طلب الاعتماد كوثيقة أساسية على أساسها يدرس ملف الاعتماد من قبل اللجنة. فمن غير المعقول أن تستثنى هذه الفئات الواردة في المرسوم التنفيذي رقم 176/94 من الاعتماد.

ج - تأخير ميعاد التشكيلة:

يفترض أن الغرض من نص المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، الذي يعين ولفترة مؤقتة وانتقالية وسطاء يحددهم مرسوم تنفيذي لاحق، هو ربح الوقت لضمان انطلاقة أولية للسوق المالية الجزائرية، دون انتظار اعتماد وسطاء عمليات البورصة وفقا للتشريع الساري المفعول. لأنها عملية قد يطول أمدها لعدة أسباب، أولها طول الإجراءات، ثانيها ضرورة اقتناع المستثمرين بالاستثمار في مجال الأوراق المالية، لتأسيس شركات خاصة بالوساطة في عمليات البورصة. كان الأمر يستلزم وقتا لنشر هذه الثقافة في أوساط المستثمرين الذين عادة ما يتريثون لتظهر ملامح هذا القطاع في أرض الواقع.

عجز القائمون على السوق عن تحقيق هذا الغرض، إذ كان يجب انتظار سنة كاملة وأكثر من تاريخ صدور المرسوم التشريعي رقم 10/93 في 23 ماي 1993، إلى غاية يوم 14 جوان 1994 تاريخ صدور المرسوم التنفيذي رقم 176/94، الذي يحدد الفئات التي تمارس نشاط الوساطة بصفة مؤقتة وانتقالية.

لم ينته الأمر عند هذا الحد، فمن المفروض أنه بعد صدور هذا النص لم يبق أي مانع من تشكيل شركة تسيير البورصة، خصوصا وأن هذه الفئة - وفقا لما انتهينا إليه في الفقرات السابقة - لا تخضع الاعتماد حسب ما توحى إليه النصوص المنظمة لذلك. مع ذلك تأخر تأسيس الشركة إلى سنة 1997، حيث انعقدت الجمعية التأسيسية لها بتاريخ 21 ماي 1997 بحضور الأعضاء

1 - سنتطرق لكل هذه الشروط لاحقا عند دراسة شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة.

2 - المواد من 9 إلى 14 من النظام رقم 03/36 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء وبواجباتهم ومراقبتهم.

3 - l'instruction COSOB N° 97/01 du 30 Novembre 1997 fixant les modalités d'agrément des intermédiaire en opérations de bourse.

المشار إليهم آنفا. لتتأسس الشركة أخيرا بتاريخ 25 ماي 1997، أي بعد مضي أربع سنوات من صدور النص الأساسي لها.

يستخلص أن الغرض من المرحلة الانتقالية والنصوص الانتقالية إن صح التعبير لم يتحقق، إنما صارت تحسب على السوق المالية الجزائرية في سلسلة عيوبها ونقائصها، وعدم فعالية هذه النصوص لعجزها عن تحقيق الغرض المرجو منها⁽¹⁾.

ثانياً - تشكيلة الشركة بعد المرحلة الانتقالية:

تتشكل شركة تسيير بورصة القيم حالياً من ستة بنوك عمومية وهي:

- 1- B.N.A البنك الوطني الجزائري.
- 2- C.P.A القرض الشعبي الجزائري.
- 3- B.A.B.R بنك الفلاحة والتنمية الريفية.
- 4- B.D.L بنك التنمية المحلية.
- 5- C.N.E.P الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط.
- 6- B.E.A البنك الخارجي الجزائري.

تثير التشكيلة الجديدة نفس الإشكالات السابق شرحها وهي عدد مساهمي الشركة، وطبيعة هؤلاء المساهمين. فمن حيث عددهم تم تقليصه من إثني عشر مساهم إلى ستة مساهمين، عدد لا يستجيب للنصاب القانوني لعدد شركاء شركة الأسهم الخاصة. أما من حيث طبيعة الشركاء، فاللافت للانتباه أن كل المساهمين الجدد بنوك عمومية. مما يسبغ على شركة تسيير بورصة القيم صفة العمومية.

الفرع الثاني

الطبيعة القانونية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة

تعتبر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة شركة تجارية تأخذ شكل شركة أسهم طبقاً للنصوص التالية:

- نص المادة 15 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي تنص على: « تتولى شركة

1 - وهذا ما يسميه الأستاذ كايس شريف، « بعدم الفعلية الأصلية المؤكدة والمؤيدة التي يقصد بها انعدام الشروط والظروف المناسبة والملائمة لتجسيد القانون من جهة ومن جهة أخرى غياب الوسائل المادية والمعنوية الضرورية ». كايس شريف، ظاهرة عدم فعالية القواعد القانونية في القانون الوضعي الجزائري، رسالة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في القانون، جامعة تيزي وزو، 2006، ص ص 103-110.

إدارة بورصة القيم المنقولة، تكتسي شكل شركة ذات أسهم تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة بمفهوم المادة 18 أدناه.

- أكدت على ذلك لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في المادة 2 من نظامها رقم 01/97⁽¹⁾، بنصها على ما يلي « إن شركة بورصة القيم المنقولة التي تدعى في صلب النص "شركة" والمنصوص عليها في المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، هي عبارة عن شركة أسهم مؤسسة بين الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين قانوناً من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ».

يكتنف الطبيعة القانونية لشركة تسيير بورصة القيم غموضاً كبيراً. فهي شركة أسهم استناداً إلى النصوص السالفة الذكر، إلا أنها لها من السمات والخصوصيات ما يجعلها لا تتفق في الكثير من أحكامها، مع الأحكام العامة لشركة الأسهم المنصوص عليها في التقنين التجاري. تتجلى خصوصية شركة تسيير بورصة القيم في عدة جوانب منها من حيث تأسيسها، من حيث نشاطها، وأخيراً من حيث خضوعها لهيئات رقابية خارجية (أولاً). من جهة أخرى فإن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، شركة خاصة لكنها تمارس مهام مرفق عام (ثانياً)، تصدر قرارات إدارية، وتخضع نزاعاتها للقضاء الإداري (ثالثاً). مما أفرز خضوعها لنظام قانوني جديد هو النظام العام المهني (رابعاً)

أولاً - اختلاف أحكامها مع أحكام شركات المساهمة المنصوص عليها في القانون التجاري:

نظمت شركات المساهمة بموجب القانون التجاري، الذي نص على كيفية تأسيسها سواءً بالجوء العلني للادخار، أو بدونه أي عن طريق الاكتتاب الخاص. كما نص على عدد شركائها، أجهزة إدارتها وتسييرها ورقابتها.

تختلف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مع أحكام شركات الأسهم التي نص عليها القانون التجاري من حيث النقاط التالية:

أ - من حيث عدد الشركاء:

حدد المشرع الجزائري الحد الأدنى لعدد الشركاء في شركة المساهمة بسبعة أشخاص⁽²⁾.

1 - النظام رقم 01/97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 والمتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة البورصة للقيم المنقولة المعدل والمتمم، سابق الذكر.

2 - هذا ما نصت عليه المادة 592 من التقنين التجاري، وجاء النص كما يلي: « شركة المساهمة هي الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى أسهم وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم، ولا يمكن أي يقل عدد الشركاء عن سبعة (07) ... ».

مع ذلك فإن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عرفت تذبذباً في عدد الشركاء المكونين لها. فقد تأسست في مرحلتها الانتقالية من الاثنين عشر (12) وسيطا الذين سبقت الإشارة إليهم، لكن بعد انتهاء هذه المرحلة، تنازل هؤلاء الوسطاء بحصصهم لوسطاء جدد تم اعتمادهم من طرف اللجنة عددهم أربعة (4)، وذلك بتاريخ 15 جويلية 1999⁽¹⁾. يعد ذلك خرقاً لنص المادة 592 من التقنين التجاري، وباعتبار هذه المادة قاعدة آمرة، فجزاء مخالفتها هو البطلان، بالتالي حل الشركة⁽²⁾.

استمرت الشركة في الوجود وبقيت ممارسة لنشاطها كأن شيئاً لم يكن، ليتم اعتماد (06) وسطاء جدد بتاريخ 2001/04/21 أي بعد قرابة خمس سنوات. لم يستقر الوضع طويلاً داخل شركة تسيير البورصة، حتى سحبت اللجنة اعتمادها من ستة وسطاء آخرين ليبقى عدد الشركاء داخل هذه الشركة خمسة (05) وسطاء.

بقيت الشركة قائمة ولم يتم إبطالها رغم خرقها للنصاب القانوني لعدد الشركاء. هذا دليل قاطع على أنها من صنف الشركات الذي ذكرته المادة 592 تقنين تجاري في فقرتها الثالثة والتي نصت على ما يلي: « ... ولا يطبق الشرط المذكور في المقطع 2 أعلاه على الشركات ذات رؤوس أموال عمومية ». أمر يدفع للتساؤل، هل بالفعل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة شركة خاصة خاضعة للقانون التجاري أم أنها شركة عامة؟ خاصة وأن الوسطاء الحاليين مساهمي الشركة كلهم بنوك عامة.

ب - طبيعة الشركاء:

تأسست شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في فترة لم تكن الساحة المصرفية قد عرفت بنوكاً خاصة بعد، رغم فتح قانون رقم 10/90 المتعلق بالنقد والقرض المجال أمام اعتماد بنوك خاصة ومؤسسات مالية خاصة. بحيث أن أول بنك خاص تم اعتماده هو بنك الخليفة برأسمال خاص 100% وذلك بموجب مقرر الاعتماد رقم 04/98 المؤرخ في 27 يوليو 1998⁽³⁾.

1 - ISMAIL Nourredine, La bourse d'Alger opérationnelle op.cit, p 06.

2 - فيجوز للمحكمة أن تتخذ قرار حل الشركة بناءً على طلب كل معني، إذ كان عدد المساهمين قد خفض أقل من الحد الأدنى القانوني منذ أكثر من عام. للتفصيل في أحكام بطلان عقد الشركة كجزاء للإخلال بإجراءات التأسيس، المادة 715 مكرر 19 من التقنين التجاري.

كذلك: الفقي محمد السيد، مبادئ القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2002، ص ص 286 - 288. كذلك: العربي محمد فريد، دويدار هاني، أساسيات القانون التجاري، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2004، ص ص 240 - 241.

3 - مقرر بنك الجزائر رقم 04/98 المؤرخ في 27/07/1998 متضمن اعتماد بنك الخليفة، الجريدة الرسمية عدد 63، الصادر في 26 أوت 1998.

تأسست حينها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، بواسطة بنوك ومؤسسات عمومية، وبرؤوس أموال عمومية مما أصبغ الشركة بصبغة العمومية. الأمر الذي يبرر بقائها مستمرة رغم انسحاب أغلب الشركاء منها في 15 جويلية 1999 وبقائها بأربعة شركاء فقط.

ج - من حيث إجراءات التأسيس:

تم تأسيس شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من قبل المؤسسين السابقين عن طريق الاكتتاب المغلق، أي دون اللجوء العلني للاذخار. يبرر ذلك بعدم قدرة الجمهور على الاكتتاب في رأسمال هذه الشركة، لوجود شرط الاعتماد المسبق من جهة، ومن جهة أخرى رغبة الدولة في الحفاظ على الطابع العمومي للشركة لضمان تنفيذ السياسة المرجوة منها. فكان الاهتمام بالأشخاص المؤسسين للشركة أكبر من الاهتمام بأموالها، عكس ما هو متعارف عليه في شركات الأموال في القانون التجاري.

بذلت الدولة مجهودات كبيرة لتحسين منظومتها القانونية لتتماشى مع متطلبات اقتصاد السوق، إلا أن خلفية وذهنية الاقتصاد الموجه بقيت تسيطر على صانعي القرارات، فبقي مفهوم الدولة المتدخلة طاغيا على هذه القرارات⁽¹⁾. الأمر الذي يفسر حرص الدولة على جعل مساهمي شركة تسيير بورصة القيم أشخاصاً عامة دون الإعلان عن ذلك صراحة، خاصة وأن الدولة تسيطر تماماً على البنوك العمومية وتفرض عليها سياستها العامة.

د - من حيث نشاطها:

وضع الفقه عدة معايير لتحديد الأعمال التجارية، وتمييزها عن الأعمال المدنية. من بين هذه المعايير، معيار تحقيق الربح. تهدف كل الشركات التجارية مهما كان شكلها إلى تحقيق الربح، يضاف إلى شركة الأسهم معيار آخر هو قابلية قيمها المنقولة للتداول. لا يتوفر هذان الأمران في شركة تسيير بورصة القيم، وهو ما سيتم شرحه.

د - 1 - عدم قدرتها على تقدير أرباحها: تسعى كل الشركات التجارية إلى تحقيق الربح، فهي تتأسس خصيصاً لممارسة نشاط استثماري يتحمل الربح والخسارة. تقدير أرباح

¹ لمزيد من التفاصيل عن بقية البنوك الخاصة التي تم اعتمادها بعد ذلك، تدرست كريمة، النظام القانوني للبنوك في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص 44.

1 - والبعض يرى أن بقاء التدخل الذي تمارسه الدولة ضروري في المرحلة الانتقالية، كما يجب أن يبقى الطابع الدولي حاضراً حتى في ظل منهج اقتصاد السوق.

« Notre économie de marché gardera sa dimension étatique selon le principe, autant d'état que nécessaire ».

BOUZID Abdelmadjid, Les années 90 de l'économie Algérienne, les limites des politiques conjoncturelles, Edition ENAG, Alger, 1999, p 112.

الشركة يتوقف على نشاط هذه الأخيرة، ويخضع لقانون السوق وهو قانون العرض والطلب. ميزة لا تتمتع بها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، التي تفتقد إلى حرية تقدير أرباحها. سلبت منها هذه الحرية من قبل المشرع الذي منح هذا الحق للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لتحديد مقدار العمولات التي تقبضها الشركة عن العمليات التي تجري في البورصة. وذلك بموجب المادة 19 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي تنص على ما يلي: « تتلقى الشركة عمولات عن العمليات التي تجري في البورصة وتحدد قواعد حسابها في لائحة تصدرها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ».

أصدرت اللجنة نظاماً تحدد فيه قواعد حساب العمولات التي تحصلها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وهو النظام رقم 01/98⁽¹⁾ الملغى بموجب النظام رقم 03/09⁽²⁾ وذلك وفقاً للنسب التالية:

- تداول سندات رأس المال: 0,15 من مبلغ المعاملة⁽³⁾.
- تداول سندات الدين: 0,10 من مبلغ المعاملة⁽⁴⁾.

يدفع العمولة مشتري وبائع السندات المتداولة في البورصة عن طريق وسطاء عمليات البورصة، ولا يمكن أن يقل مبلغ العمولة عن 10 دنانير ولا يفوق 100.000 دج، كما تحدد نسبة العمولة التي تحصلها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن الهيئات والشركات التي تكون سندات قابلة للتداول في البورصة بـ 0,05 من المبلغ المقبول، على أن لا يفوق مبلغ العمولة 2.500,000 دج⁽⁵⁾. التحديد المسبق لمبلغ العمولات التي تتقاضاها الشركة يتنافى مع مبدأ حرية التجارة، خاصة وأنها تحدد من قبل هيئة أجنبية عن الشركة، أمر لا نجده في الأحكام العامة ولا الخاصة للشركات التجارية.

د - 2 - عدم قابلية أسهمها للتداول: تعد قابلية السهم للتداول، الصفة الجوهرية التي

1 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخ في 15 أكتوبر 1998، يحدد قواعد حساب العمولات التي تحصلها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن العمليات التي تجري في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 93، الصادر في 13 ديسمبر 1998.

2 - نظام رقم 03/09 المؤرخ في 18 نوفمبر 2009، يحدد قواعد حساب العمولات تحصلها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن العمليات التي تجري في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 45، الصادر في 08 أوت 2010.

3 - كانت في النظام رقم 01/98 تقدر بـ 0,25 % من مبلغ المعاملة.

4 - كانت في النظام رقم 01/98 تقدر بـ 0,15 %.

5 - بعد أن كان يقدر بـ 1.000,000 دج في نظام 01/98.

تميزه عن حصة الشريك في شركات الأشخاص غير القابلة للتنازل⁽¹⁾. ركز عليها المشرع حينما عرّف السهم في المادة 715 مكرر 40 من التقنين التجاري⁽²⁾، فأورد شرطاً واحداً لقابلية السهم للتداول هو تقييد الشركة في السجل التجاري⁽³⁾، إذ تحقق هذا الشرط جاز للمساهم أن يتنازل عن أسهمه وقت ما شاء ولمن شاء. لا يتمتع مساهمي شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بهذه الحرية، لأن أسهم الشركة غير قابلة للتداول. فإذا توقف أحد الوسطاء عن ممارسة نشاط الوساطة طوعاً أو جبراً بسحب الاعتماد منه، فعلى بقية الوسطاء المساهمين شراء حصة الشريك المنسحب⁽⁴⁾.

لا يستطيع الوسيط التنازل عن أسهمه لغير أعضاء شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، في المقابل لا يستطيع أي وسيط مساهم في الشركة امتلاك أسهم أكثر مما حدده القانون وذلك منعاً لتركز سلطة القرار والرقابة في يد أحد المساهمين⁽⁵⁾.

هـ - خضوع الشركة لرقابة خارجية:

تخضع شركات الأسهم لرقابة داخلية يمارسها مجلس الرقابة، الذي يمكن له أن يمارس مهامه الرقابية في أي وقت من السنة. يجري الرقابة التي يراها ضرورية ويطلع على الوثائق التي يراها مفيدة للقيام بمهمته⁽⁶⁾. مجلس الرقابة جهاز رقابي داخلي يتكون من أعضاء الشركة

- 1 - فوضيل نادية، شركات الأموال في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 189.
- 2 - تنص المادة 715 مكرر 40 من التقنين التجاري على ما يلي: « السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة المساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها ».
- 3 - تنص المادة 715 مكرر 51 على ما يلي: « لا تكون الأسهم قابلة للتداول إلا بعد تقييد الشركة في السجل التجاري ».
- 4 - كانت المادة 3 من نظام اللجنة رقم 01/97 المؤرخ في 18/11/1997 المتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 87، الصادر في 29 ديسمبر 1997.
- تجعل شراء حصة المساهمة المنسحب من قبل بقية المساهمين بالتساوي، فكان نصها كما يلي: « وفي حالة انسحاب الوسيط تعاد شراء حصته في رأس مال الشركة بحصص متساوية من طرف وسطاء مساهمين آخرين في الشركة ».
- عدلت هذه المادة بموجب النظام رقم 04/03 المؤرخ في 18 نوفمبر 2003، الجريدة الرسمية عدد 73، الصادر في 30 نوفمبر 2003.
- والتي صارت تنص على ما يلي: « في حال انسحاب وسيط يعاد شراء حصته في رأسمال الشركة من طرف الوسطاء الآخرين في الشركة، تحدد كفاءات إعادة الشراء في القانون الأساسي للشركة ».
- 5 - هذا ما ورد في المادة 3 من النظام رقم 01/97 المعدلة بموجب النظام رقم 04/03 السابق ذكره والتي نصت على ما يلي: « غير أن المساهمة في الرأسمال الاجتماعي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة لا يمكن في أي حال من الأحوال أن تسمح لوسيط في عمليات البورصة فرض سلطة رقابية على هذه الشركة ».
- 6 - المواد 654 و 655 من التقنين التجاري الجزائري.

عددهم لا يقل عن سبعة ولا يزيد عن إثني عشر عضواً⁽¹⁾ منتخبون من قبل الجمعية العامة التأسيسية أو الجمعية العادية⁽²⁾. مع أنها شركة مساهمة تخضع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إلى رقابة خارجية إضافة إلى الرقابة الداخلية التي يمارسها مجلس الرقابة. تتمثل الرقابة الخارجية في جهتين هما:

هـ - 1 - رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: لا يوجد نص صريح يقضي بتبعية الشركة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. لكن باعتبار اللجنة هي السلطة العليا للسوق المالية، تراقب كل المتدخلين فيها منهم شركة تسيير بورصة القيم. تظهر صور هذه التبعية والرقابة كما يلي:

- اللجنة هي من وضعت النظام العام للبورصة رقم 03/97 الذي يحدد صلاحيات الشركة.
- اللجنة هي من حددت في أنظمتها المختلفة الأحكام المطبقة على الشركة، إجراءات تأسيسها وكيفية مساهمة الوسطاء في رأسمالها.
- اللجنة هي من تسمح بتعديل رأسمالها بمناسبة اعتماد وسيط جديد أو سحب الاعتماد من وسيط قديم⁽³⁾.
- اللجنة هي من تصادق على مقررات الشركة قبل دخولها حيز التنفيذ⁽⁴⁾.
- اللجنة هي من تتخذ الإجراءات الردعية ضد المخالفين لقواعد السوق⁽⁵⁾.
- اللجنة هي من تراقب العمليات المنجزة داخل السوق بواسطة المراقب الذي تعينه داخل البورصة⁽⁶⁾.
- اللجنة هي من تحدد الأرباح التي تحققها الشركة عن طريق ضبطها لقواعد حساب العمليات التي تقبضها⁽⁷⁾.

هـ - 2 - رقابة الوزير المكلف بالمالية: تندثر فرضية خضوع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة للقانون الخاص بوجود تبعية ولو غير مباشرة لوزارة المالية، إذ لا يمكن لها وضع قانونها الأساسي أو تعديله إلا بعد موافقة الوزير المكلف بالمالية. كما يمكن لهذا الأخير التدخل

1 - المادة 657 من التقنين التجاري الجزائري.

2 - المادة 662 من التقنين التجاري الجزائري.

3 - المادة 3 من النظام رقم 01/97 المعدلة بموجب النظام رقم 04/03.

4 - المادة الأولى من النظام رقم 03/97 السابق ذكره.

5 - المادة 3 من النظام رقم 01/97 المعدلة بموجب النظام رقم 04/03.

6 - المواد 4 و 5 من النظام رقم 03/97.

7 - المادة 15 من النظام رقم 03/97.

في تعيين أو عزل المدير العام للشركة والمديرين الرئيسيين لها⁽¹⁾. يمكن أن نبرر هذه الرقابة بأهمية هذه الشركة والنشاط الذي تمارسه للاقتصاد الوطني.

ثانيا - شركة تسيير بورصة القيم شركة خاصة تؤدي مهام مرفق عام:

يتمثل هدف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة فيما يلي:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة.
- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة.
- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديداتها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة⁽²⁾.

تسعى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من خلال هذه المهام إلى حماية السوق وضمان سلامتها ونزاهة العمليات وشفافيتها، فهي تحمي النظام العام للسوق المالية. يظهر من خلال سرد هذه المهام أن الشركة لا تمارس نشاطا خاصا ولا تحقق نفعا خاصا بها، فهي تمارس نشاطا بالغ الأهمية للاقتصاد الوطني بصفة عامة. لكن هل اعتبار الشركة تمارس نشاطا يحقق النفع العام يعني بالضرورة أنها تؤدي وظائف المرفق العام؟ تكون الإجابة على هذا التساؤل بالاستعانة بمعايير المرفق العام وهي ثلاث:

أ - المعيار الأول: أن يكون الشخص من أشخاص القانون العام

يعتبر هذا المعيار أحد أهم معايير المرفق العام التي وضعها الأستاذ (CHAPUS)⁽³⁾، فتكون الهيئة مرفقا عاما، إذا كانت من الأشخاص العامة. معيار قد لا ينطبق على شركة تسيير بورصة القيم المنقولة كونها شركة خاصة تكتسي شكل شركة أسهم بمفهوم المادة 15 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، لكن استقراء النصوص يؤدي إلى التشكيك في اعتبارها كذلك. والحجج هي:

- تعتبر شركة بورصة القيم، شركة أسهم لا تستوفي النصاب القانوني لعدد المساهمين فيها. فقد حدد القانون حدا أدنى للمساهمين في شركة الأسهم بسبعة (07) مساهمين، في حين عرفت الشركة مرحلة كانت تظم فيها أربعة (04) مساهمين فقط، ومع ذلك بقيت

1 - المادة 19 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدلة والمتممة بموجب القانون رقم 04/03 السابق ذكره.

2 - المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 السابق ذكره.

3 - CHAPUS (R), Droit administratif général, éditions Montchrestien, 13^{ème} éditions, Paris, 1999, p 353.

مستمرة ولم تتعرض للحل كما سبق وأن شرحناه. والسبب يعود لكونها تدرج تحت أحكام المادة 592 فقرة 3 من التقنين التجاري التي تنص على ما يلي: « ... ولا يطبق الشرط المذكور في المقطع 2 أعلاه على الشركات ذات رؤوس الأموال العمومية»، الأمر الذي يفتح الأبواب على تكييف آخر لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة على أنها شركة عامة.

- تضاف إلى هذه الحجة، حجة أخرى تكمن في اختلاف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن باقي الشركات التجارية بصفة عامة وشركة المساهمة بصفة خاصة، من حيث أسلوب تعيين مسيريهها. يفترض في شركة المساهمة أن تنتخب الجمعية العامة التأسيسية أو الجمعية العامة العادية، القائمين بالإدارة وتحدد مدة عضويتهم في القانون الأساسي للشركة⁽¹⁾. إلا أن شركة تسيير بورصة القيم تعرف أسلوباً مغايراً تماماً، إذ يخضع وضع القانون الأساسي وتعديلاته وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين للشركة إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة⁽²⁾. تظهر جليا لمسة السلطة التنفيذية التي تحاول وضع اليد على شركة تسيير بورصة القيم المنقولة لجعلها شخصاً من أشخاص القانون العام. رغم ذلك، تبقى هذه الحجج غير كافية لاعتبار شركة تسيير بورصة القيم شخصاً عاماً.

لا يتفق الكثير من الفقه مع هذا المعيار، فلا مانع من ممارسة شخص خاص لنشاط مرفق عام⁽³⁾، خاصة وأن الساحة الاقتصادية الجزائرية عرفت تذبذباً في التصنيف والتكييف القانوني للمؤسسات الاقتصادية من جهة والمرفق العام بمفهومه التقليدي من جهة أخرى⁽⁴⁾. تطور انتهى بتدخل القطاع الخاص في تسيير المرافق العامة كما هو حال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

1 - المادة 611 من التقنين التجاري المعدلة بموجب المرسوم التشريعي رقم 08/93 المؤرخ في 25 أبريل 1993، السابق ذكره.

2 - المادة 19 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المستحدثة بموجب القانون رقم 04/03.

3 - بوسماح محمد أمين، المرفق العام في الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1995، ص ص 20 - 21.

4 - كتب الأستاذ كايس ما يلي: « ظهرت أنماط جديدة للإدارة والتأطير الاقتصادي على رأسها المؤسسات العامة ذات الطابع الاقتصادي مع الاحتفاظ بالأنماط التقليدية والهياكل السابقة مما ولد نوعاً من الخلط بينهما، بين المؤسسة والمرفق العام، فهذا الأخير كثيراً ما يظهر عبر تشخيصات متعددة منها المؤسسة العامة على شكل هيئة عامة ذات الطابع الصناعي والتجاري مجسدة للشخصية المعنوية للمرفق العام والتسيير الخفي للاقتصاد من قبل الإدارة المركزية عبر امتداداتها، لكن مع التطور المدهش لنشاط وظيفة الدولة، برزت المؤسسات العامة الاقتصادية بمناسبة نزولها إلى السوق وخضوعها لميكانزماته كأجهزة خاصة متميزة عن المرافق العامة التقليدية والهيئات العامة ذات الطابع الصناعي والتجاري لكون هذه المؤسسات أشخاص من القانون الخاص ». =

عرّف التشريع الفرنسي التطور نفسه، إذ أنّ الغرفة النقابية لأعوان الصرف La chambre syndical des agents de change لم تكن من أشخاص القانون الخاص، لكنها لم تكن مؤسسة عامة بمعنى الكلمة. فهي تأسست بموجب مرسوم ومسيرها معينين من قبل وزير الاقتصاد⁽¹⁾. لم تعرف هذه الغرفة أي تكييف قانوني لا بموجب نص تشريعي ولا تنظيمي، فعجز الفقه عن تصنيفها بين أشخاص القانون العام أو القانون الخاص.

عوضت هذه الغرفة بموجب القانون رقم 70/88 المؤرخ في 22 جانفي 1988 بمجلس بورصة القيم (CBV) Conseil de bourse de valeurs، لكن قبل هذا القانون كانت الغرفة تمثل في الوقت نفسه سلطة السوق تسعى لتحقيق النفع العام وشركة تسعى لتحقيق نفعها الخاص، أي تحقيق الربح⁽²⁾. بموجب المادة 22 من قانون 22 جانفي 1988 تأسست هيئة مالية مختصة "Institution financière spécialisée". سميت هذه بشركة البورصة عند صدور النظام العام لمجلس بورصة القيم (CBV) ثم بورصة باريس "Paris Bourse" التي أخذت شكل شركة أسهم، لتأتي بعدها في سبتمبر 2000 شركة أورونكست باريس Euronext Paris التي تأسست في شكل شركة خاصة دون أن يحدد القانون شكل هذه الشركة⁽³⁾. فهي شركة خاصة وإن كانت تتمتع بمزايا السلطة العامة⁽⁴⁾.

ب - المعيار الثاني: التبعية لشخص إداري

يقصد بهذا المعيار أنه إذا لم يكن الشخص إداريا في ذاته فهو بالضرورة تابع لشخص إداري. هو حال شركة أورونيكست باريس Euronext Paris عند ممارستها لأهم سلطاتها وهي السلطة التنظيمية. فهي تتمتع بصلاحيات تنظيم عمليات السوق عن طريق إصدار مقررات تنظم سير العمليات داخل السوق. كما تحدد شروط الدخول في السوق وإجراءات القيد والتداول،

= كايس شريف، النظام القانوني لأموال المؤسسات العامة الاقتصادية في الجزائر، بحث لنيل درجة الماجستير في قانون التنمية الوطنية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 1992، ص 50 - 51.

1 - PETIT (G), « De l'organisation du marché des valeurs mobilières », *Revue Banque*, 1994, p 103.

2 - « La chambre syndicale des agents de change était devenue à la fois autorité de marché dans un but d'intérêt générale et entreprise recherchant et réalisant des bénéfices ».

MERKIN (C), « Le conseil des bourses valeurs », *Dictionnaire Joly bourse*, 1994, N° 15.

3 - Article L 441-1 du code monétaire et financier « *Les entreprises de marché sont des sociétés commerciales qui ont pour activité principale d'assurer le fonctionnement d'un marché réglementé d'instrument financiers* ».

4 - « Il s'agit d'entreprises privées alors même qu'elle sont dotées d'un pouvoir important que l'on a pu qualifier non son raison de puissance publique ».

BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p 483.

حالات الشطب من القيد وغيرها من العمليات. لكنها سلطة مقيدة، إذ لا تنتج هذه القرارات أي أثر قانوني إلا بعد موافقة سلطة الأسواق المالية عليها⁽¹⁾.

منح المشرع لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة صلاحية إصدار مقررات في مجال اختصاصها، لكنها تبقى دون أثر قبل تصديق لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة عليها. تنص المادة الأولى من نظام اللجنة رقم 03/97⁽²⁾ على ما يلي « يمكن شركة إدارة بورصة القيم، التي تدعى في صلب النص ش.إ.ب.ق، تحديد في مجال اختصاصها، كيفية تطبيق هذا النظام العام في شكل تدبير ذي طابع داخلي أو بلاغات أو مقررات.

تعرض المقررات للتصديق على لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها المسماة فيما يأتي اللجنة». تظهر من خلال هذه المادة تبعية شركة تسيير بورصة القيم للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، فرغم عدم وجود نص يكيف اللجنة على أنها شخص إداري، إلا أن خضوع نزاعاتها للقضاء الإداري لخير دليل على ذلك.

تخضع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إلى تبعية أخرى لشخص إداري مركزي آخر، هو وزارة المالية الممثلة في شخص الوزير، يتدخل هذا الأخير للموافقة على بعض تصرفات الشركة، التي تبقى دون أثر قانوني قبل صدور هذه الموافقة. إذ يجب أن يخضع وضع القانون الأساسي وتعديلاته، وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين للشركة إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. بناءً على تقرير معلل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وبصفة احتياطية، يمكن للوزير عزل المدير العام و/أو المسيرين الرئيسيين للشركة واستخلافهم في انتظار تعيين مدير عام جديد و/أو مسيرين جدد من طرف مجلس الإدارة⁽³⁾.

لم يتضمن المرسوم التشريعي رقم 10/93 أية إشارة إلى تبعية الشركة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، لكن النظام رقم 01/97⁽⁴⁾ أشار إليها في المادة الرابعة منه التي

1 - Article 421-3 du code monétaire et financier dispose que « ... *Fixées par les règles de marché, établies par l'entreprise de marché définie à l'article L 441-1, les conditions d'accès au marché financiers, les règles relatives à l'enregistrement et à la publicité des négociations ces règles sont approuvées par l'autorité des marchés financiers* ».

2 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97 المؤرخ في 1997/11/18 السابق ذكره.

3 - المادة 19 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 10/93، المستحدثة بموجب القانون رقم 04/03، السابق ذكره.

4 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/97 المؤرخ في 1997/11/18، يتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 87، الصادر في =

نصت على ما يلي: « تخضع القوانين الأساسية للشركة ونظامها الداخلي وكذلك التعديلات المحتملة إلى تأشيرة مسبقة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ».

ألغيت هذه المادة بموجب النظام رقم 04/03، التي كان من المفروض أن تلغى معها تلك التبعية، لكن الذي حدث هو العكس فبعدما كانت الشركة تابعة للجنة فقط، صارت تبعية مزدوجة لكل من اللجنة ووزير المالية، كما جاءت به المادة 19 مكرر السابق شرحها. يفترض في شركة تسيير بورصة القيم، أنها شركة خاصة خاضعة للقانون التجاري، لا تتبع لأي جهاز خارجي، لا في اتخاذ قراراتها ولا في تعيين أو عزل أعضائها الذي يبقى من الصلاحيات المطلقة للجمعية العامة للشركة⁽¹⁾، و هو ما لا يتوفر في شركة البورصة.

ج- المعيار الثالث تحقيق النفع العام:

يقصد بهذا المعيار أن يؤدي الشخص خدمة عامة تحقق نفعاً عاماً للجمهور. كثر الحديث في فرنسا عن طبيعة المهام التي تؤديها أرونيكست هل هي خدمة عامة؟ وهل يمكن للشخص الخاص أن يؤدي خدمات عامة؟

أجاب الفقه على هذا التساؤل بالقول أن الطبيعة الخاصة للشخص لا تمنعه من تأدية مهام أو خدمات عامة⁽²⁾. أما القضاء الفرنسي، فقد أصدر مجلس الدولة قراراً يعترف فيه بإمكانية إسناد خدمة عامة إلى هيئة خاصة مع تمتعها بمزايا السلطة العامة وخضوعها للقضاء الإداري. وذلك في القرار الصادر في 28 جوان 1946، وذكر به بمناسبة قضية موران في قراره الصادر في 13 جانفي 1961⁽³⁾.

تسعى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة لتنظيم سوق البورصة، السهر على حسن سيرها، نزاهة وشفافية العمليات المنجزة فيها وتحقيق الأمن للمستثمرين والقيم المستثمرة فيها. بما أن البورصة تكون أحد أعمدة الاقتصاد - خاصة في الدول التي تعرف أسواق مالية مزدهرة -

= 29 ديسمبر 1997، معدل ومتمم بالنظام رقم 04/03 المؤرخ في 18 نوفمبر 2003، الجريدة الرسمية عدد 73، الصادر في 30 نوفمبر 2003.

1 - تنص المادة 611 من التقنين التجاري على ما يلي: « تنتخب الجمعية العامة التأسيسية أو الجمعية العامة العادية القائمين بالإدارة وتحدد مدة عضويتهم في القانون الأساسي دون أن يتجاوز ذلك ست سنوات ».

2 - « Le caractère privé d'un organisme n'est pas suffisant pour exclure la possibilité qu'il soit chargé de l'exécution d'une mission de service public et exclure la compétence du juge administratif ». MEADEL Juliette, Les marchés financiers et l'ordre public, LGDJ, Paris, 2007, p 356.

3 - L'arrêt du conseil d'Etat Français du 28 Juin 1961 « Un organisme de droit privé peut être en charge d'une mission de service public investi de prérogative de puissance publique et relever ainsi de la compétence du juge administratif ».

فالسهر على حماية سوق البورصة، هو حماية للاقتصاد الوطني ككل. وعليه يمكن القول أن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة تؤدي خدمة عامة. يمكن التحقق من مدى تأدية الهيئة لخدمة عامة بالنظر إلى الهدف والغاية التي تسعى هذه الأخيرة إلى تحقيقها، هل هي تحقيق النفع العام للجمهور أم تحقيق النفع الخاص أي تحقيق الربح؟

حاول الفقه والقضاء الفرنسيين الإجابة عن هذا التساؤل بتحديد مفهوم النفع العام l'interêt public هل هو مرادف لـ "intérêt général"، بالاستعانة بقرار مجلس الدولة في قضية CANAL DE GIGNIAC، الذي اعتبر جمعية نقابية لملاك بناية كمؤسسة عامة تسيير مرفقا عاما، مع أن نشاطها لا يحقق نفعاً عاماً وإنما نفعاً جماعياً⁽¹⁾ intérêt collectif، فهي تدافع عن حقوق الملاك المعنيين بالأمر فحسب.

قاس الفقه قرار مجلس الدولة على شركة أورونيكتست باريس Euronext Paris للقول أن النفع الذي تحققه هذه الشركة ليس نفعاً عاماً لكل الجمهور إنما هو نفعاً جماعياً للمتدخلين في سوق البورصة فحسب⁽²⁾. مع أن البعض من فقهاء القانون العام الفرنسي يرفضون التمييز بين النفع العام والنفع الجماعي⁽³⁾.

تحقق شركة تسيير البورصة بأدائها لمهامها نفعاً عاماً. بصفتها حارسة سوق البورصة، تسهر على احترام قواعد تنظيم السوق وسيره، وعلى شرعية العمليات المنجزة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة. لكن مجال تدخلها يبقى محدوداً، كونها تكتفي بالحث على احترام قواعد سير السوق دون قدرتها على التدخل في حالة وجود أية مخالفة. إذ يجب عليها إشعار اللجنة التي تتخذ الإجراء المناسب لقمع المخالفة⁽⁴⁾. إلا في حالة الاستعجال، أين يمكن للشركة بالاتفاق

1 - « Une association syndicale de propriétaires est considérée comme un établissement public gérant un service public. Pourtant son activité ne relève pas de l'intérêt général mais d'un intérêt collectif et catégoriel puis qu'elle se limite à défendre celui des propriétaires intéressés ».

لمزيد من التفاصيل عن هذه القضية وقرار مجلس الدولة، انظر:

LINOTTE Didier, Service public et droit public économique, 5^{ème} édition, Editions Litec, Paris, 2003, p 110.

2 - MEADEL Juliette, Les marchés financiers et l'ordre public, op.cit, p 359.

3 - « Il n'existe pas de distinction entre les activités qui serait d'intérêt général et d'autres qui n'en seraient pas. Toute activité humaine est d'intérêt collectif, même si son degré d'intérêt est variable ».

LINOTTE Didier, Service public et droit public économique, op.cit, p 114.

4 - كما نصت على ذلك المادة 2/3 من نظام اللجنة رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام للبورصة السابق ذكره، والتي جاء نصها كما يلي: « يجب إشعار اللجنة بكل إخلال أو مخالفة لقواعد السوق أو اتفاق بين متدخلين اثنين أو أكثر أو أي شذوذ آخر من شأنه المساس بسلامة السوق ».

مع المراقب - الذي تعينه اللجنة لمراقبة حصة التداول - اتخاذ التدابير الرامية إلى وضع حد دون أجل لحالات التصرفات المخالفة لمصلحة السوق. فإذا قبل المراقب ذلك يمكن للشركة قطع حصة التداول في البورصة أو تأجيل تداول سند خاص، إذا رأت في تداوله إحداث أضرار خطيرة بسعر قيمة منقولة أو بالسوق بوجه عام⁽¹⁾.

أدى التطور الرهيب للاقتصاد الذي صاحبه تطور القوانين المنظمة له، إلى خلق قواعد قانونية جديدة أحدثت انقلاباً على القواعد التقليدية. فضاعت معه معايير التمييز بين القانون العام والخاص. بدأ ذلك بتتصل المؤسسة العامة الاقتصادية من القانون الإداري الذي تربعت على عرشه لعقود خلت، لتصبح شخصاً من أشخاص القانون الخاص دون منازع، تتمتع بذمة مالية مستقلة برأسمال وأجهزة خاصة بها تعبر عن حياتها الخاصة. وإن كلفت بتسيير مرفق عام، فلا يدل ذلك بالضرورة على أنها مرفقاً عاماً⁽²⁾.

فسر الفقه هذا التطور، بتنازل الدولة عن تسيير الحقل الاقتصادي، الذي ترجم باستقلالية المؤسسة العامة. لم يتوقف هذا التنازل عند هذا الحد، إنما بلغ إلى درجة السماح للخواص بالتدخل لتسيير مرافق عمومية بالغة الأهمية للاقتصاد الوطني.

ثالثاً - القضاء المختص بنزاعات شركة تسيير بورصة القيم:

يتحدد القضاء المختص بنزاعات شركة تسيير بورصة القيم بتحديد طبيعة العلاقات التي تربطها بأعضائها، وبالغير من جهة، وطبيعة القرارات الصادرة عنها من جهة ثانية.

أ - طبيعة علاقة الشركة بأعضاء السوق:

ترتبط الشركة بأعضائها كقاعدة عامة برابط من روابط القانون الخاص، فالعلاقة التي تجمعهم هي علاقة عقدية تتمثل في عقد الشركة الذي بموجبه يكتتب الأعضاء وهم الوسطاء في عمليات البورصة بأسهم تمثل الرأسمال الاجتماعي للشركة⁽³⁾.

تكتسي القرارات التي تصدرها الشركة، بما فيها القرارات التنظيمية أو القرارات الفردية التي تطبق على أعضائها أهمية كبيرة، إذ تعتبر قواعد أمر لا يمكن مخالفتها، تستعين الشركة في إصدارها وتنفيذها بامتيازات السلطة العامة. مما يضيف عليها صبغة القرارات الإدارية الخاضعة للقانون العام.

1 - المواد 4 و 5 من نظام اللجنة رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام للبورصة، السابق ذكره.

2 - كايس شريف، النظام القانوني لأموال المؤسسات العامة الاقتصادية في الجزائر، مرجع سابق، ص 50 - 51.

3 - المادة 16 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة السابق ذكره.

أفرز هذا التحليل فرضيتين متباينتين، هما على التوالي: فرضية علاقة الشركة بالمتدخلين في السوق للقانون العام وفرضية خضوع علاقة الشركة بأعضائها للقانون الخاص.

أ - 1 - خضوع علاقة الشركة بالمتدخلين في السوق لقواعد القانون العام: تظهر خصوصية علاقة الشركة بالمتدخلين في السوق من خلال القرارات التي تخاطبهم بها الشركة. فكلما كانت القرارات إدارية كلما خضعت العلاقة للقانون العام. وضع فقهاء القانون الإداري معياراً للتمييز بين القرارات الإدارية وغيرها من القرارات. فإذا كان القرار صادر عن شخص يؤدي مهام وخدمة عامة ويتمتع بامتيازات السلطة العامة، فهو قرار إداري⁽¹⁾. معيار استعان به مجلس الدولة الفرنسي في قرار فرادون GRADONE المؤرخ في 8 جوان 1988⁽²⁾، كذلك محكمة الاستئناف بباريس في قضية الكونفدرالية الوطنية لصناديق القرض⁽³⁾.

سبق التوصل إلى نتيجة هي، ممارسة شركة تسيير البورصة لخدمات عامة وتحقيقها للنفع العام، لكن هذا غير كافٍ لإصباح الصفة الإدارية على قراراتها، إذ يجب البحث إذا كانت تتمتع بمزايا السلطة العامة. لا يكون لها ذلك إلا إذا كانت تتمتع بسلطة إصدار قرارات بصفة انفرادية.

منحت لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة سلطة إصدار قرارات انفرادية ومقررات بموجب المادة الأولى من النظام العام لبورصة القيم المنقولة التي تنص على ما يلي: **« يمكن لشركة إدارة بورصة القيم التي تدعى في صلب النص "ش.إ.ب.ق" تحديد، في مجال اختصاصها، كفاءات تطبيق هذا النظام العام في شكل تدبير ذي طابع داخلي أو بلاغات أو مقررات ... »**.

تكون قرارات الشركة أمرة وواجبة التنفيذ على كل المتدخلين في السوق المالية. وهو ما يعرف في القانون الإداري بامتياز النفاذ المسبق، أي تمتع القرار بالقوة التنفيذية دون اللجوء للقضاء لاستصدار الصيغة التنفيذية. هذا امتياز آخر من امتيازات السلطة العامة الذي تتمتع به الإدارة التقليدية الخاضعة للقانون والقضاء الإداريين.

لا يعترف القانون الخاص بهذا النوع من الامتيازات، إذ يجعل أطراف العلاقة العقدية

1 - CHAPUS (R), Droit administratif général, op.cit, p123.

2 - « L'acte émis par une personne en charge de l'exécution d'une mission de service public et dotée de prérogative de puissance publique, l'acte est administratif ».

MEADEL Juliette, Les marchés financiers et l'ordre public, op.cit, p 368.

3 - اعترفت المحكمة لهذه الشركات المدنية التي تمارس خدمات عامة وتستعين بامتيازات السلطة العامة بالطبيعة الإدارية لقراراتها.

خاضعين لمبدأ العقد شريعة المتعاقدين، وعليه لا يمكن لطرف اتخاذ أي قرار إنفرادي دون موافقة الطرف الثاني، وإلا كان دون أي أثر قانوني.

يظهر جلياً أن طبيعة العلاقة التي تربط الشركة بالمتدخلين في السوق المالية علاقة من القانون العام خاضعة للقانون الإداري، بالتالي يختص بها القضاء الإداري.

أ - 2 - خضوع علاقة الشركة بأعضائها لقواعد القانون الخاص: يعتبر أعضاء الشركة مساهمين فيها يربطهم بها عقد الشركة، عقد يفترض أنه من القانون الخاص، ومع ذلك أثار نوعاً من الجدل. فصل المشرع الفرنسي في العلاقة التي تربط شركة السوق أوروبيست باريس Euronext Paris بأعضائها في المادة L 421.9 من التقنين النقدي والمالي⁽¹⁾، وجعلها علاقة عقدية. لكن هذا غير كافٍ لإخضاع العلاقة العقدية لقواعد القانون الخاص بما أن المشرع لم يحدد طبيعة العلاقة العقدية، هل هي من العقود الإدارية العامة أم من العقود الخاصة.

أضافت المادة 8-514 من النظام العام لسلطة السوق المالية بعضاً من التوضيح، حينما استعملت كلمة اتفاقية لوصف العلاقة العقدية التي تربط بين شركة السوق وأعضائها⁽²⁾. إلا أنها اتفاقية معدة مسبقاً لا يشارك في إعدادها الخاضعين لها، إنما أعدت بمحض الإرادة المنفردة لشركة السوق، لذا صنفها الفقه على أنها عقد من عقود الإذعان⁽³⁾. خاصة وأن معايير عقد الإذعان متوفرة في العقد الذي يربط الشركة بالمتعاقدين معها، فهي تتمتع بمركز قوة كونها تحتكر الخدمة التي تؤديها، المتمثلة في السماح بالدخول إلى السوق والتعامل فيه، ولها أن تفرض شروطها دون أن يساومها عليها الطرف الثاني.

يتشابه وضع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مع مثيلتها أوروبيست الفرنسية، إذ بوضعها لنظامها الداخلي تحدد القواعد التي يجب أن يمتثل لها المتعاملين معها. كما أصدرت قرارات عدة تبين فيها بدقة التزامات المتعاملين معها حيالها وحيال السوق.

يستنتج من هذا التحليل أن العلاقة خاصة تخضع لقواعد القانون الخاص، فهي علاقة

1 - Article L 421.9 du code monétaire et financier selon lequel : « *Les relations entre une entreprise de marché et une personne mentionnée à l'article L 421-8 du code monétaire et financier sont de nature contractuelle* ».

2 - Article 514.8 du règlement générale de l'AMF prévoit que « *L'entreprise de marché veille au respect des règles du marché par les membres de celui-ci. Elle conclut une convention d'admission avec chacun des membres du marché. Aux termes de cette convention les membres s'engagent notamment à : respecter en permanence les règles du marché répondre à toute demande l'information de l'entreprise de marché...* ».

3 - MEADEL Juliette, Les marchés financiers et l'ordre public, op.cit, pp 373 – 374.

عقدية والعقد شريعة المتعاقدين، وعليه فإنّ القضاء المختص بحل نزاعات الشركة وأعضائها هو القضاء العادي.

ب - طبيعة القرارات الصادرة عن الشركة:

يجب التمييز بين نوعين من التصرفات الصادرة عن الشركة:

ب - 1 - قرارات تنظيمية: هي قرارات موجهة لتنظيم السوق بشكل عام، تسري على كل المتدخلين في السوق دون استثناء. تستنبط الشركة الحق في إصدار هذه القرارات من المادة الأولى من النظام رقم 03/97 التي سبق ذكرها، إذ سمحت اللجنة لهذه الشركة باتخاذ كل التدابير اللازمة للسير الحسن للسوق على شكل بلاغات أو مقررات.

تخص هذه القرارات إجراءات إدخال القيم المنقولة داخل البورصة، الإعلام الواجب نشره⁽¹⁾، قواعد سير حصص التداول داخل بورصة القيم⁽²⁾، قواعد المقاصة وتسوية العمليات داخل البورصة⁽³⁾، قواعد تعليق أو قطع حصص التداول والشطب من التسعيرة الرسمية للقيم المقيدة في البورصة⁽⁴⁾، قواعد تتعلق بتدخل الوسيط في عمليات البورصة في إطار عقد السيولة⁽⁵⁾ وأخيرا قواعد تحدد مصاريف التسجيل والإبقاء على التسجيل في التسعيرة الرسمية ومصاريف أخرى خاصة⁽⁶⁾.

يتوقف دخول هذه القرارات حيز التنفيذ على تصديق اللجنة عليها⁽⁷⁾، لأنها قرارات تتسم بالعمومية والشمولية في تنظيم سوق البورصة الذي هو تحت سلطة اللجنة. هذا الطابع العام يجعل من هذه القرارات قرارات انفرادية تصدرها الإدارة لتنظيم نشاطها شأنها شأن

1 - Décision de la SGBV N° 01/98 relatives aux procédures d'introduction de valeurs mobilières en bourse et de diffusion de l'information, modifiée et complétée par la décision N° 05/99.

2 - Décision N° 02/98 portant règles de gestion des séances de négociations à la bourse de valeurs, modifiée et complétée par la décision N° 06/99, puis par la décision N° 10/02.

3 - Décision N° 03/98 portant règles de compensation et règlement des transactions en bourse modifiée et complétée par la décision N° 07/99 puis par la décision N° 11/02.

4 - Décision N° 04/98 relatives aux suspension des négociations et de radiation de la cote de valeurs mobilières inscrites à la bourse.

5 - Décision N° 08/99 portant les conditions générales d'intervention des IOB dans le cadre d'un contrat de liquidité.

6 - Décision N° 09/99 fixant le montant des frais d'inscription et de maintien du titre à la cote et autres frais spécifique.

7 - تنص المادة الأولى فقرة 2 من النظام العام للبورصة رقم 3/97 على ما يلي: « تعرض المقررات للتصديق على لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ... ».

الإدارة التقليدية. أضف إلى ذلك أن إجراء التصديق يزيد من إضفاء صفة العمومية عليها. بما أن التصديق قرار انفرادي صادر من اللجنة، وبما أن الطعن ضد قرارات اللجنة يكون أمام القضاء الإداري، فإن الطعن ضد القرارات التنظيمية لشركة تسيير بورصة القيم لا يكون إلا بالطعن ضد قرار التصديق الصادر من اللجنة الذي يختص به القضاء الإداري مثلما هو الحال في فرنسا⁽¹⁾.

ب - 2 - قرارات فردية: هي القرارات التي تتخذها الشركة في مواجهة أحد المتدخلين في السوق، أو بشأن أحدا العمليات أو القيم المنقولة. منها قرار رفض تسجيل أو قيد أو إعادة تسجيل قيمة منقولة داخل البورصة، قرار شطب قيمة منقولة من التسعيرة الرسمية، قرار قطع حصة تداول أو تأجيل سنة خاصة، أو قرار رفض منح الترخيص لأحد الوسطاء بإجراء معاملات لحسابه الخاص أو لحساب ذويه.

تستمد الشركة حقها في إصدار مثل هذه القرارات من نظامها الداخلي والذي وافق عليه كل أعضائها، وبذلك تخضع القرارات الصادرة في مواجهتهم إلى قواعد القانون الخاص لوجود اتفاق مسبق على احترام النظام الداخلي للجنة. أما في مواجهة باقي المتدخلين من مصدري القيم المنقولة وهيئات التوظيف الجماعي للقيم وغيرها، فتستمد حقها في إصدار مثل هذه القرارات في مواجهتهم من الاتفاقية المبرمة معهم للاستفادة من خدمات الشركة، كما سبق الإشارة إلى ذلك آنفاً، والتي اعتبرت اتفاقية خاضعة للقانون الخاص وكيفناها على أنها من عقود الإذعان. يظهر جلياً من خلال هذا العرض أن القرارات الفردية التي تصدرها الشركة بصفقتها شخصاً من أشخاص القانون الخاص دون استعمال امتيازات السلطة العامة، لذلك فهي قرارات خاضعة للقانون الخاص بالتالي للقضاء العادي.

أصدرت محكمة التنازع الفرنسية قرار في هذا الصدد في قضية هازان وشركة فيبور Affaire de HAZAN et société GUIBOUR وكان منطوقه كما يلي: « بما أن شركة أورينكست باريس شركة تجارية تنتمي إلى القانون الخاص يجمعها بشركة فيبور عقد من القانون الخاص، وأن القرار محل الطعن حق تعويض تسعيرة المناداة بالتسعيرة الإلكترونية الذي اتخذته شركة السوق لحسابها الخاص بتطوير السوق هو قرار لم تستعمل فيه الشركة امتيازات السلطة العامة لتأدية خدمة عامة، وعليه فإن القضاء العادي هو المختص بالنظر

1 - « Les recours contre les règles Euronext ont lieu devant le juge administratif, car c'est la décision d'homologation prise par l'AMF qu'attaque le requérant ».

MEADEL Juliette, Les marchés financiers et l'ordre public, op.cit, p 357.

في هذه القضية»⁽¹⁾.

رابعاً - خضوع الشركة لنظام قانوني جديد هو النظام العام المهني **Ordre public professionnel**:

يستخلص مما سبق دراسته أن نشاط السوق المالية الذي يتسم بالتعقيد والتقنية أفرز مهاماً جديدة لاقتصاد الدولة. مما أدى إلى ضرورة تأطير هذه المهام وخلق الأجهزة المنفذة لها، وبما أن الإدارة التقليدية لا تستطيع أن تستوعب هذا النوع من النشاطات، فسحت المجال لأجهزة أخرى تمتاز بالتخصص في تأدية هذه المهام. مظهر جديد من مظاهر انسحاب الدولة، الذي أدى إلى الاستعانة بالخواص لسد الفراغ من جهة ولمواكبة التطورات العالمية من جهة ثانية، حتى انفرد الخواص بتسيير اقتصاد الدولة.

تسعى الإدارة الخاصة للاستجابة لمتطلبات السوق المالية، باستعمال كل ما أوتي لها من وسائل فهي تستعمل طائفة القانون الخاص عند الحاجة، وتستعين بالقانون العام وامتيازات السلطة العامة عند الحاجة. الأمر الذي خلق نوعاً جديداً من القواعد القانونية، قواعد مختلفة عن المفهوم التقليدي للقانون وتقسيماته إلى قانون عام وخاص.

تنوعت المفاهيم الجديدة التي صاحبت هذا التطور من إزالة التنظيم **Déréglementation** إلى الضبط الفردي **Auto regulation**، بمعنى أن الهيئات الحديثة لا تحتاج إلى القوانين والتنظيمات الموضوعة مسبقاً، إنما تنظم نفسها بنفسها وتخلق القواعد التي تناسبها وتساعد على أداء مهامها بصفقتها هيئة مهنية تتمتع بالتخصص في مجالها، فهي أدرى من غيرها كيف تنظم نشاطها.

سميت القواعد الجديدة التي تنظم النشاطات التي تحتاج إلى تخصص مهني بالنظام العام المهني **Ordre public professionnel** يضعها المهنيون، ومع ذلك تتمتع بالطابع الإلزامي وبالعمومية والتجريد كبقية القواعد القانونية.

1 - النص الأصلي لمنطوق القرار:

« Considérant que la société Euronext Paris anciennement société des bourse Françaises, entreprise de nature commerciale, est une personne morale de droit privé, qu'elle à été liée à la société EURL GUIBOR, membre du marché, par un contrat de droit privé, que les décisions litigieuses de remplacement de la cotation à la criée par un système de négociation par voie informatique, prises par les entreprises de marché, pour leur propre compte, afin d'assurer un meilleur développement du marché réglementé dans un contexte de l'utilisation des nouvelles technologies, ne procèdent pas de l'exercice de prérogatives de puissance publique conférées pour l'accomplissement d'une mission de service public, qu'il appartient donc à la juridiction judiciaire de connaître du litige ».

BONNEAU Thierry, Droit des marchés financiers, op.cit, p 485.

المطلب الثاني

المؤتمن المركزي على السندات

الجزائر للتسوية Algérie cleaning

استحدث المشرع الجزائري جهازا جديدا داخل السوق المالية سماه المؤتمن المركزي، بموجب الفصل الثاني من القانون رقم 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93. أوكلت مهمة تسوية العمليات المنجزة داخل البورصة، وضمان تسليم ودفع حقوق القيم المنقولة المتداولة. مهام كانت منوطة بشركة تسيير بورصة القيم المنقولة⁽¹⁾، التي كانت تسهر على تسوية العمليات بطريقة تقليدية، أي بجمع الوسطاء المتعاملين في حصة التداول للتأكيد على العمليات، ثم ضبط الحسابات الدائنة والمدينة فيما بينهم وتحويل ملكية السندات المباعة.

تطورت أنظمة التسوية في الأسواق المالية الدولية، ولم تعد تعتمد على الوسائل التقليدية، التي لا تحقق الأمان الذي يريجه المستثمر، نظرا للمخاطر التي قد يتعرض لها سواء ضياع أو إتلاف القيم المنقولة، أو عدم ملائمة أو إفلاس المشتري. مخاطر تصدّت لها الأنظمة الحديثة بإزالة الطابع المادي للأوراق المالية من جهة، وبتقديم ضمانات المتعاملين من جهة أخرى.

أراد المشرع الجزائري أن يواكب هذه التطورات بالاستعانة بالمختصين في هذا المجال، للتقليل من المخاطر التي يخشاها المستثمرين في السوق المالية. فوجود جهاز مختص وضامن لتسوية العمليات المنجزة داخل البورصة في أمان، عامل يدعم ثقة المستثمرين ويشجعهم على الاستثمار في هذه السوق.

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 التتقل من حساب إلى حساب آخر.
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- الترقيم القانوني للسندات.

1 - بموجب الفصل الخامس من النظام العام لبورصة القيم المنقولة رقم 03/97 السابق ذكره. لكن بمجرد إنشاء المؤتمن المركزي للسندات ألغيت أحكام المواد من 132 إلى 140 من هذا النظام بموجب المادة 62 من النظام رقم 01/03 المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، الجريدة الرسمية عدد 73، الصادر في 30 نوفمبر 2003.

- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق⁽¹⁾.

يهدف هذا النظام الجديد إلى الوصول إلى الحيازة المركزية للأوراق المالية وتحويل التعامل على الأوراق بدعائها المادية إلى قيود دفترية تسهل إجراءات البيع والشراء. مما ينتج عنه سرعة دوران الأوراق المالية في السوق، وزيادة معدل السيولة واستقطاب الاستثمارات الأجنبية⁽²⁾.

سخر المشرع للمؤتمن المركزي جميع الإمكانيات البشرية والمادية اللازمة، لتمكينه من أداء مهامه على أحسن وجه. إذ جعله يضم كل المتدخلين في السوق والمختصين الذين من شأنهم الإسهام في حسن أدائه لمهامه، وزوده بسلطات تجعله يتمتع بمركز قانوني غير مألوف (الفرع الأول)، ويؤدي مهام ذات طابع تقني تحتاج إلى التخصص (الفرع الثاني).

الفرع الأول

المركز القانوني غير المألوف للمؤتمن

يضطلع المؤتمن بمهام تقنية معقدة، لا تستطيع أية إدارة عادية وفقاً للمفهوم التقليدي للإدارة أدائها، لذلك نص المشرع على تأسيس هيئة خاصة تسند لها هذه المهام. تتمثل خصوصية هذه الهيئة، في طبيعتها القانونية المزدوجة والغامضة في الوقت نفسه، فالقانون جعلها وبنص صريح شخفاً من أشخاص القانون الخاص، لكن خضوعها لقواعد القانون الخاص ليس مطلقاً. يعود ذلك لعدة أسباب منها احتواء تشكيلته على أشخاص عامة، تتمتع بامتيازات السلطة العامة وأخرى خاصة، هذا ما خلق علاقات قانونية متشعبة ومن طبيعة مختلفة تظهر من خلال تأسيس المؤتمن (أولاً). من جهة أخرى فإنّ التصرفات الصادرة عن هذه الهيئات ليس دائماً من التصرفات التي يحكمها القانون الخاص. فهي تارة تصدر قرارات فردية خاصة، وتارة أخرى تصدر قرارات تنظيمية عامة ومجردة تتخذ صفة التنظيمات واللوائح. وأخيراً فإنّ خضوع هذه الهيئة لرقابة خارجية أمر يشكك في اعتبارها شخص من أشخاص القانون الخاص بالنظر إلى طبيعة علاقاتها بالغير (ثانياً).

أولاً - تأسيس المؤتمن:

يفترض في المؤتمن المركزي على السندات كونه شركة أسهم، أن يتأسس وفقاً

1 - المادة 19 مكرر 2 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم بموجب القانون رقم 04/03.

2 - هالة كمال محمد إسماعيل، الالتزام بالإيداع والقيد المركزي وفقاً لقانون 93 لسنة 2000، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2008، ص 241.

للإجراءات التي حددها القانون التجاري. يتمتع المؤسسون بحرية عقدية تامة، تترجم في اختيار إجراء التأسيس عن طريق اللجوء العلني للادخار أو بدونه ، واختيار الشركاء. يكون القانون الأساسي للشركة هو شريعته. لكن المؤتمر المركزي على السندات انفرد ببعض الخصوصيات منها:

أ - المؤتمر هيئة أم شركة: جاء نص المادة 19 مكرر 2 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم بموجب القانون رقم 04/03 كما يلي: « **تمارس وظائف المؤتمر المركزي على السندات من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم** ». إن كلمة "هيئة" في هذه المادة ليست في محلها لأنها تفتح الباب أمام تأويلات عدة. استعملت كلمة هيئة للدلالة على أجهزة القطاع العام، أما القطاع الخاص فهو يستعمل مصطلح الشركة مدنية كانت أو تجارية هيئة أراد المشرع أن يقحمها داخل القطاع الخاص بأن أصبغها بحلة تجارية في شكل شركة أسهم.

لم يأت هذا التردد في اختيار المصطلحات من العدم، بل هو دليل على رغبة الدولة في إشراك القطاع الخاص في الحياة الاقتصادية من جهة، مع احتفاظها بسلطة التدخل والإمساك بزمام الأمور، نظرا لأهمية وحيوية هذا النشاط صفة خاصة وقطاع السوق المالية بصفة عامة.

ب - المؤتمر شركة تأسست بموجب قانون: تتأسس الشركة تجارية كانت أو مدنية بموجب عقد أي اتفاق بين شخصين أو أكثر على المساهمة في نشاط مشترك مع تقسيم أرباحه وتحمل خسائره⁽¹⁾، أما المؤتمر فهو شركة تأسست بموجب نص قانوني هو المادة 19 مكرر 2 السابق ذكرها، وإن كان في تأسيسه يتبع بعض إجراءات تأسيس شركة الأسهم، من وضع قانون أساسي للشركة يوافق عليه كل المساهمين، إلا أنه يخضع لإجراءات خاصة لا تخضع لها باقي الشركات الخاصة منها موافقة وزير المالية على قانونه الأساسي، وكل التعديلات الواردة عليه، شأنه في ذلك شأن شركة تسيير بورصة القيم التي سبق شرحها.

ج - المؤتمر شركة أسهم تأسست بمساهمين حددهم القانون: يتفق الأعضاء المؤسسون لشركة المساهمة، على الإجراء المناسب لتأسيس شركتهم، بالاكتتاب الخاص دون اللجوء العلني للادخار إذا كانوا يرغبون في تحديد عدد وصفة المساهمين، أو باللجوء العلني

1 - تنص المادة 416 من التقنين المدني الجزائري على ما يلي:

« الشركة عقد بمقتضاه يلتزم شخصان طبيعيان أو اعتباريان أو أكثر على المساهمة في نشاط مشترك بتقديم حصة من عمل أو مال أو نقد، بهدف اقتسام الربح الذي قد ينتج أو تحقيق اقتصاد أو بلوغ هدف اقتصادي ذي منفعة مشتركة ».

للادخار إذا كانت صفة المساهمين ليست محل اعتبار وكان المشروع ضخما يحتاج إلى تمويل كبير لا يمكن الحصول عليه إلا بفتح رأسمال الشركة لاكتتاب الجمهور.

فصل القانون بشأن الإجراء الذي يتأسس به المؤتمر وهو إجراء الاكتتاب الخاص دون اللجوء العلني للادخار، لكنه لم يكتف بذلك فحسب إنما تولى حتى تحديد المساهمين فيه وهم كالتالي:

- البنك الخارجي الجزائري.
- القرض الشعبي الجزائري.
- البنك الوطني الجزائري.
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية.
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط/بنك.
- مجمع صيدال.
- مؤسسة تسيير الفندق الأوراسي.
- مؤسسة الرياض-سطيف⁽¹⁾.

أضافت الفقرة الثانية من المادة 19 مكرر 3 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم فئة ثانية من المساهمين وهم:

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- الشركات المصدرة للسندات.
- الوسطاء في عمليات البورصة.
- بنك الجزائر.
- الخزينة العمومية.

يعتبر هذان الأخيران مساهمين بقوة القانون.

يتأسس المؤتمر برأسمال اجتماعي يقدر بخمسة وستين (65) مليون دينار. يوزع على المساهمين وفقا لما حدده النظام رقم 03-05⁽²⁾، الذي جعل المساهمة الدنيا في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمر تقدر بمليون دينار (2.000.000 دج)⁽³⁾. في حالة قبول مساهم جديد يزداد الرأسمال الاجتماعي للمؤتمر المركزي على السندات بمقدار الحصة التي يقدمها هذا المساهم

1 - المادة 19 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم بموجب القانون رقم 04/03.

2 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 05/03 المؤرخ في 18 مارس 2003 يتعلق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمر المركزي على السندات، الجريدة الرسمية عدد 73، الصادر في 30 نوفمبر 2003.

3 - المادة رقم 2 من النظام رقم 05/03 المذكور أعلاه.

الجديد. وفي حالة انسحاب مساهم، يعاد شراء حصته في الأسهم الاجتماعي للمؤتمن المركزي من طرف المساهمين الآخرين⁽¹⁾.

يجب أن التوقف عند الفقرة الثانية من المادة 15 مكرر 3 المذكورة أعلاه التي تنص على الفئة الثانية من المساهمين بصيغة مستقلة ومخالفة للفئة الأولى من المساهمين، إذ جاء نصها كما يلي: « لا يفتح رأسمال شركة المؤتمن المركزي على السندات إلا » عبارة لا يفتح رأسمال الشركة تدل على زيادة رأسمال الشركة. في حالة زيادة رأسمالها، فإن الفئة الأولى من المساهمين لا يحق لهم الاكتتاب فيها، لأنه حق مقصور على الفئة الثانية التي وردت في الفقرة الثانية فحسب.

ثانيا - طبيعة علاقة المؤتمن بالمتدخلين في السوق:

يحتاج كل متدخل في السوق المالية سواء مستثمر أو إدارة، إلى خدمات المؤتمن المركزي على السندات، لأنه يضمن النهاية الجيدة للعمليات المنجزة فيه. أدى ذلك إلى خلق علاقات قانونية متشعبة، تربط المؤتمن بمختلف المتدخلين. تختلف طبيعة هذه العلاقات باختلاف طبيعة الشخص المتعامل معه، فمنها علاقات خاضعة للقانون الخاص وأخرى خاضعة للقانون العام.

أ - علاقات خاضعة للقانون الخاص:

تخضع هذه العلاقات للقواعد الخاصة في القانون التجاري أو القواعد العامة في القانون المدني في حالة غياب نص خاص في القانون التجاري.

أ - 1 - علاقة المؤتمن بالمساهمين، علاقة عقدية: يحكمها عقد تأسيس الشركة وهو قانونها الأساسي. تنشأ عن هذا العقد علاقة مديونية يكون فيها المؤتمن مدين لمساهميها، بمقدار مساهماتهم في الأسهم التأسيسية، ويكون المساهمون مدينون للمؤتمن بحصصهم في الأرباح التي يحققها هذا الأخير ، في غياب نص صريح خاص في النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، ينص على إمكانية توزيع الأرباح على المساهمين من عدمها وكيفية ذلك، تطبق عليها القواعد العامة للقانون التجاري التي تمنح صلاحية تقرير توزيع الأرباح وتقديرها للجمعية العامة للشركة⁽²⁾.

1 - المادة رقم 3 من النظام رقم 05/03 المذكور أعلاه.

2 - تنص المادة 723 من التقنين التجاري على ما يلي:

« تحدد الجمعية العامة بعد الموافقة على الحسابات والتحقق من وجود مبالغ قابلة للتوزيع، الحصة الممنوحة للشركاء تحت شكل أرباح، وكل ربح يوزع خلافا لهذه القواعد يعد ربحا صوريا ».

وتنص المادة 724 من التقنين نفسه على ما يلي:

أ - 2 - علاقة المؤتمن بالمنخرطين، علاقة عقدية: فتح المشرع مجال الانخراط في المؤتمن المركزي على السندات لكل من يمارس نشاطا له علاقة بالاستثمار في السوق المالية والأوراق المالية، إذ جاء نص المادة السادسة (06) من النظام العام للمؤتمن رقم 01/03 عاما وشاملا، فنصت على ما يلي:

« يمكن أن ينخرط في المؤتمن المركزي:

- البنوك والمؤسسات المالية

- الوسطاء في عمليات البورصة (و.ع.ب).

- المتخصصون في قيم الخزينة العامة (م.ت.خ) المرخص لهم بممارسة النشاطات المتعلقة بتنفيذ الأوامر لحساب الغير وبالتداول لحسابهم الخاص، وبالتوظيف وبالاكتتاب في مجموع السندات المصدرة وبمسك الحسابات وبالمقاصة وبحفظ السندات أو إدارتها.

- الأشخاص المعنويون المصدرون لسندات مقبولة في عمليات المؤتمن المركزي.

- المؤتمنون المركزيون الأجانب على السندات.

كما يمكن الانخراط لكل المؤسسات الأخرى الجزائرية أو الأجنبية التي تشبه نشاطاتها النشاطات التي تمارسها المؤسسات المذكورة أعلاه.»

يُلاحظ من خلال سرد الأشخاص الذين يمكنهم الانخراط في المؤتمن أن الانخراط مقتصر على الأشخاص المعنوية دون الأشخاص الطبيعية، حتى فئة المتخصصون في قيم الخزينة هم أشخاص معنوية بمفهوم المادة 15 من القرار المؤرخ في 21 يناير 1998 المتضمن تأطير سوق قيم الخزينة⁽¹⁾، ليكون المشرع بذلك قد وحد هذا الشرط بين الوسطاء في عمليات البورصة الذي منع الأشخاص الطبيعية من مزاوله هذا النشاط بعد أن سمح لهم بذلك، وبين المنخرطين في المؤتمن، خاصة وأن ماسكي الحسابات داخل المؤتمن هم - كما سيأتي لاحقا -

= «إنّ كفاءات دفع الأرباح المصادق عليها من طرف الجمعية العامة تحددها هذه الجمعية أو عند عدمها، مجلس الإدارة أو القائمون بالإدارة حسب الأحوال. غير أن دفع الأرباح يجب أن يقع في أجل أقصاه تسعة أشهر عد إقفال السنة المالية، ويسوغ هذا الأجل بقرار قضائي.»

1 - القرار الصادر عن وزير المالية المؤرخ في 21 يناير 1998، المتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، الجريدة الرسمية عدد 15، الصادر في 18 مارس 1998 المعدل والمتمم بالقرار المؤرخ في 22 يوليو 2001.

تنص المادة 15 منه على ما يلي: « لا يرخص بتوظيف ولأو تداول قيم الخزينة إلا للبنوك والمؤسسات المالية، ولتعاضديات وشركات التأمينات الاقتصادية وصناديق التأمينات الاجتماعية والتقاعد والوسطاء في عمليات البورصة.»

وسطاء في عمليات البورصة، يعود ذلك لسبب بسيط ومعقول هو عدم قدرة الذمة المالية لشخص طبيعي على مواجهة مثل هذه النشاطات التي تحتاج إلى ملاءة وسيولة، وإلى مواجهة مخاطرها، على خلاف المشرع المصري الذي سمح للأشخاص الطبيعية أن يكونوا أعضاء في شركة الإيداع المركزي، وذلك تطبيقاً لنص المادة 18 من لائحته التنفيذية لقانون الإيداع المركزي⁽¹⁾. يختلف المنخرط عن المساهم في أن المساهم يمتلك جزءاً من رأسمال المؤتمن في حين أن المنخرط هو عضو تستعين به الشركة لتنفيذ عملياته باسم ولحساب زبائنها، يتلقى مقابل ذلك عمولة من زبائنه في حين سمح المشرع المصري للمنخرطين الذين ساهم بالأعضاء بامتلاك جزء من رأسمال الشركة على أن لا تتجاوز مجموع حصص الأعضاء مجتمعة خمسة بالمائة (5%) من رأسمال الشركة⁽²⁾.

يكون قبول منخرط ما في المؤتمن المركزي على السندات موضوع اتفاقية انخراط تربطه بالمؤتمن المركزي، وتحدد هذه الاتفاقية على الخصوص واجبات ومسؤوليات كل من المؤتمن المركزي والمنخرط، وكذا تعريفات الخدمات وكيفية التسديد⁽³⁾.

تعتبر العلاقة التي تربط المؤتمن بالمنخرط علاقة عقدية من القانون الخاص يحكمها الاتفاق الذي يبرم بين الطرفين وفقاً للمادة الثالثة من النظام العام للمؤتمن، لكن ليصل المنخرط إلى مرحلة إبرام اتفاقية الانخراط يجب أن يودع لدى المؤتمن ملف يطلب فيه الانخراط يتضمن ما يلي:

- طلب قبول الانخراط.
- أسماء الأشخاص المؤهلين للتعامل مع المؤتمن المركزي.
- نسخة محينة من القانون الأساسي.

يحدد المؤتمن محتوى الملف والبيانات الضرورية لقبول المنخرط⁽⁴⁾، ويتخذ قرار انخراط عضو ما، ويبلغه إلى صاحب الطلب في غضون الشهرين الذين يليان تاريخ استلام مجموع

1 - إن المادة 18 من اللائحة التنفيذية جاءت مخالفة لقانون الإيداع المركزي رقم 2000/93 لاسيما المادة 19 منه، التي حددت الأشخاص الأعضاء في شركة الإيداع وكلهم أشخاص معنوية، علماً أن هذه اللائحة التنفيذية جاءت كنص تطبيقي لقانون الإيداع المركزي إذ بها تخالفه.

أشرف الضبع، النظام القانوني لتسوية عمليات البورصة، مرجع سابق، ص 365، 366.

2 - هذا ما نصت عليه المادة 37 من القانون المصري رقم 2000/93 المتعلق بالإيداع المركزي والمادة 55 من اللائحة التنفيذية له.

هالة كمال محمد إسماعيل، الالتزام بالإيداع والقيد المركزي، مرجع سابق، ص 321.

3 - المادة 3 من النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات رقم 01/03، السابق ذكره.

4 - المادة 7 من النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات رقم 01/03، السابق ذكره.

المستندات المكونة للملف⁽¹⁾. لم يتضمن هذا النظام نصا على حق الطالب في الطعن في حالة صدور قرار برفض طلبه. نظرا لعدم وجود نص خاص، يجب تطبيق القواعد العامة التي تكفل حق التقاضي لكل فرد.

يجب التأكيد على أن السلطة التقديرية التي يتمتع بها المؤتمن في اتخاذ قرار قبول الانخراط أو رفضه وذلك بكل استقلالية ودون تدخل أية سلطة أخرى، فإذا قورن المؤتمن بنظيره المصري وهي شركة الإيداع المركزي يُلاحظ أنها لا تتمتع بالاستقلالية نفسها. يظهر ذلك في نقاط عدة منها، أن طلب الانخراط لا يودع لدى الشركة إلا بعد الحصول على ترخيص بمزاولة النشاط من طرف سلطة أخرى، وهي إما الهيئة العامة للسوق المالية - نظيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة - إذا كان الطالب من المؤسسات المعتمدة من قبل هذه الأخيرة، أو الحصول على ترخيص من قبل بنك مصر إذا كان طالب الانخراط من البنوك والمؤسسات المالية أو مؤسسات القرض المعتمدة من قبل هذا الأخير.

إذا حصل طالب الانخراط على الترخيص، فليس لشركة القيد المركزي رفض طلب الانخراط، إنما يقتصر دورها فقط على دراسة الملف الإداري والتحقق من استيفاءه لجميع الشروط ووجود كل الوثائق المطلوبة، والدليل على ذلك أن المشرع المصري منح لها أجلا قصيرا لإجابة الطالب وهو أسبوعين من تاريخ إيداع الطلب⁽²⁾.

عزز المشرع المصري تبعية شركة الإيداع المركزي لهيئة سوق المال بمنح الهيئة صلاحية النظر في التظلمات ضد قرار شركة الإيداع برفض طلب الانخراط⁽³⁾، شأنه شأن التظلم الإداري التقليدي الذي يرفع إلى السلطة الرئاسية ضد قرارات الإدارات التابعة لها. يدل ذلك على أن هيئة سوق المال المصرية تمارس سلطة رئاسية على شركة الإيداع المركزي، التي تعتبر وفقا لهذا المفهوم مجرد جهاز تابع لها. لم تنص على ذلك اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع المركزي لكن حسب رأينا، إذا أيدت هيئة سوق المال قرار رفض الانخراط الذي أصدرته شركة الإيداع، حينها يمكن لطالب رفع طعن قضائي، يكون هذه المرة ضد قرار هيئة سوق المال، فيرفع أمام القضاء الإداري وليس التجاري.

1 - المادة 8 من النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات السابق ذكره.

2 - المادة 16 من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيد المركزي الصادر بقرار مدير التجارة الخارجية رقم 906 لسنة 2001 بتاريخ 2001/11/26. أشرف الضبع، النظام القانوني لتسوية عمليات البورصة، مرجع سابق، ص 368.

3 - هالة كمال محمد إسماعيل، الالتزام بالإيداع والقيد المركزي، مرجع سابق، ص 328.

يستخلص من هذه المقارنة، أن المؤتمر المركزي يتمتع بنوع من الاستقلالية إزاء اللجنة - وإن كانت التبعية ستظهر في مواضع أخرى تُدرس لاحقاً - فهو يتصرف مع طالب الانخراط بصفة شخص من أشخاص القانون الخاص يتعامل بصفته تاجر يخضع للقانون التجاري. وعليه فإنّ الطعن ضد قراره برفض الانخراط سيكون أمام القضاء العادي في قسمه التجاري.

يحدث أن لا يستمر المنخرط في ممارسة نشاطه لشطبه من المؤتمر المركزي على السندات، وذلك في الحالات التالية:

- بناءً على طلبه، إما أن يتخلّى عن النشاطات التي انخرط من أجلها في المؤتمر، وإما باعتباره ماسك حسابات - حافظ، فيقرر توكيل ماسك حسابات - حافظ آخر - للقيام بكل المهام المتصلة بنشاط الحفظ أو جزء من هذه المهام، وإما باعتباره مصدراً، فالقيم التي أصدرها قد تم شطبها من المؤتمر.

- أو بموجب عريضة من كل سلطة منحت الاعتماد، عندما يصبح المنخرط غير مستوفٍ لشروط التأهيل المطلوبة لممارسة نشاطاته⁽¹⁾. فإذا كان المنخرط بنكاً أو مؤسسة مالية حصل على اعتماد لممارسة النشاط المصرفي من طرف مجلس النقد والقرض، ثم سحب منه هذا الاعتماد لعدم استيفائه لشروط ممارسة هذا النشاط أو لارتكابه لمخالفة جسيمة للنصوص القانونية والتنظيمية للقطاع المصرفي، فإنّ مجلس النقد والقرض يرسل المؤتمر المركزي على السندات يخطر بالواقعة لياشر المؤتمر في إجراءات الشطب. الشيء نفسه إذا كان المنخرط وسيط في عمليات البورصة أو هيئة للتوظيف الجماعي أو غيرها من الأجهزة التي تحصل على اعتماد لممارسة نشاط البورصة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، فإنّ سحبها للاعتماد يؤدي التي شطب الانخراط بعد إخطار المؤتمر بذلك.

يجب البحث في مدى قدرة المؤتمر المركزي على اتخاذ قرار الشطب من تلقاء نفسه؟ فحسب المادة 9 من النظام العام للمؤتمر المذكورة أعلاه توجد حالتان لا ثالث لهما لشطب المنخرط، وهي إما بطلب المنخرط ذاته أو بطلب الهيئة المانحة للاعتماد. هذا يعني أن المؤتمر لا يمكن إصدار قرار فردي بشطب المنخرط كعقوبة لإخلال هذا الأخير بالتزاماته تجاه المؤتمر أو بإحدى قواعد وأخلاقيات المهنة التي يحددها المؤتمر في نظامه الداخلي، أمر من شأنه أن يقلل من استقلالية المؤتمر ويجعله مرة أخرى في حالة تبعية للجنة التي تتمتع بهذا الحق.

1 - المادة 9 من النظام العام للمؤتمر المركزي على السندات رقم 01/03، السابق ذكره.

يختلف المشرع المصري عن نظيره الجزائري في هذه النقطة، بحيث أن القانون المصري سمح لمجلس إدارة شركة الإيداع المركزي وقف العضوية إذا خالف العضو (المنخرط) قواعد ونظم العمل المتبعة لدى الشركة أو أضر بحقوق المساهمين، وعلى الأخص تقديم بيانات غير صحيحة مع علمه بذلك، أو عدم التزام بإخطار الشركة بالبيانات الأساسية لعمليات التداول التي تتم على أوراق مالية مودعة لديها وغير مقيدة بالبورصة، أو عدم سداد العضو مقابل الخدمات التي تقدمها له الشركة في المواعيد المحددة لها أو عدم السماح للموفدين من قبل الشركة بالإطلاع على دفاتر وسجلات العضو والتحقق من سلامتها، أو إحداث تغيير في أرصدة عملاء العضو بدون الحصول على أوامر منهم، كذلك حالة إتاحة بيانات العملاء بدون إذن كتابي من صاحب الشأن.

إذا تبين للشركة مخالفة العضو لأول مرة وإخلاله بقواعد ونظم العمل المتبعة لديها، تقوم بإخطاره بالمخالفة وذلك في اليوم التالي لعلمها بها لإزالة المخالفة خلال المدة التي تحددها الشركة، تقوم الشركة في حال إزالة العضو أسباب المخالفة المنسوبة إليه بالتنبيه عليه كتابيا لعدم التكرار، على أن تتناسب مدة الوقف مع جسامته المخالفة المنسوبة للعضو وألا تزيد في أي حال من الأحوال عن ثلاثين يوما يصدر قرار الوقف من مجلس إدارة الشركة بالأغلبية المطلقة للأعضاء الحاضرين، تحدد فيه الإجراءات المتبعة خلال مدة الوقف، ويجوز لمجلس الإدارة وقف العضوية لمدة ثلاثين يوما أخرى في حالة تكرار المخالفة خلال السنة الواحدة.

توجد حالة أخرى ينسحب المنخرط من المؤتمر بإرادته، لكنه يعطي توكيلا إلى ماسك حسابات حافظ آخر للقيام بكل أو جزء من المهام المتصلة بنشاط الحفظ، فعليه أن يعلم المؤتمر بذلك برسالة موصى عليها مع وصل استلام في أقصر الآجال⁽¹⁾.

يقوم المؤتمر في حالة إنهاء نشاط المنخرط بإقفال حساباته الجارية بمجرد أن تصل هذه الحسابات إلى درجة الرصيد اللاغي (لا قيمة له)⁽²⁾، ما عدا حالة توكيل ماسك حسابات آخر، يحتفظ فيها المؤتمر بالحساب الأول الذي كان يسيره الموكل، مع الإشارة إلى أن المستعمل الجديد هو الوكيل النائب وليس الأصل.

يحصل المؤتمر لقاء قبوله انخراط أي عضو فيه، حقوقا يسددها المنخرط سنويا للإبقاء على عضويته، كما يحصل عمولات لقاء فتح وتسيير الحسابات الجارية للمنخرطين، وذلك كما يلي:

1 - المادة 10 من النظام العام للمؤتمر المركزي على السندات رقم 01/03، السابق ذكره.

2 - المادة 11 من النظام العام للمؤتمر المركزي على السندات رقم 01/03، السابق ذكره.

- عمولة تسيير، تعد على أساس عدد وقيمة السندات الموجودة في الحسابات التي فتحها المؤتمن المركزي باسم المنخرطين لديه.

- عمولة الحركة، يتم تحصيلها على كل كتابة محاسبية في الحساب الدائن أو المدين، تقيد حساب المنخرط⁽¹⁾.

يقرر المؤتمن المركزي جدول حقوق الانخراط وعمولة التسيير وعمولة الحركة، والعمولات النوعية وكذا كفاءات تحصيلها ودوريتها⁽²⁾.

تمتع المؤتمن بسلطة تحديد العمولات بصفة انفرادية يدل مرة أخرى على أن العقد الذي يربطه بالمنخرطين ما هو إلا عقد إذعان، يحدد فيه المؤتمن كل الشروط وما على الطرف الثاني إلا الإذعان له، وربما استعمال المشرع لمصطلح "المنخرط" لخير دليل على ذلك، نرى من جهتنا أنه أصاب في اختيار هذا المصطلح أسوة بنظيره الفرنسي "L'haderant" عكس المشرع المصري الذي استعمل تسمية عضو.

أ - 3 - علاقة المؤتمن بالكيانات المكونة للأسواق الأجنبية: يقصد بعبارة الكيانات للمكونة للأسواق، كل من سلطات الضبط أو ما يقابلها، شركة إدارة السوق أو ما يقابلها، غرفة المقاصة، المؤتمنين المركزيين أو ما يقابلهم وكل هيكل آخر وجد له نظير في الجزائر أو لم يوجد. يرتبط المؤتمن بكل هؤلاء عن طريق اتفاقيات تحدد فيها القواعد الخاصة التي تحكم العلاقات وحقوق وواجبات كل طرف⁽³⁾.

تعتبر هذه العلاقة علاقة عقدية دولية لوجود طرف أجنبي فيها يحكمها الاتفاق، وفي حالة اختلاف الأطراف، ووجود نقص في اتفاقية أو غموض فيها نطبق قواعد التنازع لإيجاد القانون الواجب التطبيق على الأطراف.

ب - علاقات خاضعة للقانون العام:

يرتبط المؤتمن بعلاقات قانونية مختلفة عن سابقتها، إذ لا يحكمها العقد إنما يحكمها القانون. نظراً لخصوصية أطراف هذه العلاقة، يجب البحث في طبيعة القانون الذي يحكمها.

ب - 1 - علاقة المؤتمن بالخزينة العمومية: الخزينة العمومية شخص من أشخاص القانون العام. وهي مظهر من مظاهر الإدارة التقليدية بامتياز، في تصرفاتها وفي علاقات مع

1 - المواد 58، 59 من النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات رقم 01/03، السابق ذكره.

2 - المادة 61 من النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات رقم 01/03، السابق ذكره.

3 - المادة 04 من النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات رقم 01/03، السابق ذكره.

الغير، كونها تستعين دائما بامتيازات السلطة العامة. الأمر الذي يجعل كل التصرفات التي تبرمها تصرفات إدارية خاضعة للقانون العام، وتخضع في نزاعاتها للقضاء الإداري. يرتبط المؤتمر بالخزينة العمومية ارتباطا يختلف عن بقية المساهمين، مع أن الخزينة مساهمة من بين مساهمي المؤتمر. إلا أنها مساهمة بقوة القانون، بمعنى أن القانون هو من يفرض وجودها على المؤتمر، هكذا جاء نص المادة 19 مكرر 3 فقرة 2: « ... تعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في الشركة بحكم القانون ويستطيعان ممارسة هذا الحق بناء على طلبها ... ». بما أن مساهمتها في المؤتمر مصدرها القانون، يترتب على ذلك أن تكون علاقة الخزينة بالمؤتمر علاقة تنظيمية من القانون العام.

ب - 2 - علاقة المؤتمر ببنك الجزائر: اعتبرته المادة 19 مكرر 3 مساهما بقوة القانون مثله مثل الخزينة العمومية، مما يجعل من علاقته بالمؤتمر علاقة تنظيمية تخضع للقانون العام، مع أن بنك الجزائر يعتبر في علاقته مع الغير تاجرا، أي خاضع للقانون الخاص عكس الخزينة العمومية. إذن كيف تخضع علاقة شخصين من أشخاص القانون الخاص إلى القانون العام؟ الإجابة بسيطة تكمن في طبيعة تدخل بنك الجزائر. هذا الأخير بنك ذو طاقيتين: أولاها؛ يستعملها عندما يتعامل بصفته بنكا كغيره من البنوك الخاصة أو العامة الخاضعة للقانون التجاري، أما ثانيها؛ يستعملها عندما يتعامل بصفته بنكا للبنوك يحدد السياسة النقدية والسياسة العامة للبنوك بصفة عامة، حينها لا يتصرف بصفته تاجرا، إنما يستعين بامتيازات السلطة العامة وكأنه مرفقا عاما، فتخضع هذه التصرفات للقانون الإداري والطعن ضدها يكون أمام القضاء الإداري.

تساهم في تشكيلة المؤتمر المركزي على السندات بنوك أخرى غير بنك الجزائر، كما سبق الإشارة إليهم في المادة 19 مكرر 3 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم بالقانون رقم 04/03، لكن هذه البنوك لا تستطيع أن تؤدي المهام التي يؤديها بنك الجزائر. فهو من يتولى التسديد النقدي لكل العمليات المنجزة في السوق والتي يسويها المؤتمر المركزي⁽¹⁾، وذلك لأنه هو البنك الوحيد الذي يملك مركزية الدفع. يعمل المؤتمر على تقيد كل العمليات المنجزة ضمن دفاتر الحسابات، في حسابات جارية بسندات وفي حسابات جارية نقدا في بنك الجزائر، كي يوزع قائمة العمليات المعالجة على كل المعنيين وعلى بنك الجزائر، خاصة العمليات المتعلقة بتدخلات السياسة النقدية التي يحددها هذا الأخير⁽²⁾.

1 - تنص المادة 36 من النظام العام للمؤتمر المركزي على السندات رقم 01/03، على ما يلي: « يقوم بنك الجزائر بالتسديد النقدي ».

2 - المادة 48 من النظام العام للمؤتمر المركزي على السندات رقم 01/03، السابق ذكره.

يلتزم المؤتمن تجاه بنك الجزائر، بإعلامه بكل العمليات، فعلى إثر كل طور ينجزه النظام الفرعي لحل العمليات، يجب أن يبلغ المؤتمن بنك الجزائر بوضعية السيولة النقدية للمشاركين عن طريق كشوفات، كي يتم قيدها في دفاتر حسابات بنك الجزائر بصفة متلازمة مع إنجاز العملية، لتحسين الوضعية المالية للمتعاملين. كما يبلغه بحركات النقود المطابقة في حسابات التسوية للمشاركين، وهي الحسابات التي يديرها بنك الجزائر.

يظهر جليا أهمية الدور الذي يؤديه بنك الجزائر وإسهامه في تسوية العمليات من قبل المؤتمن المركزي على السندات، دور يؤديه بصفته سلطة عامة أو على الأقل باستعماله امتيازات السلطة العامة وليس بصفته تاجرا خاضعا للقانون الخاص. وعليه فإننا نرى أن علاقة هاذين الطرفين علاقة إدارية محضة يحكمها القانون العام وليس القانون الخاص مع أن نص الفقرة الثانية من المادة 36 من النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات رقم 01/03 التي تنص على ما يلي: « ... تكون مشاركة بنك الجزائر في نظام التسوية والتسليم محل اتفاقية مع المؤتمن المركزي » تحدد هذه الاتفاقية كليات تدخل بنك الجزائر في أنظمة التسوية والتزامات كل من المؤتمن وبنك الجزائر وذلك بغرض تحديد المسؤوليات تجاه المستثمرين والمتعاملين في السوق. يمكننا اعتبار هذه الاتفاقية عقد من عقود الإذعان الإدارية. التي يملئ فيها بنك الجزائر شروطه على المؤتمن باعتباره بنكا للبنوك صاحب السياسة النقدية في الدولة، متمتعا بامتيازات السلطة العامة.

ثالثا - خضوع المؤتمن لرقابة خارجية:

ينطبق على المؤتمن ما سبق قوله بصدد دراسة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، فبصفته شركة تجارية يجب أن يخضع لرقابة داخلية هي رقابة مجلس المراقبة. لكن ولكون المؤتمن يمارس نشاطاً حساساً ومهماً للاقتصاد الوطني، أخضعه المشرع لرقابة فوق رقابته الذاتية الداخلية، هي رقابة سلطة الضبط وهي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ورقابة الوزير المختص بالقطاع وهو وزير المالية. ذلك كله لتفادي إفلات القطاع من يد الحكومة من جهة، ولتفادي الأزمات المالية التي ما انفكت تعصف بالأسواق المالية من جهة أخرى. كما يخضع المؤتمن لرقابة ثالثة، يخضع لها كل هيكل قانوني ذو شخصية قانونية في الدولة هي الرقابة القضائية.

أ - تبعية المؤتمن للجنة وخضوعه لرقابتها:

باعتبارها سلطة ضبط السوق المالية والسلطة العليا فيها، تبسط اللجنة رقابتها على كل المتدخلين في السوق من أجهزة ومستثمرين. فرغم أن المؤتمن شركة تجارية تتمتع بذمة مالية

مستقلة وشخصية معنوية، ويملك أجهزة خاصة به تتولى مراقبة نشاطه، ومع ذلك تفرض على المؤتمن نوعان من الرقابة هما رقابة قبلية سابقة ورقابة بعدية لاحقة.

- أ - 1 - رقابة سابقة: تبدأ رقابة اللجنة على المؤتمن قبل تأسيسه، إذ تراقب ما يلي:
- تطلع على قانونيه الأساسي وتبدي رأيها فيه وفي المدير العام والمديرين الرئيسيين الذين يعترزم المؤتمن تعيينهم⁽¹⁾. وإن كان الرأي بطبيعته غير إلزامي، لكنه يكون مؤثرا وبالغ الأهمية، إذ يستعين به وزير المالية لإبداء موافقته على التأسيس.
 - تراقب اللجنة النظام الداخلي الذي يعده المؤتمن، يدرج فيه قواعد الأخلاقيات المطبقة على الأشخاص الموضوعين تحت مسؤوليته أو العاملين لحسابه. تظهر رقابة اللجنة في التأشير المسبقة، التي يجب أن تصدرها بشأن النظام الداخلي أو تعديلاته قبل نشر النظام أو التعديلات⁽²⁾. يسمح هذا الإجراء للجنة مراقبة مدى مطابقة هذا النظام الداخلي للقواعد التشريعية والتنظيمية المنظمة للسوق المالية.
 - اعتماد ماسكي الحسابات قبل انخراطهم في المؤتمن. لا تسمح اللجنة لأي شخص التدخل في السوق دون الحصول على اعتماد منها. الهدف من ذلك هو التحقق من مدى توافر شروط ممارسة النشاط المطلوب من طرف الطالب⁽³⁾، وذلك حماية للسوق وللمستثمرين فيها على حد سواء، بصفتها الضابطة للسوق. للجنة أن تعتمد من أجل ممارسة نشاط مسك الحسابات حفظ السندات، البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة.
 - لا يستطيع المؤتمن تقرير قبول طلب أي مساهم جديد في رأسماله إلا بعد عرض الطلب

- 1 - المادة 19 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم بموجب القانون رقم 04/03 السابق ذكره.
 - 2 - نصت على ذلك المادة 5 من النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات رقم 01/03، كما يلي: «بعد المؤتمن المركزي نظاما داخليا يدرج قواعد الأخلاقيات المطبقة على الأشخاص الموضوعين تحت مسؤوليته أو العاملين لحسابه. يخضع وضع النظام الداخلي وتعديلاته* إلى التأشير المسبقة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها».
 - 3 - تضمن المواد 7 و 8 من النظام رقم 02-03 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات ما تدرسه اللجنة عند دراسة ملف اعتماد ماسك الحسابات وحفظ السندات، وجاء نصهما على التوالي كما يلي:
- المادة 7: «تبت اللجنة في طلب الملتزم بالأخذ بعين الاعتبار على الخصوص تنظيمه ووسائله التقنية والمالية وكفاءة المديرين ونزاهتهم وتفصل اللجنة في أجل شهرين (2) بعد إيداع الملف. ويعلق هذا الأجل إلى غاية استلام العناصر التكميلية الضرورية لدراسة الملف ينبغي أن يبرر رفض التأهيل ويبلغ إلى المعني بالأمر».
- المادة 8: «تمثل الوسائل والإجراءات التي يجب أن تتوفر لدى ماسك الحسابات -الحافظ. وتشمل هذه الوسائل والإجراءات على الخصوص المواد البشرية والمعلوماتية، والمحاسبية وترتيبات حماية الزبائن وترتيب المراقبة الداخلية».

على اللجنة، التي تبدي موافقتها عليه، وكلما ما يمكن للمؤتمن القيام به هو اقتراح هذا المساهم على اللجنة⁽¹⁾. يعتبر قرار الموافقة الصادر عن اللجنة مجرد إجراء إداري يعتمد على الدراسة التي أنجزها المؤتمن، الذي ما كان ليقدم اقتراحه للجنة بالموافقة على المساهم لو لم يوافق عليه هذا الأخير.

أ - 2 - رقابة لاحقة: تنص المادة 19 مكرر 4 على ما يلي « تمارس أنشطة المؤتمن المركزي على السندات المذكورة في المادة 19 مكرر 2 أعلاه تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ». لم يحدد المشرع ولا اللجنة كيفية تطبيق هذه المادة وكيفية ممارسة هذه الرقابة، عكس شركة تسيير القيم التي تمارس اللجنة مثل هذه الرقابة عن طريق مراقب يحضر محضر التداول لحساب اللجنة. أو عن طريق أسلوب التفتيش وتقديم التقارير كما فعله المشرع المصري⁽²⁾. تكفي المادة 19 مكرر 4 المذكورة أعلاه للجزم بعدم استقلالية المؤتمن ككيان تجاري مستقل والحكم بتبعيته للجنة تبعية شبه مطلقة نظرا لصلاحيات اللجنة في رقابة المؤتمن على مختلف المراحل، قبل نشأته وأثناء ممارسته لنشاطه.

ب - خضوع المؤتمن لرقابة وزير المالية:

يجد المؤتمن المركزي مصدر نشأته في القانون، ويخضع تأسيسه لموافقة وزير المالية، مما يجعل المؤتمن لا يشترك مع الشركات التجارية إلا في تسميتها.

منحت للوزير صلاحيات التدخل في تأسيس المؤتمن بموجب المادة 19 مكرر 2 التي تنص على ما يلي: « 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 ».

بناء على تقرير محلل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وبصفة احتياطية، يمكن الوزير المكلف بالمالية، عزل المدير العام للمؤتمن المركزي على السندات أو المسيرين الرئيسيين واستخلافهم في انتظار تعيين مدير عام جديد أو مسيرين جدد من طرف مجلس الإدارة ».

1 - تنص المادة 19 مكرر فقرة 3 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم بالقانون رقم 04/03 السابق ذكره، كما يلي:

« يخضع كل طلب جديد للمساهمة في رأسمال المؤتمن المركزي على السندات إلى موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بناءً على اقتراح من مجلس إدارة المؤتمن المركزي على السندات ».

2 - هالة كمال محمد إسماعيل، الالتزام بالإيداع والقيود المركزي، مرجع سابق، ص 328.

يعتبر وضع القانون الأساسي في شركات المساهمة من اختصاص الجمعية العامة التأسيسية، المشكلة من أعضاء المؤسسة دون تدخل أي طرف أجنبي عنهم. فيترجمون رغبتهم في إنشاء الشركة وموضوعها ونشاطها في قانون أساسي، سيكون بمثابة قانون على المؤتمنين وباقي الشركاء اللاحقين. تدخل وزير المالية للموافقة على القانون الأساسي ما هو إلا رغبة للحكومة في وضع يدها على هذه الشركة لكونها تمارس نشاطا حساسا، قرار موافقة الوزير على القانون الأساسي للمؤتمن قرارا إداريا بلا شك، لكن يبقى التساؤل عن قيمته القانونية⁽¹⁾.

فهل المؤتمن يتأسس بموجب قانونه الأساسي أو بموجب قرار الوزير المتضمن الموافقة على القانون الأساسي؟ للإجابة على هذا السؤال يكفي القول أن القانون الأساسي للمؤتمن بدون موافقة الوزير عليه يبقى دون أثر قانوني، إذ لا يمكن للمؤتمن ممارسة نشاطه، فاللجنة كما سبق ذكره تراقب النشاط الذي يمارسه المؤتمن، وهذه الرقابة تسمح لها بمنعه من أداء أي نشاط قبل الحصول على موافقة الوزير على القانون الأساسي.

يملك وزير المالية صفة أخرى للتدخل في المؤتمن وهي تعيين وعزل المدير العام والمسيرين الرئيسيين. تمتع الوزير بهذا الحق دليل على تبعية المؤتمن لوزارة المالية الممثلة في

1 - ألزم المشرع المصري شركة الإيداع والقيّد المركزي بأن تقدم لهيئة سوق المال التقارير والقوائم المالية التي تلتزم بتقديمها الشركات التي تطرح أوراقا مالية في اكتتاب عام عملا بأحكام قانون سوق المال، بالإضافة إلى ما تطلبه الهيئة من التقارير الآتية:

- تقرير يومي عن عمليات تداول الأوراق المالية التي تتم تسويتها.
 - تقرير شهري عن نشاط صندوق ضمان التسويات .
 - تقرير ربع سنوي يتضمن كمية الأوراق المالية التي تحد إيداعها لدى الشركة.
 - تقرير ربع سنوي عن صرف أرباح الأوراق المالية التي تحد إيداعها لدى الشركة.
- أما عن أسلوب التفتيش وقد نصت المواد 12 و 13 من قانون سوق المال المصري والمادة 45 من قانون الإيداع المركزي على حق هيئة سوق المال من إجراء تفتيش دوري مرة على الأقل سنويا على كل الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بصفة عامة وعلى شركة الإيداع والقيّد المركزي بصفة خاصة كما تقوم بإجراء تفتيش غير دوري متى وجدت الأسباب الداعية إلى ذلك. يمارس التفتيش من قبل لجنة تعينها هيئة سوق المال لهذا الغرض التي تقرر تقريراً للهيئة بنتيجة التفتيش.
- بناء على تقرير لجنة التفتيش يمكن لهيئة سوق المال أن تصدر إحدى القرارات التالية:
- توجيه التنبيه إلى الشركة.
 - منع الشركة من مزاوله كل أو بعض أنشطتها المرخص لها بمزاولةها.
 - تعيين عضو مراقب بمجلس إدارة الشركة.
 - حل مجلس إدارة الشركة وتعين مفوض لإدارة الشركة مؤقتا لحين تعيين مجلس إدارة جديد.
 - أشرف الضبع، النظام القانوني لتسوية عمليات البورصة، مرجع سابق، ص ص 384 - 385.

صفة الوزير بالتالي تبعيته للحكومة، إذ تعتبر سلطة التعيين والعزل من أهم مظاهر السلطة الرئاسية المعروفة في القانون الإداري، مما يخلق علاقة رئيس ومرووس بين المؤتمن والوزارة. أمر يدعم النتيجة التي سبق التوصل إليها بأن المؤتمن المركزي للسندات ليس بشركة تجارية بمفهوم القانون التجاري، بل ينتمي إلى القانون الخاص تارة وإلى القانون العام تارة أخرى. شأنه شأن المؤسسة الاقتصادية العامة.

ج - خضوع المؤتمن للرقابة القضائية:

تخضع قرارات المؤتمن بداهة لرقابة القضاء كغيرها من الكيانات المتمتعة بالشخصية المعنوية وأهلية التقاضي، لكن تحديد القضاء المختص بالطعون المرفوعة ضد قرارات المؤتمن ليس بالأمر البديهي. فازدواجية القانون المطبق على المؤتمن تارة قانون خاص وتارة أخرى قانون عام من شأنه أن يخلق ازدواجية في القضاء المختص بنزاعاته.

ج - 1 - اختصاص القضاء الإداري بنزاعات المؤتمن: يكون القضاء الإداري مختصا

بالنظر في الطعون المرفوعة ضد قرارات المؤتمن، إذا أصدرها هذا الأخير مستعملا امتيازات السلطة العامة، وكانت هذه القرارات قرارات ذات طبيعة تنظيمية تتمتع بصفة العموم والتجريد. تتمثل هذه القرارات في تلك التي يصدرها المؤتمن في سبيل تحديد كفاءات تطبيق النظام العام للمؤتمن⁽¹⁾، والقرارات المتضمنة التنظيم الداخلي للمؤتمن. يكون الطعن حينها طعن بإلغاء القرار إذا كان قد ألحق أضرارا بالمخاطبين به.

ج - 2 - اختصاص القضاء العادي بنزاعات المؤتمن: يختص القضاء العادي بالنظر

في الطعون المرفوعة ضد القرارات الفردية للمؤتمن، إذ لا يستعمل المؤتمن عند إصدارها امتياز السلطة العامة، منها على سبيل المثال قرار رفض الانخراط الذي يصدره المؤتمن خلال شهرين على الأكثر من تاريخ إيداع طلب الانخراط، أو قرار شطب منخرط ما.

ينظر القضاء العادي في دعاوى المسؤولية التي قد ترفع ضد المؤتمن، بغرض الحصول على تعويض عن الأضرار التي تلحق بالطاعن من جراء قرارات المؤتمن. تؤسس دعاوى المسؤولية المدنية تارة على أساس نظرية تحمل التبعية أي المسؤولية الموضوعية، وتارة أخرى على المسؤولية على أساس الخطأ الواجب الإثبات.

تقوم المسؤولية الموضوعية للشركة على أساس الضرر حينما يكون الخطأ مفترض وليس واجب الإثبات فمجرد إخلال الشركة بإحدى التزاماتها القانونية، يعتبر خطأ ثابت يستلزم

1 - المادة 2 من النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات رقم 01/03 السابق ذكره.

المسؤولية والتعويض إذا ما تضرر أحد من جراء هذا الإخلال. أما في غير ذلك فيجب تطبيق القواعد العامة للمسؤولية التي تقوم على الخطأ الواجب الإثبات، فعلى المتضرر إثبات الخطأ الذي ينسب له للشركة، حتى يتحصل على تعويض عن الضرر الذي لحق به.

تطبق القواعد العامة للمسؤولية، نظرا لغياب نصوص خاصة بمسؤولية المؤتمن المركزي على السندات، وذلك عكس المشرع المصري الذي حدد حالات إثارة مسؤولية شركة الإيداع المركزي في المادة 48 من قانون الإيداع والقيود المركزي رقم 2000/93⁽⁴⁾.

يترتب على اعتبار علاقة المؤتمن بالمنخرطين علاقة عقدية خاضعة للاتفاق، جعل المسؤولية المترتبة على طرفي الاتفاق مسؤولية عقدية خاضعة للقواعد العامة للمسؤولية العقدية.

الفرع الثاني

نشاطات المؤتمن المركزي على السندات

يعد تأسيس المؤتمن المركزي على السندات خطوة جريئة، وقفزة نوعية في السوق المالية الجزائرية. من شأنها تشجيع المستثمرين على توظيف أموالهم في هذه السوق، وتعزيز ثقتهم فيها، نظرا للدور المنوط بالمؤتمن إذا أداه على الوجه الذي حدده القانون.

يسعى المؤتمن إلى تبسيط إجراءات التسوية ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة عن طريق إزالة كيانه المادي، أي إلغاء دعائمه المحسوسة المتمثلة في الصك الذي يعبر عن الحقوق التي تحويها الورقة المالية، والاكتفاء بقيد هذه الحقوق في حسابات دفترية (أولا). ثم يمسك هذه الحسابات شخص مؤهل منخرط لدى المؤتمن هو ماسك الحسابات الحافظ الذي يتولى حفظها (ثانيا). أما عن نشاط تسوية العمليات سيؤجل دراسته إلى الباب الثاني من الرسالة احتراماً لتسلسل إجراءات عمليات البورصة.

1 - تنص المادة 48 من قانون الإيداع والقيود المركزي رقم 2000/93 على ما يلي: « تكون شركة الإيداع والقيود المركزي مسؤولة عن الضرر الناجم عن:

1 - عدم تسلم الأوراق المالية أو تحويل الأموال التي تخص العضو أو أي من عملائه أو عدم قيد أو نقل ملكية الأوراق المالية.

2 - فقد الأوراق المالية أو الأموال.

3 - أي ضرر يلحق بالعضو أو بأي من عملائه أو بمصدري الأوراق المالية أو بالغير والذي تكون الشركة مسؤولة عنه وفقا لنظامها الأساسي أو الإجراءات أو القواعد المتبعة لديها أو للاتفاق الذي ينظم علاقتها مع العضو أو مع مصدر الأوراق المالية ». ذهب الفقه بالقول أنه عدا هذه الحالات فإن المسؤولية الشركة لا تكون قائمة على أساس الضرر إنما على أساس الخطأ.

فضلي هشام، تداول الأوراق المالية والقيود في الحساب، مرجع سابق، ص 94.

أولا - إزالة الكيان المادي للأوراق المالية dématérialisation des valeurs mobilières

يسمى البعض بعملية إزالة الدعامات المحسوسة للأوراق المالية⁽¹⁾. منذ قرابة ما يزيد عن ثلاث عقود يبذل القائمون على سوق المال في العالم، جهودهم للعمل على تحسين أداء سوق المال، من خلال إيجاد نظام لتداول الأوراق المالية يتسم بالسهولة والسرعة مع توفير الأمان التام للتداول. لذلك اقترحوا تحويل الأوراق المالية من شكلها المادي إلى قيود محاسبية، وهو ما يعرف بزوال الكيان المادي للأوراق المالية، عن طريق نظام الإيداع والقيود المركزي. بهدف التعامل على كميات الأوراق المالية دون النظر إلى فئاتها أو إلى أرقامها المسلسلة، وصولاً إلى تسوية سريعة، وأمنة تمكن من تطبيق نظام التسليم مقابل الدفع بطريقة أكثر فعالية.

يساعد هذا النظام على تفادي السلبات التي يلاقيها نظام التداول التقليدي بأوراق مالية مادية، مثل بطء دورة التداول للأوراق المالية، بالإضافة إلى المخاطر الناجمة عنها منها احتمال تزوير أو تلف للأوراق المالية أو ضياعها أو سرقتها، والمخاطر التي قد تتعرض لها شركات الوساطة والمؤسسات الأخرى في السوق المالية⁽²⁾.

بلغ النظام اللبرالي ذروة التطور بالانتقال من المفهوم الكلاسيكي للملكية التي تقابلها الحياة المادية للشيء المملوك، إلى مفهوم جديد يعبر فيها عن الملكية بالخدمات التي تخولها الملكية لصاحبها. إذ يرى الأستاذ لامبان "LAMBIN" بأن المفهوم الجديد للخدمة يتمتع بالمرونة بحيث يستوعب كل النشاطات الاقتصادية، ماعدا أنشطة البناء والصناعة⁽³⁾.

أ - نماذج عن أنظمة إزالة الكيان المادي للأوراق المالية:

تعد مبادرة سوق المال بالولايات المتحدة الأمريكية، أولى المبادرات المعاصرة في مجال صناعة الخدمات المالية المتوجهة التي استحدثت نظام إزالة الكيان المادي للأوراق عام 1968، ثم تلتها دول أخرى حتى صار هذا النظام شبه معمم في كل الدول. يعد النموذج الأمريكي من أهم النماذج التي تأثر بها المشرع الفرنسي ثم من بعده المشرع الجزائري.

أ - 1 - التجربة الأمريكية: يعتبر سوق المال بالولايات المتحدة الأمريكية أحد أكبر وأنشط الأسواق في العالم وأكثرها سيولة، لذا تسهيلات لهذه التداولات الضخمة والحركة النقدية

1 - هالة كمال محمد إسماعيل، الالتزام بالإيداع والقيود المركزي، مرجع سابق، ص 339.

2 - أشرف الضبع، النظام القانوني لتسوية عمليات البورصة، مرجع سابق، ص 169.

3 - « La notion de service est une catégorie générique et volatile dans laquelle on peut inclure toutes les activités économique qui ne relèvent pas de la production industrielle ou de la construction qui présentent un caractère transitoire et dont la consommation coïncide avec la production ».

LAMBIN Jean-Jacques, Quel avenir pour le capitalisme, Edition DUNO, Paris, 2011, P 141.

السريعة أسس القائمون على هذه السوق منذ ما يقارب ثلاثين عاما نظاما لإزالة الكيان المادي للأوراق المالية، والتخلص من شهادات إصدار الأوراق المالية المادية⁽¹⁾.

أقرت حكومة الولايات المتحدة في عام 1968 أولى اللوائح لإجراء القيد الدفترى الذي بموجبه، تم التخلص من الصكوك المادية لكل من الأوراق المالية وسندات الخزينة. لقي هذا الاتجاه قبولا لدى الأغلبية العظمى للمشاركين كالماسرة والمستثمرين وأمناء الحفظ ومنظمات التسوية والمقاصة، لأنه سيجنبهم مشقة التعامل بالصكوك المادية أثناء صرف كوبونات الأرباح ونقلها إلى بنك المقاصة لأجل دفعها. لكن أقلية من المستثمرين قابلت هذا الإجراء بالرفض لعدم ثقتها فيه، ومع ذلك تم تعميمه وتوسيعه لما لفته التجربة الأولى من نجاح.

تم إصدار جميع صكوك الأوراق المالية في شكلها الدفترى المحاسبي الجديد عام 1979. أمر استحسنته كل من شركة الرهن الفدرالية وجمعية الرهن الفدرالية، التي سلكت المسلك نفسه بإصدارها قيم منقولة في شكل دفترى دون أوراق مادية، وذلك سنة 1985⁽²⁾. في عام 1986 أصدرت وزارة الخزانة المالية جميع الأوراق والسندات المالية في شكل دفترى، وأنشأت برنامج الخزانة المباشرة، الذي يسمح للمستهلكين بفتح حسابات خزانة لشراء السندات مباشرة في صيغة القيد الدفترى. كما قامت بذلك شركة تينيسي فالي Tennessee Valley.

حُدّد عام 2016 كآخر أجل لإنهاء التعامل بالأوراق المالية في صيغتها المادية، مهما كان مُصدرها من خواص أو شركات عمومية، وعام 2017 لوقف تداول سندات الخزانة المالية التي أصدرت في شكلها المادي⁽³⁾. تُرجم الاستحسان الذي لفته عملية إزالة الكيان المادي للأوراق المالية بزيادة حجم التعاملات، وإقبال المستثمرين على التعامل بالقيم المنقولة غير المادية، وكذلك ازدهار نشاط الخدمات المالية بعد تحويل الأوراق إلى قيود دفترية⁽⁴⁾.

1- AVENEL Jean- David, L'essentiel des marchés financiers aux Etats-Unis, op-cit, p 80.

2 - أشرف الضبع، النظام القانوني لتسوية عمليات البورصة، مرجع سابق، ص 171.

3 - المرجع نفسه، ص 172.

4 - أظهرت الإحصائيات التي أجرتها وزارة الخزانة المالية الأمريكية سنة 2008، أن نسبة 99.8% على الأقل من حجم الرأسمال المستثمر الصالح للعرض في السوق موجود في صورة القيد الدفترى. وذلك لأنه يتم في كل يوم، يقوم المستثمرون بتحويل نصف مليون دولار تقريبا من رأس المال إلى القيد الدفترى، أما في قطاع صناديق الاستثمار تتم جميع عمليات الإصدار والتداول والمقاصة والتسوية في ظل نظام القيد الدفترى، مما أدى إلى زيادة التدفقات النقدية الجديدة في صناديق الاستثمار التي سجلت 477 بليون دولار أمريكي عام 1988، بزيادة تبلغ نسبتها 28% عن سنة 1987. في مجال العقود المستقبلية والخيارات ارتفعت نسبة التعامل بها في جميع أقسام البورصات الأمريكية من إجمالي 92.1 مليون تعاقد عام 1980 إلى 503.2 مليون تعاقد عام 1988. أشرف الضبع، النظام القانوني لتسوية عمليات البورصة، مرجع سابق، ص ص 173، 174.

أ - 2 - التجربة الفرنسية: قنن المشرع الفرنسي نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية بإصدار قانون 18 جوان 1941، بشأن الصندوق المركزي للودائع وتحويلات الأوراق المالية، لكنه لم يكن أولى المحاولات لتحويل الكيان المادي للأوراق المالية والتعامل عليها من خلال القيد الدفترى. فقد سبقتها محاولات عدة في التعامل بنظام الحساب الجاري دون حاجة إلى تسليم أو تسلم مادي للأوراق المالية والاعتناء بالعقد الصحيح الناقل للملكية. يهدف الأخذ بنظام التسليم الحكمي بالقيد الدفترى، إلى إتمام عمليات تسوية معاملات الأوراق المالية ونقل ملكيتها، التي كانت تتطلب القيام بعدد ضخم من عمليات التسليم والتسلم للأوراق المالية وقيمتها المالية.

كان سبب نشوء فكرة تحويل الأوراق المالية إلى قيود دفترية في فرنسا هو لجوء ملاك الأوراق المالية إلى البنوك لإيداعها خشية فقدانها أو تلفها، وذلك بنظام وديعة الصكوك، الأمر الذي ترتب عليه تجميع كمية هائلة من الأوراق في خزائن البنوك، فأصبحت إدارة هذه الأوراق مرهقة للقائمين بها، لهذه الأسباب ظهرت ولأول مرة فكرة قيد الأوراق المالية لدى بنك فرنسا سنة 1857 من طرف سماسرة البورصة، وفي عام 1905 جاءت مبادرة ثانية من جانب السوق الحر خارج التسعيرة.

أنشأ حساب جاري للسندات لحاملها التي تصدرها الدولة عام 1930، وفي عامي 1938 و1939 زادت كمية الإيداعات لدى البنوك بسبب التخوف من تبعات الحرب العالمية، مما أرهق البنوك الفرنسية. قررت السلطات إنشاء الصندوق المركزي للودائع وتحويلات الأوراق المالية La caisse centrales des dépôts et de virement des titres C.C.D.V.T بموجب القانون المؤرخ في 18 جويلية 1941، الذي خول له عمليات إيداع وتحويل الأوراق المالية⁽¹⁾.

صدر مرسوم بتاريخ 4 أوت 1949 بقضي بتصفية الصندوق المركزي للودائع ، بسبب الانتقادات التي وجهت له، فقد زاد من بطء العمليات وارتفاع مصروفات الحفظ. حل محله شركة مقاصة الأوراق المالية بين الوسطاء ماسكي الحسابات Société interprofessionnelle de compensation des valeurs mobilières (S.I.CO.V.A.M)، التي أنشأت بموجب المرسوم المؤرخ في 6 فيفري 1950. تمتاز هذه الشركة بأن القيد فيها اختياري وليس إجباريا، طبق القيد الاختياري في بدايته على الأوراق المالية الصادرة في فرنسا والخاضعة للقانون الفرنسي، والمسجلة في الجدول الرسمي لبورصة الأوراق المالية، ثم امتد بعد ذلك ليشمل السندات لحاملها والقابلة للتحويل إلى أسهم في مرحلة ما قبل التحويل إلى قيود دفترية، بشرط

1 - عاشور عبد الجواد، النظام القانوني للسمسة في الأوراق المالية، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص 124.

أن تكون طريقة استهلاكها ملائمة لنظام الحساب الجاري لدى سيكوفام.

أخذ المشرع الفرنسي توجهها جديدا نحو إجبارية القيد المركزي وذلك بصدر القانون رقم 41/1160 الصادر في 30 ديسمبر 1981، وذلك بالنسبة للأوراق المالية الصادرة في الأراضي الفرنسية والمقيدة في حسابات تدار بواسطة الشخص المعنوي المصدر لها أو أحد الوسطاء الماليين المرخص لهم بذلك، صدرت اللائحة العامة لشركة سكوفام بتاريخ 23 ماي 1994 تحدد كفاءات وإجراءات القيد فيها⁽¹⁾.

حلت شركة سيكوفام الفرنسية لتحل محلها شركة أوروكلير فرنسا Erro clear France وهي عضو في مجمع أوروكلير Euro clear⁽²⁾.

ب - إزالة الكيان المادي للأوراق المالية في التشريع الجزائري: رغبة من المشرع الجزائري في مواكبة التطورات التي تعرفها الأسواق العالمية، وتحديث السوق المالية الجزائرية، استعار النظم الجديدة في إدارة وتسيير الأسواق وفقا للمعايير الدولية الحديثة⁽³⁾. من بينها نظام الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية، الذي لا يطبق إلا بإزالة الطابع المادي للأوراق المالية، وتحويلها إلى قيود دفترية وحسابات يمسكها مختصون بذلك هم ماسكي الحسابات.

1 - حددت هذه اللائحة القيم المنقولة المقبولة لديها، في المادة 26 منها وحصرتها فيما يلي:

- الأوراق المالية المقيدة في الجدول الرسمي للبورصة، أو في جدول السوق الثانوية.
- أسهم شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير سيكاف SICAV.
- الأوراق المالية التي تتداول في السوق غير الرسمي خارج الجدول التي تخول لصاحبها الحق في الإعفاء من الضرائب على الدخل عن رأس المالي المستثمر في الأسهم.
- أية أوراق مالية أخرى يقرر مجلس إدارة سيكوفام قبولها، صدور مثل هذا القرار مرهون بمدى انتشار وأهمية الصكوك على حركة التداول في سوق الأوراق المالية.

ويجوز إيداع غير ذلك من الأوراق المالية الأجنبية خاصة الاسمية منها، على أن يصدر قرار بذلك من وزير المالية.

DABIN Véon, « Dématérialisation circulation scripturale des valeurs mobilières dans le cadre des marchés financiers », *Revue internationale du droit économique*, N° 3 du 01-09-1997, p293.

كذلك: هشام فضلى، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب دراسة قانونية مقارنة في نظام الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية، دار الجامعة الجديد، القاهرة، 2005، ص 40.

2 - MARTIN Didier, « La théorie de la scripturalisation », *Recueil Dalloz Sirey*, N°25 du 23/06/2005, p 1703.

GOUTAY Philippe, « Le transfert de propriété des instruments financiers », *Revue Droit Bancaire et Financier*, N° 5 du 01/09/2005, p 47.

3 - « Avec la mise en place d'un dépositaire central des titres commence réellement l'œuvre de modernisation du fonctionnement du marché financier algérien en général et du marché boursier en particulier. En effet, cet organisme permet, en matière de gestion des titres et de dénouement des opérations, une mise à niveau par rapport aux standards internationaux ».

Le bulletin de la COSOB, numéro spécial "Le dépositaire central des titres", N° 4, Juillet 2003, p 3.

بدأ المشرع الجزائري بإزالة الكيان المادي للأوراق، بجعل القيد في الحساب أمراً اختيارياً كمرحلة أولى . إذ تسمح المادة 715 مكرر 37 من التقنين التجاري بإصدار سندات وقيم منقولة اسمية تكتسي شكلاً مادياً يتمثل في السند الذي يسلم للمكتب، أو أن يكون الاكتتاب بمجرد التسجيل في الحساب⁽¹⁾، على أن يمسك الحساب وسيط مؤهل. بصدور القانون رقم 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، نص على قيد السندات في حسابات خاصة يمسكها أشخاص مؤهلين لهذا الغرض، فقد جاء نص المادة 19 مكرر 1 كما يلي: « عندما يستخدم مصدر السندات، سواءً كانت الدولة، أو الجماعات المحلية، أو هيئات 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 .

تحدد شروط التأهيل ومسك حسابات السندات والرقابة على النشاط بموجب لائحة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها».

أراد المشرع بهذا التوجه الجديد، أن يستفيد من مزايا القيد المركزي بإزالة الطابع المادي عن القيم المنقولة. لتفادي مساوئ النظام التقليدي في نقل ملكية الورقة المالية وتسليمها وتسلمها الفعلي، بما ينطوي على مخاطر ضياع أو سرقة أو إتلاف الدعامة المادية، المتمثل في الصك الذي تقابله قيمة الورقة المالية. ناهيك عن التكلفة الباهظة التي تتطلبها عملية حفظ وإدارة الأوراق، وكل الوقت الذي تتطلبه عملية التسوية على الدعامات المادية التي يجب نقل ملكيتها وتسليمها في وقت قصير حدد بخمسة (05) أيام من تاريخ التداول.

يعمل المؤتمن المركزي للسندات على تجميع الأوراق المالية المادية مركزياً، وتحويلها إلى حسابات في قيود دفترية، تنتقل ملكيتها بمجرد تسجيلها في حساب المشتري. ثم يحول المؤتمن الأوراق المودعة لديه إلى حسابات متماثلة مجزئة بحسب طبيعة السندات المودعة⁽²⁾، في المقابل يسلم المؤتمن للشركة المصدرة والمودعة لقيمها المنقولة صكا واحداً، يمثل جميع الإصدارات المودعة يسمى بالصك العملاق.

1 - تنص المادة 715 مكرر 37 من التقنين التجاري على ما يلي: « يمكن أن تكتسي القيم الصادرة بالجزائر إما شكلاً مادياً بتسليم سند أو أن تكون موضوع تسجيل في الحساب .

تمسك الشركة المصدرة الحساب عندما تكتسي القيم الصادرة الشكل الاسمي أو عن طريق وسيط مؤهل عندما تكتسي قيم لحاملها ».

2 - المادة 20 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/03 المتضمن النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات.

نصت بعض التشريعات على إلزامية إعدام القيم المنقولة المادية بمجرد تحويلها إلى حسابات جارية منها المشرع المصري⁽¹⁾، الذي ذهب إلى أبعد حد في عملية إزالة الكيان المادي للأوراق المالية بإزالة الورقة تماما. يتم هذا بعد حصول شركة القيد المركزي على ترخيص من وزير الاقتصاد⁽²⁾. لكنها تبقى خطوة أولية ومحتشمة، لأن المشرع جعل إزالة الكيان المادي للورقة المالية غير إجباري بل اختياري. على من يرغب في الاستفادة من خدمات المؤتمن المركزي على السندات، أن يقبل بإزالة الكيان المادي للورقة المالية، وتحويلها من صك مادي إلى مجرد قيد وتسجيل في الحساب لدى وسيط مؤهل يسمى بماسك الحسابات. أما الذي يقرر الاحتفاظ بورقته المالية في شكلها الاسمي التقليدي، ستطبق عليه إجراءات نقل الملكية والتسليم والتسلم التقليدية.

يستدل في ذلك بالمادة 715 مكرر 37 من التقنين التجاري التي منحت الاختيار لمالك الورقة بجعلها ورقة اسمية مادية أو ورقة لحاملها مقيدة في الحساب، فهي تستعمل عبارة "يمكن" إذ جاء نصها كما يلي: « يمكن أن تكتسي القيم الصادرة بالجزائر إما شكلا ماديا بتسليم سند أو أن تكون موضوع تسجيل في الحساب ... ».

أكد المشرع على موقفه بجعل إزالة الكيان المادي للورقة المالية أمرا اختياريًا، في المادة 19 مكرر 1 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المستحدثة بموجب القانون رقم 04/03. يظهر هذا الموقف من خلال استعمال المشرع لكلمة "عندما"، فجاء نص المادة كما يلي: « عندما يستخدم مصدر السندات ... حق إصدار سندات مقيدة في الحساب ... ». يفهم من هذه الصياغة أنه يجوز للمصدر الاستمرار بطرح أوراق مالية للاكتتاب بشكلها المادي التقليدي.

أراد المشرع بهذا الموقف جس نبض السوق والمتعاملين فيها، في مدى استعدادهم للتعامل بالقيد في الحسابات، دون تسلم ورقة مادية محسوسة تثبت ملكيتهم وحقوقهم، في انتظار تعميمها

1 - المادة 11 من قانون الإيداع والقيد المركزي المصري رقم 30 لسنة 2000 والمادة 2 من اللائحة التنفيذية لهذا القانون.

2 - المادة 13 من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيد المركزي المصري.

حدث جدال فقهي مصري بشأن حاجة شركة الإيداع والقيم المركزي إلى رخصة من وزير الاقتصاد لإزالة الكيان المادي للورقة المالية. انتهى هذا الجدل بالقول أن قرار وزير الاقتصاد يتعلق بالإعدام النهائي للورقة المالية كواقعة مادية، وليس بإزالة كيانها المادي كتصرف قانوني. هكذا يرى الأستاذ فضلى هشام الذي كتب ما يلي: « إن إلغاء الدعامات المادية يتم تلقائيا بمجرد قيد الورقة المالية دفترًا في حساب مالكيها أما صدور قرار وزير الاقتصاد بإلغاء صكوك الأوراق المالية، ينصرف في الواقع التي تنظيم عملية إعدام تلك الصكوك بعد إيداعها شركة الإيداع ».

فضلى هشام، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب...، مرجع سابق، ص 29.

إذا لقت ترحيباً من طرف المخاطبين بها، من جهة، ومن جهة أخرى يختبر في المرحلة الانتقالية قدرة المؤتمن المركزي على استيعاب هذه العمليات والقيود الجديدة، واختبار كفاءة ماسكي الحسابات وقدرتهم على تسييرها. يضاف إلى ذلك دليل آخر على الطابع الاختياري لإزالة الكيان المادي للأوراق المالية، وهو قبول المؤتمن لقيم منقولة سواء أسهم أو سندات، تكون قابلة للتحويل عن طريق التسجيل (أي بإزالة كيانها المادي) أو عن طريق المناولة باليد أي أنها تحتفظ دائماً بشكلها المادي الملموس⁽¹⁾.

ثانياً - مسك الحسابات وحفظ السندات:

تتوج عملية إزالة الكيان المادي للأوراق المالية، بإنشاء دفاتر تقيد فيها الحسابات الخاصة بهذه الأوراق، وتفتح حسابات جارية مقابلة لقيمة هذه الأخيرة. يقوم بإدارة وتسيير هذه الحسابات أشخاص مؤهلين تعتمدهم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، هم ماسكي الحسابات.

أ - التعريف بماسك الحسابات الحافظ:

حددت المادة 3 من النظام رقم 02/03⁽²⁾ الأشخاص الذين تسمح لهم اللجنة بممارسة نشاط مسك الحسابات وحفظ السندات، وجاء نصها كما يلي: « يمكن أن تأمر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تدعى في صلب النص « اللجنة » بممارسة مسك الحسابات - حفظ السندات البنوك والمؤسسات المالية الوسطاء في عمليات البورصة.

وزيادة على ماسكي الحسابات - حافضي السندات، يرخص بممارسة نشاط مسك

الحسابات - الحفظ:

-المؤسسات المرخص لها بالقيام بعمليات البنوك المنصوص عليها في الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكمها.

-للأشخاص المعنويين المصدرين، من أجل مسك الحسابات - حفظ السندات التي يصدرونها «.

يجب على المؤسسات الراغبة في الحصول على تأهيل لممارسة نشاط الحفظ ومسك الحسابات، أن تتقدم بطلب إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها⁽³⁾، مرفق بملف حددته

1 - المادة 12 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/03 المتضمن النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، السابق ذكره.

2 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/03 المؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، الجريدة الرسمية عدد 73، الصادر في 30 نوفمبر 2003.

3 - المادة 5 من نظام اللجنة رقم 02/03 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، السابق ذكره.

اللجنة عن طريق تعليمية⁽¹⁾. أصدرت اللجنة التعليمية رقم 01/03⁽²⁾ لتحديد الملف الذي يجب أن يودعه طالب التأهيل أمام اللجنة رفقة طلب التأهيل. يتكون ملف طلب التأهيل مما يلي:

- استمارة تملئ وفقا للنموذج الذي أعدته اللجنة في الملحق رقم 5 لهذه التعليمات، وتوقع من طرف الشخص المسؤول عن نشاط حفظ السندات ومسك الحسابات لدى المؤسسة الطالبة للتأهيل.

- خطاب ضمان Une lettre d'engagement وفقا للنموذج الذي أعدته اللجنة في الملحق رقم 3 من هذه التعليمات موقع من طرف مسير المؤسسة.

- بيان موقع من طرف مسير أو مسيري المؤسسة يحدد الشخص أو الأشخاص المسؤولين عن نشاط مسك الحسابات وحفظ السندات.

- نسخة من القانون الأساسي للمؤسسة، مصادق عليه.

- وثائق خاصة بالشخص أو الأشخاص المسؤولين عن نشاط مسك الحسابات وحفظ السندات⁽³⁾.

ميزت اللجنة بين طلب التأهيل لممارسة نشاط مسك الحسابات وحفظ السندات، وبين طلب رخصة ممارسة هذا النشاط، الذي يجب أن تقدمه الأشخاص المعنوية المصدرة للقيم المنقولة من أجل مسك الحسابات وحفظ السندات التي تصدرها. أعدت اللجنة نموذجا مختلفا لهذا الطلب في الملحق رقم 6 من التعليمات نفسها. يرفق الطلب بخطاب ضمان وفقا للملحق رقم 4 من التعليمات، وبيان وصفي دقيق للظروف التي سيمارس فيها الطالب نشاط مسك الحسابات وحفظ السندات

1 - تنص المادة 6 من النظام رقم 02/03 المذكور أعلاه على ما يلي: « يرفق طلب التأهيل المذكور في المادة السابقة بملف يحدد محتواه بتعليمات من اللجنة ».

2 - تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/03 المؤرخة في 21 ديسمبر 2003، تحدد كيفية تأهيل ماسك الحسابات حافظ السندات.

3 - تتمثل هذه الوثائق فيما يلي:

- نسخة من سجلات شهادة الميلاد.

- نسخة من صحيفة السوابق العدلية رقم 3.

- نسخ مطابقة الأصل من الشهادات المكتسبة.

- شهادة تثبت الخبرة المهنية.

- سيرة ذاتية.

- أربع صور شمسية حديثة.

- ملئ وتوقيع الاستمارة التي أعدتها اللجنة طبقا للملحق رقم 6 المرفق بهذه التعليمات.

وفقا لدفتر الشروط الخاص بماسك الحسابات حافظ السندات⁽¹⁾.

تبت اللجنة في طلب الملتمس، مع الأخذ بالاعتبار على الخصوص تنظيمه ووسائله التقنية والمالية وكفاءة المسيرين ونزاهتهم. تفصل اللجنة في الطلب في أجل شهرين بعد إيداع الملف، ويعلق هذا الأجل إلى غاية استلام العناصر التكميلية الضرورية لدراسة الملف إذا اقتضى الأمر. يبين كل طالب للتأهيل أو الترخيص الوسائل والإجراءات التي يوفرها لممارسة نشاط مسك الحسابات وحفظ السندات منها على الخصوص الموارد البشرية والمعلوماتية والمحاسبية، وترتيبات حماية الزبائن وترتيب المراقبة الداخلية، تمثل هذه الوسائل والإجراءات دفتر شروط ماسك الحسابات⁽²⁾، وقد حددت اللجنة نموذجا له في التعليمية رقم 02/03⁽³⁾. تشمل الوسائل والإجراءات التي يجب على طالب التأهيل أو الترخيص أن يوفرها على ما يلي:

♦ بالنسبة للموارد البشرية:

- تبين المؤسسة المصالح التي تخصصها لهذا الغرض والمهام الموكلة لكل مصلحة.
- بيان الكفاءات والخبرات التي يملكها الأشخاص المنصبين للقيام بنشاط مسك الحسابات وحفظ السندات.
- مخطط سنوي لتكوين أعوانها المكلفين بممارسة هذا النشاط.
- التزامه بمواكبة مستجدات السوق والمحيط التكنولوجي وتكوين إطاراتها على هذا الأساس⁽⁴⁾.

♦ بالنسبة للوسائل المعلوماتية:

- يجب أن تملك المؤسسة نظاما لمعالجة المعلومات مكيفا مع نوعية وحجم العمليات

1 - تنص المادة 3 من تعليمة اللجنة رقم 01/03 على ما يلي:

« L'orsque le requérant est une personne morale visée au 2^{ème} alinéa, 2^{ème} tiret de l'article 3 du règlement COSOB, N° 03/02 du 18 Mars 2003, une demande d'autorisation d'exercer l'activité de tenue de compte-conservation de titres est adressée à la COSOB selon le model joint en annexe. Cette demande à laquelle est jointe une lettre d'engagement conforme au modèle en annexe 4 et dûment signée par le ou les dirigeants de l'établissement requérant entend exercer l'activité de tenue de compte-conservation de titres, conformément aux dispositions contenues dans le cahier des charges du teneur de compte-conservateur de titres ».

2 - المادة 8 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-03 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، سابق ذكره.

3 - تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/03 المؤرخة في 21 ديسمبر 2003، المتضمنة دفتر شروط ماسك الحسابات حافظ السندات.

4 - المواد من 3 إلى 6 من تعليمة اللجنة رقم 02/03 المتضمنة دفتر شروط ماسك الحسابات حافظ السندات، المذكورة أعلاه.

- التي سيديرها. ويملك البرامج المعلوماتية لتخزين وتحويل واسترجاع المعلومات.
- اكتساب حق المرور إلى باقي الأنظمة المعلوماتية.
- امتلاكه لوسائل حماية أنظمة المعلوماتية وتحيينها⁽¹⁾.

♦ بالنسبة للوسائل المحاسبية:

- يجب أن يتمكن من استخراج محاسبة العمليات المنجزة.
- أن يملك وسائل تسوية وتصفية العمليات وتحيين الأرصدة⁽²⁾.

♦ ترتيبات حماية الزبائن.

- ♦ علاقة ماسك الحسابات حافظ السندات بمقدمي الخدمات المالية في إطار تنفيذ إجراءات مسك الحسابات وحفظ السندات ثم تسليم السندات ودفع/أو قبض ثمنها⁽³⁾.
- ♦ وسائل مراقبة نشاط حفظ السندات ومسك الحسابات⁽⁴⁾.

يودع الملف كاملا لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تدرس هذه الأخيرة الطلب وتفصل فيه في غضون شهرين على الأكثر، إما بمنح التأهيل أو الترخيص أو رفضه، على أن تبرر هذا الرفض وتبلغه للمعني بالأمر. لم تتضمن المادة 7 من نظام اللجنة رقم 02/03 نصا على حق الطالب في الطعن ضد قرار اللجنة المتضمن رفض التأهيل أو الترخيص، لكن قياسا على قرار رفض الاعتماد الذي يحتفظ المعني به بحق الطعن ضده، أمام مجلس الدولة في أجل شهر واحد من تاريخ تبليغ القرار محل الطعن طبقا للمادة 9 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدلة والمتممة بموجب القانون رقم 04/03، يمكن القول أن قرار رفض التأهيل قابل للطعن أمام مجلس الدولة.

ب - إبرام اتفاقية فتح الحساب:

منحت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، صلاحية إبرام اتفاقية فتح الحساب مع الزبائن، للوسطاء في عمليات البورصة بموجب النظام رقم 05/97. ألغي هذا النظام بموجب النظام رقم 02/03، الذي منح هذه الصلاحية لماسك الحسابات.

ب - 1 - مضمون الاتفاقية: يرتبط ماسك الحسابات حافظ السندات بالمستثمر مصدر

1 - المواد من 7 إلى 11 من تعليمة اللجنة رقم 02/03، المذكورة أعلاه.

2 - المواد من 12 إلى 25 من تعليمة اللجنة رقم 02/03، المذكورة أعلاه. وكذا المواد 45 إلى 80 من التعليمة نفسها.

3 - المواد من 33 إلى 36 من تعليمة اللجنة رقم 02/03، المذكورة أعلاه.

4 - المواد من 37 إلى 43 من تعليمة اللجنة رقم 02/03، المذكورة أعلاه.

الأوامر بموجب اتفاقية فتح الحساب⁽¹⁾، التي يبرمها الطرفان وفقا للنموذج الذي حددته اللجنة في التعليمات رقم 03/03⁽²⁾.

تتضمن اتفاقية فتح الحسابات البنود التالية⁽³⁾:

- 1- هوية الشخص أو الأشخاص، مع من تم إعداد الاتفاقية والتوقيع عليها:
- عندما يتعلق الأمر بشخص معنوي، ككيفية إعلام المكلف بأداء الخدمة باسم الشخص أو الأشخاص المؤهلين للتصرف باسم هذا الشخص المعنوي.
- عندما يتعلق الأمر بشخص طبيعي، هوية الشخص، وعند الاقتضاء، الشخص أو الأشخاص المؤهلين للتصرف باسم هذا الشخص الطبيعي.
- 2- الخدمات موضوع الاتفاقية وكذا أصناف السندات التي تنصب عليها الخدمات.
- 3- تحديد أسعار الخدمات التي يقدمها المكلف بأداء الخدمة المؤهل⁽⁴⁾.
- 4- مدة صلاحية الاتفاقية.
- 5- الالتزام بالسرية من طرف المكلف بأداء الخدمة المؤهل طبقا للقوانين والتنظيمات المعمول بها والمتعلقة بالسرية المهنية⁽⁵⁾.
- 6- خصائص الأوامر التي من شأنها أن ترسل إلى المكلف بأداء الخدمة المؤهل وطريقة إرسالها وكذا محتوى وكيفية إعلام مصدر الأوامر بشروط تنفيذها.
- 7- الكيفية التي تتم بموجبها موافاة المعني بالأمر بالمعلومات المتعلقة بحركة السندات والنقود المقيدة في حساباته، من جهة ويكشف عن الحافطة من جهة أخرى، وكذا

- 1 - المادة 9 من نظام اللجنة رقم 02/03 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات.
- 2 - تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/03 المؤرخة في 21 ديسمبر 2003، تتضمن نموذج اتفاقية فتح الحساب المبرمة بين ماسكي الحسابات حافطي السندات وزبائنهم.
- 3 - جاءت هذه البنود في المادة 9 فقرة 3 من نظام اللجنة رقم 02/03 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات.
- 4 - وضعت اللجنة جدولا محدد فيه ثمن الخدمات التي يقدمها ماسك الحسابات المؤهل لزبائنه ونصت على ذلك المادة 8 من التعليمات رقم 03/03.

Article 08 « Les services fournis par le teneur de compte-conservateur prestataire au titulaire seront facturés selon le barème joint en annexe de la présente convention.

Toute modification de ce barème devra être portée à la connaissance du titulaire sept (07) jours calendaires avant sa prise d'effet.

Le titulaire accepte les tenues de ces conditions tarifaires et s'engage à supporter les commissions et frais qui seront applicables ».

- 5 - تنص المادة 12 من تعليمات اللجنة رقم 03/03 المتضمنة نموذج اتفاقية فتح الحساب، على ما يلي:

Article 12 : « Les information recueillies à l'occasion de la présente convention ne seront utilisées que pour les seules nécessités de gestion interne et pour satisfaire aux obligations légales et réglementaires ».

المعلومات المنصوص عليها في التنظيم المعمول به والمتعلق بمسك الحسابات للحفظ.

ب - 2 - التكييف القانوني للاتفاقية: تعتبر اتفاقية فتح الحساب بمثابة عقد يربط ماسك الحسابات المؤهل بزبونه مصدر الأوامر، يلتزم الطرفان باحترامهما وتنفيذ الالتزامات المترتبة عنها⁽¹⁾. يترتب عن هذا القول أن علاقة ماسك الحسابات بزبونه علاقة عقدية وإن كان العقد هو عقد إذعان. خصوصية هذا العقد أنه عقد إذعان للطرفين، إذ لا يساهم أي من طرفيه في وضعه أو تحديد شروطه، فالذي حدد الشروط هو طرف أجنبي. عن أطراف العقد وهو لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

لا يعرف القانون الخاص لا المدني ولا التجاري وضعاً كهذا، بل بالعكس فهما قائمان على أساس مبدأ سلطان الإرادة وأن العقد شريعة المتعاقدين لا يمكن لشخص أجنبي عن العقد أن يفرض إرادته فوق إرادة الأطراف. رغم ذلك لا يمكن القول أن العقد المبرم بين ماسك الحسابات وحافظ السندات وزبونه هو عقد من العقود العامة، وإن كانت الإدارة هي من تعودت على العمل بالعقود النموذجية. بل ننتهي إلى وصف العقد المبرم بين ماسك الحسابات وحافظ السندات وزبونه عقد خاضع لنظام قانوني خاص شأنه شأن كل العقود المبرمة في السوق المالية.

حاول الفقه إيجاد مقاربة بين هذا العقد والعقود المسماة الكلاسيكية التي يعرفها القانون المدني، فتوجهت غالبيتهم إلى اعتباره عقد وكالة بالعمولة⁽²⁾. لكن اللجنة رفضت اعتباره كذلك فهي نصت صراحة في ديباجة التعليلية رقم 03/03 أن اتفاقية فتح الحسابات لا تعتبر بمثابة وكالة تسيير⁽³⁾. والدليل على ذلك أن الحسابات التي يفتحها ماسك الحسابات المؤهل تفتح باسم الزبون صاحب الحساب وليس باسم ماسك الحسابات⁽⁴⁾. كما هو متعارف عليه في قواعد

1 - هذا ما تضمنته ديباجة التعليلية رقم 03/03 المتضمنة نموذج اتفاقية فتح الحساب.

« La présente convention... constitue le cadre contractuel général des services de tenue de compte-conservation, de réception transmission d'ordres pour le compte de tiers et d'exécution d'ordre pour le compte de tiers.

Les deux parties d'engagent à respecter les dispositions de la présente convention et à exécuter les obligations qui en découlent avec diligence ».

2 - لمزيد من التفاصيل أشرف الضبع، النظام القانوني لتسوية عمليات البورصة، مرجع سابق، ص 198 - 202.

كذلك: هالة كمال محمد إسماعيل، الالتزام بالإيداع والقيود المركزي وفقاً لقانون رقم 93 لسنة 2000، مرجع

سابق، ص 357.

3 - « La présente convention ne constitue pas un mandat de gestion ».

4 - نصت المادة 10 من نظام اللجنة رقم 02/03 المتعلق بمسك الحسابات السابق ذكره على ما يلي: « يتحقق ماسك

الحسابات - الحافظ، قبل فتح حساب للسندات باسم طبيعي من هوية... ».

القانون المدني الذي المنظم لعقد الوكالة، أين يتصرف النائب باسمه ولحساب الأصيل أي أن التصرف يبرم باسم النائب وتسري آثاره في ذمة الأصيل⁽¹⁾. كما أن إدارة تلك الحسابات تكون باسم صاحبها مباشرة وليس باسم ماسك الحساب⁽²⁾.

ما هذا إلا تأكيد لما سبق ذكره، أن العقد المبرم بين ماسك الحسابات الحافظ وزبونه، عقد خاضع لنظام قانوني خاص هو النظام الذي أرادته ووضعتة اللجنة بصفتها الضابطة للسوق المالية المتمتعة بسلطة واسعة في تنظيم السوق بسن ما يناسب السوق من تنظيمات وتعليمات.

ج - رقابة اللجنة لنشاط مسك الحسابات وحفظ السندات:

تمارس اللجنة نوعان من الرقابة على نشاط مسك الحسابات وحفظ السندات، وهما: رقابة سابقة، تتمثل في منح التأهيل لقاء توافر الشروط القانونية، المادية والبشرية التي وضعتها اللجنة. ثم رقابة لاحقة، تبدأ بعد منح التأهيل لماسك الحسابات حافظ السندات. فهي تراقب مدى احترام المعني بالأمر للقواعد القانونية التي تضمنها النظام رقم 02/03، المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، وكذا احترام التعليمات المطبقة له التي تم ذكرها، وهي التعليمات 01/03، 02/03، 03/03 و 04/03.

تستعين اللجنة لأجل تنفيذ هذه الرقابة إما بوسائلها الخاصة من محققها، كما لها أن تستعين بالمؤتمن المركزي على السندات الذي يسهل عليه مباشرة هذه الرقابة لسببين، هما: أن ماسك الحسابات الحافظ عضو منخرط في المؤتمر يحق له أن يراقبه في أي وقت، السبب الثاني أن نشاط مسك الحسابات وحفظ السندات يمارس من خلال المؤتمر الذي يملك حسابات بهذه الأنشطة.

إذا تبين للجنة بعد إجراءات الرقابة أن الماسك - الحافظ أخل بالنصوص المذكورة أعلاه، تصدر قرار سحب التأهيل، كما يمكن أن يصدر قرار سحب التأهيل بناءً على طلب من المؤسسة المعنية، أو تلقائياً إذا لم يمارس المؤهل تأهيله خلال 12 اثني عشر شهراً، أو إذا توقف عن ممارسة نشاطه لمدة ستة أشهر على الأقل. وأخيراً، إذا كان من شأن مواصلة نشاطه الإضرار بمصالح زبائنه⁽³⁾.

1 - المادة 74 من التقنين المدني الجزائري.

2 - نصت المادة 11 من نظام اللجنة رقم 03/03 المذكورة أعلاه على ما يلي: « يتولى ماسك الحسابات - الحافظ حراسة وإدارة السندات التي يعهد إليه بها باسم صاحبها ... ».

3 - المواد 23 و 24 من نظام اللجنة رقم 02/03 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، السابق ذكره.

تمثل الرقابة التي تمارسها اللجنة على ماسك الحسابات - الحافظ حجة أخرى تضاف إلى التحليل الذي قُدم بشأن طبيعة العقد الذي يربط ماسك الحسابات بربونه الخاضع لنظام قانوني خاص، لأن العقود الخاضعة للقانون الخاص لا تعترف بتدخل أي شخص مهما كان مركزه القانوني لممارسة أية رقابة على أطراف العقد. وأن أي إخلال بالتزامات أي طرف من أطراف العقد، يترتب عليه مسؤولية عقدية تكون محل دعوى قضائية.

يرتبط ماسك الحسابات باللجنة برابطة التبعية المتمثلة في التأهيل الذي تمنحه اللجنة له، تبعية تسمح للجنة بممارسة مظاهر السلطة الرئاسية على ماسك الحسابات التي يعرفها القانون العام، شأنها شأن أية إدارة تقليدية تملك حق التعيين وتملك حق العزل كجزاء تأديبي. تملك كذلك اللجنة حق منح التأهيل وحق سحبه كجزاء تأديبي على خرق ماسك الحسابات لأنظمة وتعليمات اللجنة.

المبحث الثاني

أجهزة الاستثمار في السوق المالية الجزائرية

يتوقف نشاط الأسواق المالية على دعامة أساسية، تتمثل في الرابط الموجود بين حلقتيها، المتمثلة في حلقة الفائض المالي وهم المدخرون، وحلقة العجز المالي وهم مصدرو الأوراق المالية، بغرض سد حاجتهم للسيولة المالية اللازمة لتمويل مشاريعهم الاستثمارية⁽¹⁾. لذا سعى المشرع إلى إتمام التركيبة العضوية للسوق المالية، بخلق أجهزة يستعين بها كل من المدخر والمستثمر عند ولوجه عالم السوق المالية، خاصة إذا كان قليل الخبرة بخباياها. تتمثل هذه الأجهزة في كل من الوسيط في عمليات البورصة، وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

يعتبر الوسيط في عمليات البورصة الرابط المتين والضروري بين هاتين الحلقتين. فما النفع من وجود مصدرين للأوراق المالية يرغبون في بيعها، ومستثمرين يرغبون في شراء أوراق مالية أو بيع تلك التي بحوزتهم، دون وجود وسيط يقرب بينهما. خاصة وأن التداول في هذه الأسواق لا يتم إلا عن طريق وسطاء معتمدين مرخص لهم القيام بهذه العمليات.

تؤدي هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بدورها وظيفة اقتصادية هامة، تتمثل في تجميع المدخرات المكتنزة أو المستعملة عادة في السوق الموازية، وتوجيهها إلى استثمارات منظمة، من خلال شراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والمؤسسات المختلفة. تمنح هذه الهيئات مزايا عديدة خاصة لصغار المدخرين الذين لا يملكون الوقت والخبرة الكافيين لاختيار المجالات المثلى لاستثمار أموالهم. إذ يتطلب ذلك دراية تامة بأسواق المال، وحقول النشاط الاقتصادي المختلفة، لاتخاذ أفضل القرارات الاستثمارية في أفضل الصكوك وأكثرها استثمارا وتحقيقا للأرباح.

تقدم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة الخبرة الفنية الغنية المتخصصة للمدخرين، بجمع مدخراتهم وتوظيفها في تكوين وتسيير محافظ القيم المنقولة، التي تتولى إدارتها وتسييرها لحسابهم. ناهيك عن المزايا كبيرة للاقتصاد الوطني ودورها في إنعاش السوق المالية بصورة خاصة والاقتصاد بصورة عامة.

1 - عاشور عبد الحميد عبد الجواد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص ص 92 - 93.

MERVILLE Anne Dominique, Droit des marchés financiers, Gualino éditeur, Paris, 2006, p 67.

يخصص هذا المبحث لدراسة خصوصية هذه الأجهزة، بالبحث في التنظيم القانوني للوساطة في عمليات البورصة (المطلب الأول)، والتنظيم القانوني لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (المطلب الثاني).

المطلب الأول

التنظيم القانوني للوساطة في عمليات البورصة

تعرف الوساطة بمعان كثيرة، فهي تطلق على العمل الذي يؤديه الوسيط الذي يتدخل ويصلح بين المتخاصمين لإيجاد حل ودي بينهما، أو يتوسط المتعاقدان لإبرام عقد أو لتنفيذه⁽¹⁾. عرّف عقد الوساطة بأنه عقد معاوضة للوسيط مقابل عمل يجريه بين الطرفين لا نيابة عن أحدهما. يقوم الوسيط بدور فعّال يتمثل في التقريب بين شخصان يرغبان في التعاقد وإجراء المفاوضات بينهما⁽²⁾.

يستعمل الكثير من الفقه كلمة سمسار للدلالة على الوسيط، وهو لفظ فارسي معرّب⁽³⁾ فيعرفون عقد السمسرة بأنه: « ذلك العقد الذي يلتزم بمقتضاه أحد طرفيه وهو السمسار بأن يسعى لإيجاد شخص يقبل التعاقد مع الطرف الثاني لعقد السمسرة وذلك مقابل أجر يسمى عمولة السمسرة ». أو أنه: « الاتفاق الذي يبرمه السمسار مع من وسطه، للسعي والبحث عن طرف آخر يرغب في إبرام العقد أو إتمام الصفقة المراد إبرامها، مع بذل الجهد لتعريف كل طرف بشروط الطرف الآخر والسعي للتقريب بين وجهات النظر وذلك نظير الحصول على العمولة التي يتم تحديدها في العقد »⁽⁴⁾. يمكن أن يتلقّى الوسيط أمراً من زبون واحد ويسعى لتنفيذه، في هذه الحالة تسمى بالسمسرة البسيطة، أو أن يتلقّى أمران مختلفان من طرفان ثم يسعى للتقريب بينهما، وهنا تسمى السمسرة بالسمسرة المزدوجة⁽⁵⁾.

يتدخل في السوق المالية وسيط قد يكون شخصاً طبيعياً أو معنوياً - حسب التشريعات - للقيام بحكم مهنته العادية، سواءً لحسابه الخاص أو لحساب زبائنه بعمليات مالية تتناول مختلف

1 - الأطرش عبد الرحمن صالح، الوساطة التجارية في المعاملات المالية، دار اشبيليا للنشر والتوزيع، بيروت، 1995، ص ص 39 - 40.

2 - فايز نعيم رضوان، الوجيز في العقود التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1998، ص 190.

3 - الأطرش عبد الرحمن بن صالح، الوساطة التجارية في المعاملات المالية، ... مرجع سابق، ص 54.

4 - بن مدني أحمد، الوساطة في المعاملات المالية "السمسرة"، مذكرة مقدّم لنيل درجة الماجستير في القانون، فرع العقود والمسؤولية كلفة الحقوق، جامعة الجزائر، سنة 2002، ص 10.

5 - بن مدني أحمد، الوساطة في المعاملات المالية "السمسرة"، مرجع سابق، ص 10.

الأدوات المالية أو القيم المنقولة المطروحة للتداول. كما يشمل عمله القيام بالعمليات المتعلقة بإدارة المحافظ المالية وسائر القيم المنقولة وفقاً للقوانين والأنظمة.

يجب أن يكون الوسيط مختص في الشؤون المالية، وذو خبرة وكفاءة في التعامل في الأوراق المالية وطرق تداولها، إلى جانب حياده التام في عقد الصفقات. تتمثل هذه الصفقات أساساً في بيع وشراء الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية في المواعيد الرسمية، مع ضمان صحة كل عملية ينجزها، وذلك مقابل عمولة يتلقاها من الزبون⁽¹⁾.

اشتراط المشرع في الوسيط في عمليات البورصة شكلاً قانونياً وهو شركة الأسهم، التي تتأسس، تسير وتدار وفقاً لقواعد القانون التجاري الساري المفعول. لكن نشاط الوساطة في البورصة مرتبط بمجال حيوي للاقتصاد الوطني وهو السوق المالية، الذي يخضع لسلطة ضبط خاصة به هي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الأمر الذي خلق للوسيط نوعان من العلاقات القانونية. فمنها منها علاقات تخضع لقواعد تنظيمية غير مألوفة في القانون التجاري تحددها اللجنة مسبقاً (الفرع الأول)، ومنها علاقات عقدية تربط الوسيط بالزبون وبالمفاوض (الفرع الثاني). أما عن القواعد المنظمة لنشاط الوسيط، التزاماته، حقوقه، ومسؤوليته فقد أجلت إلى الباب الثاني من الرسالة نظراً لارتباطها بنشاطات وعمليات السوق المالية، نقادياً للتكرار.

الفرع الأول

الوسيط شركة تجارية تخضع لقواعد تنظيمية غير مألوفة في القانون التجاري

يخضع الوسيط في عمليات البورصة لقواعد تنظيمية صادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بصفتها سلطة ضبط السوق المالية. تملك اللجنة صلاحية سن الأنظمة وسلطة إلزام كل المتدخلين فيها بالامتثال لها. كما تملك سلطة الرقابة عليهم أثناء ممارستهم لنشاطهم، وحتى قبل دخولهم في السوق وذلك عن طريق تقنية الاعتماد المسبق (أولاً). علاقة الوسيط باللجنة لا يحكمها القانون التجاري بالتالي لا يختص القضاء العادي بالنظر في النزاعات الناشئة عن هذه العلاقة، إنما يكون ذلك من اختصاص القضاء الإداري (ثانياً).

أولاً - اعتماد الوسيط في عمليات البورصة:

هجر المشرع الجزائري نظام الوسيط الفرد في القانون رقم 04/03، بعدما كان يسمح لكل

1 - محمد يوسف ياسف، البورصة عمليات البورصة، تنازع القوانين اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت 2004، ص ص 72 - 73.

من الأشخاص الطبيعية والمعنوية بممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة بعد الحصول على اعتماد اللجنة. نصّت على ذلك المادة 6 من المرسوم التشريعي رقم 10/93⁽¹⁾ كما أكدته المادة 4 من النظام رقم 03/96⁽²⁾. تطبيقاً للنظام رقم 03/96 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وبواجباتهم ومراقبتهم، صدرت عن اللجنة التعليمية رقم 01/97⁽³⁾ والتي تضمن شروط اعتماد كل من الوسيط الفرد والوسيط المؤسّساتي أي الشخص المعنوي في شكل شركة أسهم⁽⁴⁾.

لم يكن المشرّع الجزائري هو السباق في إسناد مهام الوساطة إلى الأشخاص الطبيعية، إنّما سار على هذا النهج أسوة بكلّ من المشرّع الفرنسي والمصري. سمح المشرّع الفرنسي للأشخاص الطبيعية بممارسة مهنة الوساطة في الأوراق المالية منذ المرسوم الصادر في 7 أكتوبر 1890 المتعلق بموظّفي السمسرة⁽⁵⁾ Les agents de change.

1 - جاء نصّها كما يلي: « يمكن أن يمارس عمل الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من اللجنة، أشخاص طبيعيون أو شركات ذات أسهم تنشأ خصيصاً لهذا الغرض ».

2 - والتي تنص على ما يلي: « لا يمكن ممارسة الوساطة في عمليات البورصة إلّا من طرف أشخاص طبيعيين أو شركات أسهم معتمدة من طرف اللجنة ».

3 - تعليمية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/97 المؤرخة في 30 نوفمبر 1997 المتضمنة تحديد كيفية اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة.

4 - حدّدت اللجنة جملة هذه الشروط في المادة 2 من التعليمية رقم 01/97 وكذا الملفّ الواجب إيداعه للجنة بالنسبة للشخص الطبيعي والشخص المعنوي.

5 - أسبغ القانون الفرنسي صفة الموظّف الرسمي على السمسار فصار يتمتّع بصفة مزدوجة، فمن جهة هو تاجر، ومن جهة أخرى هو موظّف رسمي يعيّن في تلك الوظيفة بقرار من وزير المالية حسب المادة الأولى من هذا المرسوم.

- DEFOSSE Gaston, et BALLEY Pierre, La bourse des valeurs, Collection que sais-je ? Edition Bouchène, 16^{ème} édition, Paris, 1990, pp 9 - 10.

ناد القضاء الفرنسي بتغليب الصفة التجارية للسمسار بحكم الاحتراف في ممارسة عمليات الوكالة بالعمولة.

السيد طه بدوي محمّد، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص ص 204 و 205 الذي سرد العديد من القرارات الصادرة عن محكمة النقض الفرنسية بهذا الشأن. وفي سنة 1942 صدر القانون المؤرخ في 14 فيفري 1942 الذي نصّ في مادتيه 19 و 19 مكرّر على أنّ الوسيط (Le courtier) يمكنه مباشرة مهامه بمجرد تصريح بسيط لدى لجنة عمليات البورصة (COB) دون الحاجة إلى اعتماد مسبق.

فصارت مهنة السمسرة في متناول الجميع، دونما شروط خاصة لا بالكفاءة ولا بالملائمة المالية، إنّما الشرط الوحيد هو الجنسية الفرنسية. ألغت هذه الأحكام بموجب القانون رقم 1128/72 المؤرخ في 21 ديسمبر 1972 الذي حدّد النظام العام لمهنة السمسرة وحدّد أحكامها وشروط ممارستها.

- BEGARD Pierre et Robert Marie-Claude, « Bourse des valeurs », Répertoire commercial, Tome 1, Edition Dalloz, Paris 1997, p 7.

من جهة أخرى نصت المادة الأولى من القانون رقم 1009 الصادر في 28 ديسمبر 1966 على ضرورة تجميع هؤلاء الوسطاء في تنظيم نقابي موحد يأخذ شكل شركة وطنية Une compagnie nationale يقوم على شئونها مجلس نقابي واحد La chambre syndicale.

استمر العمل بنظام السمسار الفرد في التشريع الفرنسي إلى غاية صدور قانون 22 جوان 1988، الذي منع الأشخاص الطبيعية من مزاوله نشاط الوساطة في الأوراق المالية، وجعل هذا النشاط حكراً على الشركات المعتمدة من طرف لجنة عمليات البورصة (COB)⁽¹⁾، تسمى شركات البورصة Société de bourse⁽²⁾. ألغي قانون 1988 بموجب القانون رقم 597 الصادر في 2 جويلية 1996، الذي سمى هذه الشركات بتسمية مقدّمي خدمات الاستثمار "Les prestataires de services d'investissement"⁽³⁾.

أوكل القانون المصري من جهته مهام السمسرة أصلاً للأشخاص الطبيعية⁽⁴⁾، واستثناءً يجوز أن يكون السمسار شركة تضامن أو توصية بشرط أن يكون جميع الشركاء المتضامنين سماسرة⁽⁵⁾. بعد صدور قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، الذي ألغى القانون 161 لسنة 1957، قرّر المشرّع المصري جعل نشاط الوساطة في الأوراق المالية منوطاً بشركات مساهمة أو توصية بالأسهم بعد حصولها على ترخيص بذلك⁽⁶⁾.

تأثّر المشرّع الجزائري بالتطورات الحاصلة في التشريعات المقارنة، فسلك نفس المسار بالتخلي على نظام الوساطة الفرد، واشترطه تأسيس شركات تنشأ خصيصاً لغرض مباشرة نشاط الوساطة في الأوراق المالية. جاء ذلك بموجب المادة 04 من القانون رقم 04/03 المعدلة للمادة 6 من المرسوم التشريعي رقم 10/93⁽⁷⁾.

=- RABUT Albert, Le droit des bourses de valeurs et les agents de change, Editions Litec, Paris, 1983, pp 119- 120.

1 - DEFOSSE Gaston, et BALLEY Pierre, La bourse des valeurs, op.cit, p 10.

- BEGARD Pierre et ROBERT Marie-Claude, Bourse des valeurs, op.cit, p 7.

2 - JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises. Edition Dalloz, Paris, 1994, pp 56 -57.

3 - La loi de modernisation des activités financières du 2 Juillet 1996. modifié par la loi de la sécurité financière du 1^{er} Août 2003 qui a rassemblé tous les prestataires de service d'investissement sous la tutelle de (l'AMF).

- BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, Edition Economica, Paris, 2005, p 301 et suite.

4 - المادة 21 من القانون رقم 161 لسنة 1957 الملغاة بموجب قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

5 - المادة 28 من القانون رقم 161 لسنة 1957 الملغاة بموجب قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

- سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 199.

6 - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 193.

7 - جاء نصها كما يلي: « يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصاً لهذا الغرض والبنوك والمؤسسات المالية ».

يرجع سبب تفضيل نظام السمسار الشركة على السمسار الفرد إلى قدرة الشخص المعنوي على تجميع رؤوس الأموال وإدارتها بواسطة الأجهزة التابعة له الأمر الذي قد يصعب على السمسار الفرد، علماً أن تجميع رأس المال وحسن تسييره هي إحدى الضمانات الأساسية التي يحتاجها المدخرون والمستثمرون⁽¹⁾، إضافة إلى الشروط الصارمة التي يجب توافرها في الوسيط الراغب في الحصول على الاعتماد.

أ - شروط اعتماد الوسيط:

يشترط القانون الجزائري جملة من الشروط، لاعتماد شركة ما لممارسة نشاط الوساطة في الأوراق المالية. حددت هذه الشروط في المادة 6 من النظام رقم 03/96 المتعلق بشروط اعتماد الوساطة في عمليات البورصة وبواجباتهم ومراقبتهم وهي كالتالي:

أ - 1 - شكل الشركة: لم يشترط المشرع الفرنسي في كل من قانوني 22 جوان 1988 و 2 جويلية 1996 شكلاً معيناً في الشركات الراغبة في طلب الاعتماد لممارسة نشاط الوساطة⁽²⁾، إذ اكتفى بإخضاع شركات البورصة Société de bourse إلى القانون التجاري مع ترك الحرية المطلقة للمهتمين في اختيار الشكل الذي تتخذه هذه الشركة⁽³⁾.

منح النظام العام لسلطة السوق المالية Le règlement générale de L'autorité du marché financier (l'AMF) الاختيار لشركات تسيير المحافظ المالية بين الأنواع الثلاثة من الشركات: شركة الأسهم، شركة التوصية بالأسهم، أو شركة التضامن⁽⁴⁾.

1 - أيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة...، مرجع سابق، ص 47.

2 - Les sociétés de bourse peuvent se constituer sous forme de quelconques sociétés commerciales.

- LE GALL Jean-Pierre, Droit commercial, les groupements commerciaux, sociétés commerciales et bourses de valeurs, 13^{ème} édition, Edition Dalloz, Paris, 1992, p 236.

- كذلك: أيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة...، مرجع سابق، ص 48.

3 - في إحصائيات أجريت حول نمط الشركات التجارية المفضلة لممارسة هذه النشاطات بفرنسا سنة 1991، انتهت الدراسة بأنه من بين 58 شركة استثمار مالي موجودة آنذاك، 55 منها اتخذت شكل شركة أسهم، واحدة فقط اتخذت شكل شركة التوصية البسيطة وأخرى توصية بالأسهم والأخيرة اتخذت شكل شركة ذات مسؤولية محدودة.

- سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 206. نقلاً عن:

ESSOMBE MOUSSIO Jean-Jacques, « Les sociétés de bourse », Juris-classeurs commercial, 1992, p2.

4 - Article 322-7 du règlement générale de l'AMF, « *Les sociétés de gestion de portefeuille peuvent être constituées sous forme de société anonyme, de société en commandite par action ou de société au non collectif* ».

- BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers..., op.cit, p 308.

حصر المشرع المصري الأشكال القانونية التي يمكن أن تتخذها شركات السمسرة في شكلان وهما شركة الأسهم وشركة التوصية بالأسهم⁽¹⁾. في حين يشترط القانون المغربي بكل صرامة شكل شركة الأسهم في الوسطاء الماليين وهذا بموجب المادة 36 من القانون رقم 211/93⁽²⁾. أما القانون التونسي فقد احتفظ بنظامي السمسار الفرد والسمسار الشركة وذلك في المرسوم رقم 2478/99، إذ تحدّد مادته الأولى شروط اكتساب الوسيط الفرد لصفة الوسيط وطلبه الاعتماد. أما مادته الثانية تحدّد شروط اكتساب الشركة صفة الوسيط مع جعلها مسبقاً شركة أسهم لا غير⁽³⁾.

اختار المشرع الجزائري شكل شركة الأسهم الشكل الوحيد الذي يجب أن تتّخذه الشركات الراغبة في الحصول على اعتماد اللجنة لممارسة نشاط الوساطة. ويظهر ذلك جلياً من خلال النصوص التالية:

- المادة 6 من المرسوم التشريعي 10/93 قبل تعديلها: « يمكن أن يمارس عمل الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من اللجنة، أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم تنشأ خصيصاً لهذا الغرض ».

- كذلك نصّت المادة 4 من النظام رقم 03/96 على: « لا يمكن ممارسة الوساطة في عمليات البورصة إلا من طرف أشخاص طبيعيين أو شركات أسهم معتمدة من طرف اللجنة ».

- تنص المادة 6 من النظام نفسه: « يجب على شركات المساهمة ... الراغبة في ممارسة نشاط الوسيط في عمليات البورصة ... ».

- جاء نص المادة 1 من التعليم رقم 01/97 المتعلقة بكيفية اعتماد الوسيط في عمليات البورصة في السياق نفسه.

تراجع المشرع الجزائري عن هذا الموقف في القانون رقم 04/03، بموجب المادة الرابعة منه المعدلة للمادة 6 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي جاءت صياغتها كالتالي:

1 - نزولا عند مقتضيات المادتان 28 و 29 من القانون المصري رقم 95 لسنة 1992 المتضمن قانون سوق رأس المال. في ذلك: سيد طه بدوي محمّد، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 199.

2 - « *Seules peuvent être agréées en tant que sociétés de bourse les sociétés qui sont constituées sous forme de société anonyme ayant un siège social au Maroc et ayant pour objet principal les opérations visées par l'article 34 des présent Dahia portant loi* ».

Article 36 du Dahia portant la loi n° 93/211 du 21/09/1993 relatif à la bourse des valeurs modifié et complété par les lois : 34-96 et 29-2000 et 45-2006.

Pour a le texte de loi le site internet :

www.casablanca-bourse.com (date de consultation 19/07/2008).

3 - Article 3 du Décret n° 99/2478 du 01/11/1999 portant statut des intermédiaire en bourse modifié et complété par le décret n° 2007/1678 du 5 Juillet 2007.

« *Les sociétés anonymes désirant exercer l'activité d'intermédiaire en bourse doivent...* ».

Pour a le texte intégral consultez le site web.

www.bunt.com.tn.

« يمارس نشاط الوسط في عمليات البورصة ومراقبتها من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصاً لهذا الغرض والبنوك والمؤسسات المالية ». من خلال استعمال المشرع لعبارة "الشركات التجارية"، ترك حرية الاختيار للوسطاء في اتخاذ أي شكل من الشركات التجارية، ليساير بذلك المشرع الفرنسي في الإصلاحات الأخيرة لقانون السوق المالية.

أ - 2 - رأسمال الشركة: وضعت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حداً أدنى للرأسمال الذي يجب أن تملكه الشركة المرشحة للاعتماد بمليون دينار جزائري. إلا أنه قد يتغير من شركة لشركة أخرى، بحسب النشاط الذي تطلب الشركة الاعتماد لأجله، هذا ما يفهم من العبارة التالية « ... غير أنه يمكنها الخضوع لمقاييس رؤوس أموال خاصة تحددها اللجنة لممارسة نشاطات خاصة »⁽¹⁾. أصابت اللجنة في ذلك، لأن النشاطات المالية التي قد يمارسها الوسيط تختلف من حيث حاجته إلى رؤوس الأموال، فنشاط السمسرة ليس كنشاط السعي المصفاقي، ولا كنشاط إدارة محافظ الأوراق المالية. أمّا عن المليون دينار فهو الحد الأدنى الذي على الشركة أن تمتلكه وهو مرشح للارتفاع حسب طبيعة النشاط⁽²⁾.

انتقد الأستاذ أيت مولود فاتح الحد الأدنى الذي اشترطته اللجنة في الشركة لاعتمادها كوسيط، بمقارنته بالحد الأدنى الذي اشترطه المشرع لتأسيس شركة الأسهم. لأنّ مليون دينار هو الحد الأدنى لتأسيس شركة الأسهم دون اللجوء العلني للادّخار، حسب المادة 594 من التقنين التجاري وكون اللجنة اعتمدت الحد الأدنى نفسه، ففي نظره لا يجوز تأسيس شركة أسهم لممارسة نشاط الوسيط في عمليات لبورصة عن طريق اللجوء العلني للادّخار، إنّما السبيل الوحيد لتأسيسها هو الاكتتاب الخاص أي دون اللجوء العلني للادّخار⁽³⁾.

1 - المادة 6 من النظام رقم 03/96، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وبواجباتهم ومراقبتهم، السابق ذكره.

2 - سارت التشريعات المقارنة على النحو نفسه، فعلى سبيل المثال جعل المشرع المصري الحد الأدنى لرأسمال شركة السمسرة في الأوراق المالية بـ 250 ألف جنيه وبخمس مائة مليون جنيه بالنسبة لشركات إدارة الأوراق المالية.

- أيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة...، مرجع سابق، ص 49.

يشترط المشرع الفرنسي حداً أدنى من رأسمال شركات الاستثمار، الذي يختلف من نشاط إلى آخر كما تختلف الجهة التي تحدّد هذا الحد الأدنى.

L'article L 532-2 du code monétaire et financier « **Le prestataire doit disposer, compte tenu de la nature du service qu'il entend fournir, d'un capital initial suffisant déterminé par le ministre chargé de l'économie pour les entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille, pour ce dernier, le capital initial est déterminé par l'AMF et qui est de 125.000 euros** ».

- Les articles suivants du code monétaire et financier : L 532-3, L 532-9.

- Le règlement n° 96-15 du 20 décembre 1996 modifié par le règlement n° 2000-10 du 8 décembre 2000 relatif au capital minimum des prestataires de services d'investissement.

3 - أيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مرجع سابق، ص 49.

لا أوافق هذا الطرح أو التحليل، ففي نظري أحسنت اللجنة بتبنيها هذا التوجه، لأنّ هذا الحدّ ما هو إلّا حدّ أدنى أي يمكن للشركة أن تتأسّس بأكثر من ذلك بكثير إذا ما شاعت، وحينها لها حرية الاختيار في طريقة التأسيس. في حين لو أنّها جعلت الحدّ الأدنى هو 5 ملايين دينار جزائري، لدلّ ذلك على أنّها تفضّل تأسيس الشركة باللجوء العلني للدّخار وليس العكس. يجب ترك الحرية للشركة في تحديد الرأسمال الذي تشاءه⁽¹⁾، واختيار الطريقة التي تناسبها في التأسيس.

أ - 3 - مقرّ الشركة: يجب على الشركة أن تثبت امتلاكها لمقر في الجزائر، لتتمكّن من طلب الاعتماد لمباشرة نشاط الوساطة في البورصة⁽²⁾. الغرض من هذا الشرط واضح وبسيط هو حماية السوق من الشركات الوهمية من جهة، ومن جهة أخرى حماية المستثمرين الذين يتعاملون مع هذه الشركات خاصة في حالة نشوب نزاعات ووجود دعاوي. بالنسبة للشركات الأجنبية الراغبة في الحصول على اعتماد اللجنة لممارسة نشاط الوساطة في السوق الجزائرية، أن تثبت امتلاكها لفرع لها في الجزائر.

يشترط المشرع على الوسيط حيازة محلات ملائمة لضمان أمن مصالح الزبائن⁽³⁾ ولا فرق أن تكون هذه المحلات مملوكة للشركة أو مستأجرة⁽⁴⁾ ويثبت ذلك بوثائق تقدم للجنة⁽⁵⁾. يقصد بالمحلات الملائمة، تلك التي تحتوي على وسائل العمل اللازمة والكفيلة بممارسة النشاط على أحسن وجه، وكذلك وسائل الأمن المخصّصة لحماية المحلات وملفات الزبائن وأوراقهم المالية. غير أنّ البنوك والمؤسسات المالية التي تطلب الاعتماد لممارسة نشاط الوساطة، وبحكم

1 - رأسمال الشركة المرشحة للاعتماد يتشكّل من رؤوس الأموال الخاصة من رأس المال الاجتماعي والاحتياجات وحصيلة آخر السنة المالية.

MANSOURI Mansour, La bourse des valeurs mobilières d'Algérie, op.cit, p 48.

أيضا المادة 6 من النظام رقم 03/96 المتضمّن شروط اعتماد الوسطاء السابق ذكره.

2 - المادة 6 من النظام رقم 03/96 المتعلّق بشروط اعتماد الوسطاء...، السابق ذكره.

3 - MANSOURI Mansour, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, op.cit, p 48.

4 - المادة 10 من النظام رقم 03/96 السابق ذكره.

5 - ولقد حدّدت اللجنة ذلك في الملحق رقم 1 المرفق بالتعليمية رقم 01/97 المتضمّنة كفايات اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، المتضمن نموذج التعهد الذي يرفقه الوسيط بملف الاعتماد يتضمّن هذا التعهد وصفاً عاماً وشاملاً للشركة وكلّ محتوياتها في البند رقم 3 من الاتفاقية.

3 - « Organisation de la société.

3 - 3 - Moyens techniques envisagé.

* description des bureaux (nombre, location ou en propriété).

* moyens informatiques et communication (nombre de description).

3 - 4 - Matériel et dispositif de sécurité envisagé pour la protection.

* des locaux.

* des fonds et des valeurs (sécurité matériel). »

امتلاكها للمقرّ والمحلات مسبقاً، تشترط اللّجنة فيها شرط آخر، هو أن تبرّر وجود قسم مستقل ضمن مصالحها لضمان استقلالية التسيير، لاسيما المحاسبة بين نشاط الوساطة في البورصة، والنشاط المصرفي المعتاد.

أ - 4 - إدارة الشركة: تناول القانون التجاري بالتفصيل دراسة تفاصيل إدارة شركة الأسهم وأجهزتها⁽¹⁾ فلا داع لسردها، إنما يجب التوقف عند خصوصيات شركة الوساطة. من هذه الخصوصيات اشتراط اللّجنة للكفاءة في المسيرين، أو على الأقلّ المسير المكلّف بالإدارة العامة للشركة. حدّدت اللّجنة معيار هذه الكفاءة بتوافر شروط التأهيل المنصوص عليها في المادة 5 من النظام رقم 03/96. تتعلق هذه المادة بالشروط الواجب توافرها في الشخص الطبيعي الذي يرغب في الحصول على اعتماد اللّجنة لمباشرة نشاطات الوساطة، والشروط الواجب توافرها في المسيرين أو المسير.

تحدّد اللّجنة كفاءة المسيرين بتوافر شروط التأهيل التي تبين الكفاءة العلمية والخبرة المهنية للشخص وهي كالتالي:

- أن يكون حائزاً على شهادة ليسانس التعليم العالي أو شهادة معادلة.
- أن يكون قد تابع بنجاح تكويناً في تجارة وتسيير القيم المنقولة وكسب تجربة مهنية كافية⁽²⁾.
- تثبت الكفاءة والخبرة بالوثائق التي حدّتها اللّجنة⁽³⁾. أمّا فيما يخصّ شرط السمعة والنزاهة فإنّ اللّجنة لم تشترطه في المسير، إنّما اكتفت فقط بشروط التأهيل مع العلم أنّها حينما تعلق الأمر باعتماد الشخص الطبيعي اشترط تمتّعه بالنزاهة المطلوبة لضمان حماية المدخّرين⁽⁴⁾.

- 1 - تناولها في المواد من 610 إلى 685 من النّقنين التجاري.
- 2 - هي المعايير نفسها التي اتّخذها المشرّع المصري في المادة 29 من قانون رقم 95 لسنة 1992. الطاحون نصر على أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، رسالة مقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه بكلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2003، ص 239.
- يعرف هذا المؤلّف في المرجع نفسه، الخبرة بمحصلة التجارب خلال فترة زمنية منصّرة. أمّا الكفاءة فهي القدرة على إنجاز عمل معيّن فباعبار أنّ المسير هو العقل المدبّر لهذه الشركة، فإنّ كفاءة الشركة تستمد من كفاءة المسير.

3 - Une copie certifiée conforme des diplômes requis.

- Une attestation de l'expérience professionnelle.

Article 2 de l'instruction COSOB n° 97/01 fixant les modalités d'agrément des intermédiaires en opération de bourse.

- 4 - المادة 5 من النظام رقم 03/96 المتعلّق بشروط اعتماد الوسطاء السابق ذكره.
- لم تنص اللّجنة صراحة على شرط السمعة والنزاهة لأنّه شرط عام وبديهي في تأسيس كلّ الشركات في القانون الجزائري، إذ يطلب عند إيداع ملفّ التأسيس لدى الموثّق مجموعة من الوثائق منها مستخرج من الصحيفة العدلية للمسير أو المسيرين.

أ - 5 - التفرغ: يقصد بمبدأ التفرغ، أن تنشأ الشركة التي تطلب الاعتماد لممارسة أعمال الوساطة خصيصاً لهذا الغرض، وهو ما اشترطه القانون في المادة 6 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي نصّت: « ... أو شركات ذات أسهم تنشأ خصيصاً لهذا الغرض » والتي عدلت بموجب المادة 4 من القانون رقم 04/03 حيث أنّ المشرّع رغم عدوله عن اشتراط شكل شركة الأسهم في هذه الأخيرة إلاّ أنّه احتفظ بمبدأ التفرغ والتي جاء نصّها كما يلي: « ... من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصاً لهذا الغرض ... ».

وضع المشرع قيداً على مبدأ التفرغ، إذ لا يشترطه في البنوك والمؤسسات المالية التي تطلب الاعتماد لممارسة نشاط الوساطة. فهي تمارس نشاطها الأساسي المتمثل في النشاط المصرفي، الذي حصلت على اعتماد من أجل ممارسته من مجلس النقد والقرض. كون هذه الفئة - أي البنوك والمؤسسات المالية - تلعب دوراً هاماً في حركة الأسواق المالية بصفة عامة. فلا يمكن تطبيق مبدأ التفرغ في مواجهتها وإقصائها من ممارسة هذا النشاط. رغم ذلك فإنّ اللّجنة تشترط من هذه الفئة تبرير وجود قسم مستقل ضمن مصالحها، لضمان استقلالية التسيير لاسيما المحاسبة بين نشاط الوساطة في عمليات البورصة والنشاطات المالية المصرفية⁽¹⁾.

ب - إجراءات اعتماد الوسطاء:

تعتبر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، سلطة ضبط السوق المالية الجزائرية⁽²⁾. أناط بها المشرّع مهمّة السهر على حماية المستثمرين والمدخرين من جهة، والسوق المالية من جهة أخرى. خولت لها كل الوسائل القانونية اللازمة لتحقيق هذه المهمّة، منها مراقبة الأعوان المتدخلين في السوق حتى قبل دخولهم فيها. يكون ذلك عن طريق إجراء الاعتماد المسبق الذي تمنحه اللّجنة لهؤلاء الأعوان، كتأشيرة قبول دخولهم في السوق المالية، إذا توافرت فيهم الشروط الضرورية التي حدّدها مسبقاً، وذلك وفقاً للإجراءات التالية:

ب - 1 - إيداع ملف الاعتماد: حدّدت اللّجنة نموذجاً لطلب الاعتماد في الملحق رقم 2 المرفق بالتعليمية رقم 01/97 المتعلّقة بكيفيات اعتماد الوسطاء⁽³⁾. يودع الوسيط طلب الاعتماد لدى اللّجنة مرفقاً بالوثائق التالية:

- 1 - المادة 7 من النظام رقم 03/96 المتضمّن شروط اعتماد الوسطاء...، السابق ذكره.
- 2 - المادة 12 من القانون رقم 04/03 المعدّلة للمادة 20 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلّق ببورصة القيم المنقولة السابق ذكره.

3 - Article 2 de l'instruction COSOB n° 97/01 fixant les modalités d'agrément des intermédiaires en opérations de bourses.
« La demande d'agrément est adressée à la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse selon le model joint en annexe de la présente instruction ».

- وثيقة تثبت التزام مساهمة الوسيط في صندوق الضمان المنصوص عليه في المادة 64 من المرسوم التشريعي 10/93⁽¹⁾. يتمثل صندوق الضمان حساب مصرفي مفتوح خصيصاً لتغطية و ضمان العمليات المنجزة من قبل الوسطاء حيال زبائنهم⁽²⁾، خاصة حالة إفلاس الوسيط⁽³⁾.
- وثيقة تثبت اكتتاب الوسيط في عقود تأمين تضمن مسؤوليته تجاه الزبائن وخاصة ضد مخاطر ضياع وإتلاف وسرقة الأموال والقيم المودعة لديه⁽⁴⁾.
- وثيقة تثبت التزام اكتتاب الوسيط في جزء من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. حدّدت اللّجنة مقدار الحصص التي يكتتب بها كلّ وسيط بقيمة 2 مليون دينار جزائري⁽⁵⁾. على أن الاكتتاب لا يتم إلا بعد الحصول على موافقة مبدئية من اللّجنة، ومع ذلك يجب على الوسيط وقت إيداع ملف الاعتماد أن يوقع على وثائق تمثل التعهد والالتزام بأداء هذا الاكتتاب⁽⁶⁾.

ب - 2 - دراسة الملف وإصدار القرار بشأنه: تتلقى اللّجنة ملف طلب الاعتماد، وتتولّى لجانها المتخصصة دراسته، والتحقق من مدى توافر وكفاية الضمانات المقدّمة من طرف الوسيط المرشّح للاعتماد، خاصة منها ما تعلّق بتكوين الشركة وهيكلتها، والوسائل التقنية والمالية المسخرة لضمان نجاح نشاطها و ضمان حماية أمن الزبائن ومعاملاتهم. يمكن للجنة إذا رأت نقص في الوثائق المقدّمة أن تطلب استكمالها، كما لها أن تطلب معلومات ووثائق إضافية ضرورية لاستكمال ملف طلب الاعتماد⁽⁷⁾.

- 1 - المادة 64 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتضمّن بورصة القيم المنقولة المعدّل والمتّم « ينشأ صندوق قصد ضمان التزامات الوسطاء في عمليات البورصة حيال زبائنهم ويموّن الصندوق بمساهمات إجبارية يقدّمها الوسطاء في عمليات البورصة ... ».
- 2 - المادة 2 من النظام 03/04 المؤرّخ في 9 سبتمبر 2005 المتعلّق بصندوق الضمان، الجريدة الرّسمية، عدد 22، الصادر في 27 مارس 2005.
- 3 - المادة 6 من النظام رقم 03/04 المتعلّق بصندوق الضمان السابق ذكره.
- 4 - المادة 43 من النظام رقم 03/96 المتعلّق بشروط اعتماد الوسطاء...، السابق ذكره.
- 5 - المادة 3 من النظام رقم 01/97 المعدّلة بموجب المادة 1 من النظام رقم 04/03 المتعلّق بمساهمة الوسطاء في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة السابق ذكرهما.
- 6 - هذا ما جاء في الملحق رقم 3 من التعليم رقم 01/97 السابق الذكر.

7 - « *La commission apprécie les garanties présentées dans le dossier d'agrément notamment en ce qui concerne l'organisation et les moyens techniques et financiers envisagés. La commission peut demander la production de toute information complémentaire qu'elle juge utile pour l'installation de la demande d'agrément* ».

Article 3 de l'instruction COSOB n° 97/01 fixant les modalités d'agrément des intermédiaires. op.cit.

تتظر اللجنة في الملف وتبدي رأيها حوله في أجل أقصاه شهران، ابتداءً من تاريخ استلام الطلب⁽¹⁾. يجب تحليل ما جاء في نص المادة 11 من النظام رقم 03/96، التي تقضي بإصدار اللجنة "الرأي" خلال أجل شهران من إيداع الملف، فما هي طبيعة هذا الرأي، ولما لا تصدر اللجنة قرار بالموافقة أو رفض الاعتماد.

يمتاز الرأي بطبيعته الاستشارية البحتة، إذ لا يلزم الشخص الموجه إليه في شيء. إلا أنه في حالة عدم الموافقة على الطلب فإن اللجنة تصدر مباشرة قرار معطل برفض الاعتماد، أما في حالة الموافقة فإنها لا تصدر قرار الاعتماد إلا بعد استكمال باقي الوثائق والإجراءات المنصوص عليها قانوناً، فالرأي مرحلة أولية وتمهيدية لإصدار قرار الاعتماد.

ب - 2 - 1 - حالة الموافقة على طلب الاعتماد: لا تصدر اللجنة قرار بالموافقة على طلب الاعتماد إنما يمرّ هذا الأخير بمراحل هي:

- **مرحلة إيداع الرأي بالموافقة:** إذا استوفى الملف الشروط اللازمة واستكملت جميع وثائقه تبدي اللجنة رأياً بالموافقة على الملف وليس على طلب الاعتماد ذاته، الذي يؤجل الفصل فيه إلى المراحل الموالية. فهذا الرأي بمثابة رخصة لاستكمال باقي الملف لا غير، مع احتفاظ اللجنة بسلطانها التقديرية لتقرير استحقاق الطلب للاعتماد أم لا. فرأيها الأول لا يلزمها بشيء لهذا تسميها اللجنة بالموافقة المؤقتة⁽²⁾. حينما تبدي اللجنة رأيها بالموافقة تبلغه للمعني بالأمر مع إشعاره برخصة التأسيس Autorisation de constitution. تمكنه هذه الرخصة من استكمال الملف وفقاً لما تطلبه اللجنة دون أن تمنح له الحق في مباشرة نشاط الوساطة لأنه لم يحصل بعد على اعتماد⁽³⁾.

- **مرحلة التأسيس:** تطلب اللجنة من الوسيط الذي تمنحه رخصة التأسيس استكمال الوثائق اللازمة للحصول على الاعتماد، وهي:

- نسخة من القانون الأساسي النهائي للشركة. يقصد بكلمة النهائي أي أن يكون القانون الأساسي مسجلاً ومقيّد بالمركز الوطني للسجل التجاري، ومشهرً بالنشرة الرسمية للإعلانات القانونية (BOAL) (Bulletin officiel des annonces légales).

1 - المادة 11 من النظام رقم 03/96 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء...، السابق ذكره.

2 - المادة 11 من النظام رقم 03/96 المتضمن شروط اعتماد الوسطاء...، السابق ذكره.

3 - « *Lorsqu'elle se prononce favorablement sur la demande d'agrément, la commission notifie au requérant une autorisation de constitution. L'autorisation de constitution délivrée par la commission ne confère pas à son bénéficiaire le droit d'exercer l'activité d'intermédiaire ou opérations de bourse* ».

Article 4 de l'instruction COSOB n° 97/01. op.cit.

- وثيقة تثبت إيداع مساهمة الوسيط في صندوق الضمان.
- وثائق ملكية المحلات وعقود إيجارها مرفقة بمحاضر إثبات محتوياتها من وسائل عمل وتقنيات الأمن والسلامة⁽¹⁾.

يودع الملف التكميلي لدى اللجنة لقاء وصل مؤرخ وممضي يسلم للمعني. للإشارة فإنّ اللجنة لم تحدّد لا في النظام رقم 03/96 وفي التعليمات رقم 01/97، المواعيد الواجب احترامها بين صدور رخصة التأسيس وإيداع الملف التكميلي، فهو ميعاد مفتوح. يستطيع الوسيط استكمال جميع الوثائق، إلّا إذا كان تحديده يتمّ بصورة منفردة ملف بملف أي وقت صدور رخصة التأسيس تشير فيه اللجنة إلى ميعاد معيّن لإيداع الملف.

- مرحلة الاعتماد المؤقت: تملك اللجنة أجل شهرين من تاريخ استلام الملف التكميلي - وهو التاريخ نفسه الثابت على الوصل المسلّم للمرشّح - لإبداء موافقتها أو رفضها طلب الاعتماد.

يمكن للجنة أن ترفض منح الاعتماد بقرار معلّل إذا لم يستوفي الملف الشروط اللازمة. أمّا في حالة الموافقة، فإنّ اللجنة تمنح للمرشّح اعتماداً مؤقتاً وتبلغه بذلك. الاعتماد المؤقت دليل على استفاء الملف للشروط القانونية⁽²⁾، أمّا الاعتماد النهائي فهو متوقّف على اكتتاب الوسيط في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

كيف تفسر حالة سكوت اللجنة بعد انقضاء مهلة الشهرين من إيداع الملف التكميلي؟ فهل يفسّر سكوتها قبولاً أم رفضاً؟ الأرجح أن يكون الجواب لا بالقبول ولا بالرفض لأنّه على اللجنة أن خلال المدّة أن تجيب المعني بالأمر بقرار صريح يبلغ له، فسكوت اللجنة أمر غير وارد، وهذا ما يفهم من نص المادة 6 من التعليمات رقم 01/97⁽³⁾.

- مرحلة الاعتماد النهائي: لا يصبح الاعتماد نهائياً إلّا بعد أن يثبت المترشّح اكتتابه في رأس مال شركة بورصة القيم المنقولة⁽⁴⁾. حدّدت اللجنة مبلغ الاكتتاب بـ 2 مليون دينار

1 - المادة 5 من التعليمات رقم 01/97 المتعلقة بشروط اعتماد الوسطاء... المذكور سابقاً.

2 - « *Un agrément provisoire est accordé si le requérant a rempli toutes les conditions de constitution prévues par le code de commerce ainsi les conditions d'agrément fixes par le règlement COSOB 96/03* ».

Article 7 de l'instruction COSOB n° 97/01. op.cit.

3 - « *L'octroi ou le refus d'agrément est notifié au requérant dans un délai de deux moi à compter de la date de réception du dossier* ».

في تقديري أنّ هذا النص لم يدع مجالاً للجنة للسكوت بعد انقضاء هذا الأجل.

4 - المادة 8 من التعليمات رقم 01/97 المتعلقة بشروط اعتماد الوسطاء السابقة الذكر.

جزائري⁽¹⁾، يثبت ذلك بوصل إيداع مرفق بشهادة اكتتاب تسلّمها الشركة للمترشح، الذي بدوره يودعها لدى اللجنة التي تجعل اعتماده نهائياً. يكون الاعتماد موضوع قرار من اللجنة يتم نشره في النشرة الرسمية للبورصة. يعتبر الاعتماد ساري المفعول ابتداءً من تاريخ صدوره إلى غاية سحبه من الوسيط⁽²⁾.

ب - 2 - 2 - حالة رفض الاعتماد: يحق للجنة إذا بدى لها أن الملف غير مستوفٍ للشروط المطلوبة للاعتماد، وأنه ليس من قبيل النقص الذي يمكن تداركه أو استكمالته لاحقاً، أن تصدر قراراً برفض الاعتماد. يتضح جلياً أنه في حالة رفض الاعتماد، تصدر اللجنة قراراً وليس رأياً، كما سبق الإشارة إليه، لذا كان من الأجدر إعادة صياغة المادة 11 من النظام رقم 03/96، بشكل يكون فيه إيداع الرأي خاص فقط بحالة الموافقة المبدئية المؤقتة، على أن تستعمل اللجنة لفظ قرار بشأن رفض الاعتماد⁽³⁾، نظراً لما يحمله من آثار.

يجب أن يكون قرار الرفض معللاً وباتاً، بمعنى أن اللجنة لا تعاود النظر فيه إلا بتقديم طلب جديد يأخذ فيه المترشح بالاعتبار أسباب الرفض المبينة في تعليل اللجنة المرفق بقرار الرفض. إذا لم يقتنع المترشح بالتبريرات التي قدمتها اللجنة لتعليل رفضها، له أن يلجأ إلى الجهات القضائية طاعناً في هذا القرار.

ب - 2 - 3 - حالة تحديد الاعتماد: تبدي اللجنة قرارها بالموافقة المؤقتة إذا اتضح لها أن الملف مستوفي لجميع الشروط، ورغم ذلك الإمكانات المتاحة للمترشح، لا تؤهله للقيام بجميع النشاطات التي يرغب ممارستها. تصدر اللجنة حينها قراراً بمنح الاعتماد مع تحديد النشاط، أي إنقاص بعض النشاطات التي طلبها المترشح.

يبلغ قرار تحديد الاعتماد للمعني بالأمر مرفقاً بالتبريرات اللازمة، مع احتفاظه بحق الطعن وفقاً للأوضاع السابق شرحها في حالة رفض الاعتماد. للإشارة فإن المادة 9 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 لم تكن تمنح حق الطعن للمترشح في حالة تحديد الاعتماد، إذ جعلت

1 - المادة 3 من النظام رقم 01/97 المعدلة بموجب المادة الأولى من النظام رقم 04/03 المتضمن مساهمة الوسطاء في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

2 - المواد 13 و 14 من النظام رقم 03/96 المتضمن شروط اعتماد الوسطاء، السابق ذكره.

3 - يجب إعادة صياغة المادة 11 من النظام رقم 03/96 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء السابق ذكره على النحو التالي: « للجنة في أجل أقصاه شهران ابتداءً من تاريخ استلام الطلب، أن تبدي رأياًها بالموافقة وتبلغ للطرف المعني موافقة مؤقتة، أو تصدر قراراً معللاً برفض الاعتماد وتبليغه للطرف المعني ».

هذا الحق مقصوراً على حالة رفض الاعتماد فحسب⁽¹⁾. إلا أن نصها الجديد بعد تعديله سنة 2003 منح الحق نفسه في الطعن المترشح الذي قررت اللجنة تحديد اعتماده⁽²⁾.

ثانياً - اختصاص القضاء الإداري بالنظر في الطعن ضد قرار رفض الاعتماد:

نصت المادة 9 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على حق المترشح في الطعن ضد قرار اللجنة المتضمن رفض الاعتماد، لكن صياغة هذه المادة كان يشوبها غموض كبير، فهي لم تحدد طبيعة الطعن الذي يمكن مباشرته ولا الجهة القضائية المختصة ولا ميعاد الطعن.

تدارك المشرع هذا الغموض في القانون رقم 04/03 بموجب المادة 6 منه المعدلة للمادة 9 والتي جاء نصها كما يلي: « يجوز لطالب الاعتماد أن يرفع طعناً بالإلغاء ضد قرار اللجنة أمام مجلس الدولة في أجل شهر (1) واحد من تاريخ تبليغ قرار اللجنة ». هذه المادة أزلت الغموض وعينت الجهة المختصة بالنظر في الطعن وهي مجلس الدولة.

اعتمد المشرع على المعيار العضوي لتحديد الجهة القضائية المختصة، لأن الهيئة المصدرة للقرار هيئة إدارية مستقلة، كما أخذ بالمعيار الموضوعي لأن القرار محل الطعن قرار يتضمن رفض الاعتماد وهو قرار إداري. بما أن اللجنة ليست هيئة محلية فمن البديهي باجتماع هذه المعايير أن يعود الاختصاص لمجلس الدولة. أصاب المشرع في ذلك، وهو الموقف نفسه الذي اتخذته بشأن الطعن بالإلغاء ضد القرار القاضي برفض الترخيص لمزاولة النشاط المصرفي الصادر عن مجلس النقد والقرض⁽³⁾، وهو النهج الذي انتهجه المشرع الفرنسي بشأن العديد من الهيئات الإدارية المستقلة⁽⁴⁾.

نظم ميعاد الطعن بموجب المادة 9 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 تحيل إلى القواعد العامة في الإجراءات المدنية بشأن إجراءات الطعن ومواعيده. بعد تعديلها بموجب القانون رقم

1 - « يجب أن يكون قرار اللجنة مبين الأسباب في حالة رفضها الاعتماد ويحتفظ طالب الاعتماد بحقه كاملاً في الطعن المنصوص عليه في التشريع المعمول به ».

2 - جاءت صياغتها الجديدة على النحو التالي: « ... في حالة رفض الاعتماد أو تحديده يجب أن يكون قرار اللجنة معللاً. يجوز لطالب الاعتماد أن يرفع طعناً بالإلغاء ضد قرار اللجنة أمام مجلس الدولة في أجل شهر واحد من تاريخ تبليغ القرار ».

المادة 6 من القانون رقم 04/03 المعدلة للمادة 09 من المرسوم التشريعي رقم 10/93.

3 - المادة 50 من قانون النقد والقرض، السابق ذكره. ولشرح أوفر تدريست كريمة، النظام القانوني للبنوك في القانون الجزائري...، مرجع سابق، ص 117.

4 - GUEDON Marie-José, Les autorités administratives indépendantes, édition L.G.D.J, Paris, 1991, p 126, 127.

03-04 حددت ميعاداً دقيقاً للطعن وهو شهر واحد من تاريخ تبليغ قرار الرفض⁽¹⁾. يأخذ على المشرع الجزائري عدم توحيد مواعيد الطعن ضد قرارات الهيئات الإدارية المستقلة، فعلى سبيل المثال ميعاد الطعن بالإلغاء أمام مجلس الدولة ضد قرار رفض الترخيص الصادر عن مجلس النقد والقرض هو 60 يوماً.

الفرع الثاني

علاقات الوسيط الخاضعة للاتفاق

أجمعت كل التشريعات على ضرورة تدخل الوسيط لتنفيذ عمليات السوق المالية، و ليس في شراء وبيع الأوراق المالية فحسب وإنما لتحقيق غاية أسمى من ذلك تكمن في توفير الحماية اللازمة لكل المتدخلين والمستثمرين داخل هذه السوق. خاصة حينما يكون هؤلاء غير مؤهلين لأداء تلك العمليات بحكم عدم تخصصهم وتمكنهم من فنيات هذا النشاط. وحتى لا يقعوا فريسة لاستغلال المضاربين المحترفين، أوجبت التشريعات تدخل من هم أهل الخبرة في عمليات البورصة وأصول السوق المالية مع تمتعهم بالملائمة المالية اللازمة لتحقيق هذا الغرض⁽²⁾.

أسندت كل التشريعات حق احتكار نشاط الوساطة في الأوراق المالية إلى الوسيط⁽³⁾ بعد اعتمادهم من طرف سلطة السوق المالية. هذا المشرع الجزائري حذو هذه التشريعات، فجعل مهنة الوساطة بين فئة المدّخرين والمستثمرين حكراً على الوسيط في عمليات البورصة المعتمدين من قبل اللجنة، طبقاً لما نصت عليه المادة 04 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي تنص على ما يلي: «يقوم بالمفاوضات والمعاملات داخل البورصة ووسطاء في عمليات البورصة».

إذا كان الوسيط يخضع لقواعد القانون العام و للقضاء الإداري في علاقته بلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، إلا أنه يخضع للقانون الخاص و للاتفاق في علاقته مع الزبائن (أولاً)، وفي علاقته مع مستخدميه وهم المفاوضين (ثانياً).

1 - على أن يبت مجلس الدولة في الطعن بالإلغاء ويصدر قراره خلال ثلاثة أشهر من تاريخ تسجيله. المادة 6 من قانون رقم 04/03 المعدلة للمادة 9 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 السابق ذكره.

2 - أبو طالب صالح أمين دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية، دراسة مقارنة في القانون المصري والفرنسي، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص 7.

3 - أيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسيط في عمليات البورصة في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص 60

أولاً - علاقة الوسيط بالزبون علاقة عقدية:

تعتبر مهنة الوساطة أو السمسرة مهنة عريقة وذات قيمة كبيرة في كل المجتمعات. حيث يعفي الوسيط عميله مشقة ترصد الأسعار المناسبة للسلع المناسبة⁽¹⁾، يرتبط الوسيط بزبونه بعقد تتحدد في حقوق والتزامات كلا الطرفين. لمعرفة القواعد القانونية المطبقة على هذا العقد، يجب تحديد نطاقه بإبراز خصائصه وتمييزه عن بعض العقود المشابهة له.

أ - خصائص عقد الوساطة في الأوراق المالية:

يمتاز عقد الوساطة في الأوراق المالية بجملة من الخصائص منها:

أ - 1 - عقد رضائي: يعتبر عقد الوساطة عقد رضائي تكفي لإبرامه وترتيب آثاره إرادة الأطراف، دون الحاجة إلى إفراغه في قالب شكلي معين وهو ما جرى العمل به في أغلب التشريعات⁽²⁾. يكفي لانعقاد عقد الوساطة في الأوراق المالية مجرد اتصال هاتفي من العميل وإعطاء أوامره بالبيع أو الشراء للوسيط كي ينعقد العقد بينهما صحيحاً وتاماً، وإن كانت الكثير من التشريعات تشترط استتباع الأمر الهاتفي بعقد كتابي لاحق، لا شيء إلا ليكون وسيلة إثبات بين الطرفين وفي مواجهة الغير، دون أن ينقلب العقد من عقد رضائي إلى عقد شكلي.

سار على هذا النهج المشرع الجزائري، حينما أباح تلقي الوسيط لأوامر زبونه بأية وسيلة وترك تحديدها لإرادة الطرفين، هذا ما نصت عليه المادة 96 من نظام اللجنة رقم 03/97⁽³⁾. وفي حالة إرسال الأمر عن طريق الهاتف، يجب على الأمر تأكيد إرسال الأمر كتابياً، إلا أن الأوامر التي يبادر إليها الوسيط في عمليات البورصة في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل، يجب أن تكون محل وثيقة مكتوبة ترسل من قبل الشخص المكلف بتسيير محفظات الأوراق المالية للزبون إلى الشخص المكلف بعمليات المفاوضة⁽⁴⁾. لا يجب الخلط بين رضائية عقد الوساطة المبرم بين الوسيط والعميل، وبين الشكلية اللازمة توافرها في تنفيذ الأمر⁽⁵⁾، لأن

1 - كان أول ظهور لسماسرة الأوراق المالية في إنجلترا عام 1988. في ذلك: الحمراني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية وفقاً للقانون رقم 95 لسنة 1992 في شأن سوق رأس المال، رسالة مقدّمة لنيل درجة الماجستير في الحقوق، جامعة القاهرة، 2000، ص 74.

2 - الحمراني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 68.

3 - « يتم إرسال أمر من الأمر إلى الوسيط في عمليات البورصة بأنه وسيلة وفقاً للشروط المحددة بين الزبون ووسيط في عمليات البورصة في اتفاقيات الحساب الموقعة بين الطرفين عند فتح حساب السندات ».

4 - الفقرة 02 من المادة 97 من نظام اللجنة رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة السابق ذكره.

5 - الحمراني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 68.

الكتابة هنا شرط للإثبات وليست شرط للانعقاد.

أ - 2 - عقد الوساطة عقد معاوضة: يحصل الوسيط لقاء الخدمات التي يقدمها على مقابل يلتزم الزبون بدفعه، فهو ليس من قبيل العقود التبرعية. وضعت بعض التشريعات حداً أدنى للعمولة التي يقبضها الوسيط، منها المشرع المصري جعل مبلغ العمولة لا يقل في جميع الأحوال عن اثنان جنيه (02 جنيه)⁽¹⁾ وهو نص أمر من حيث حدّه الأدنى لاستبعاد الصفة التبرعية عن عقد السمسرة⁽²⁾. أما الحد الأقصى لهذه العمولة في التشريع المصري حدد بموجب قرار من وزير الاقتصاد، بناءً على اقتراح من هيئة سوق المال، كما نصت عليه المادة 24 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992. عكس ما هو عليه الحال في بريطانيا حيث يقوم تحديد العمولات على مبدأ المنافسة الحرة دون تدخل السلطات في ذلك⁽³⁾، فهو مجال خصب للتنافس بين شركات السمسرة، على عرض أحسن الخدمات بأحسن الأسعار لجلب العملاء وهو أمر لا يمكن إلا أن يخدم السوق المالية.

هجرت العديد من الدول المتقدمة نظام التحديد المسبق للعمولات التي يتلقاها الوسيط من زبونه، وذلك بغرض دفع عجلة التنافس بين المتدخلين في السوق المالية التي تؤدي بدورها إلى تفعيل هذه السوق. لأن التحديد المسبق من قبل الهيئات المختصة يعد قيداً خافياً للتنافس الحر بين الوسطاء، الشيء الذي يؤدي إلى ركود السوق المالية. تعد الولايات المتحدة الأمريكية أول دولة انقلبت ضدّ هذا النظام، وكان ذلك في التعديل الحاصل سنة 1997 وهو القانون المعروف بـ "May Day". سرعان ما تأثرت به باقي الدول الأوروبية منها لندن سنة 1986⁽⁴⁾.

أراد المشرع الجزائري أن يؤسس مبدأ المنافسة الحرة بين الوسطاء، بعدم تحديده لا للحد الأدنى ولا للحد الأقصى للعمولات التي يقبضها العميل لقاء خدماته. إنّما جعلها خاضعة لإرادة المنفردة للوسيط، الذي يحدّد سلماً أو جدولاً بالعمولات التي يتلقاها مقابل كلّ خدمة، ويلتزم بإطلاع العميل عليها قبل إبرام اتفاقية فتح الحساب كما تطلع عليها اللجنة مسبقاً. هذا ما تقتضي

1 - نصت عليه المادة 3 فقرة 1 من القرار الوزاري (المصري) رقم 478 لسنة 1994، نقلا عن الحمراني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 68.

2 - قد تعلن بعض شركات السمسرة عن جعل عمولاتها مقابل خدمات معينة هو هذا الحد الأدنى أي 2 جنيه، بغرض الإشهار والترويج، أو كمعاملة خاصة لزبون خاص رغبة في الاحتفاظ به نظراً لأهمية حجم تعاملاته في السوق المالية فتسعى شركة السمسرة لمكافئته على ثقته بها. الحمراني صالح راشد، المرجع نفسه، ص 69.

3 - أيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مرجع سابق، ص 85.

4 - LAMY Pierre, Les bourses de valeurs, Editions Economica, Paris, 1995, p 41.

به المادة 25 من النظام رقم 03/96⁽¹⁾ بنصّها على ما يلي: « يكافئ الوسطاء بعنوان العمليات والخدمات المقدّمة للزبائن عن طريق عمولات تعلق تعريفاتها داخل محلات الوسطاء وتطلع عليها اللّجنة ». وأكّدت على ذلك المادة 3 من نظام اللجنة رقم 05-97⁽²⁾ بنصّها على: « خلال تحرير اتفاقية الحساب يقوم الوسيط في عمليات البورصة بتسليم إلى الزبون جدول العمولات التي يدفعها مقابل الخدمات المقدّمة له ».

توضّح الاتفاقية كافة التغيرات التي تمس العمولات بأنّها تؤدّي إلى إشعار الزبون في مدّة تطبيقها المتّفق عليه من قبل الأطراف المسجّلة في الاتفاقية ».

سلك المشرّع الجزائري مسلك الدول المتقدّمة في فتح باب المنافسة لتحديد هذه العمولات، مع أنّ السوق المالية الجزائرية غير مهيّئة لذلك لأنها تزال في عهدها الابتدائي في نشاطها، وجعل المعيار الوحيد لتحديد هذه العمولات هو الإرادة المنفردة للوسيط لا غير هو الذي أدّى إلى ضخامة حجم هذه الأخيرة وبذلك تكون عقبة، أمّا إقبال المستثمرين خاصة صغار المدّخرين منهم للاستثمار في القيم المنقولة.

لا تؤثر العمولة التي يقبضها الوسيط كثيرا في المستثمر حينما تكون الاستثمارات ضخمة، عكس المدخر البسيط الذي يوجّه دخله للاستثمار داخل البورصة، وهو يرى جزء من مدخّراته تتبخّر هنا وهناك في دفع المصاريف والعمولات لقاء مخاطر كبيرة وفائدة قليلة، الأمر الذي سيدفع به إلى الاحجام عن هذا النوع من الاستثمارات.

أ - 3 - عقد الوساطة في الأوراق المالية من عقود المساومة: استقرّ الفقه والقضاء على أنّ عقود الإذعان، هي تلك العقود التي تتعلّق بسلع أو خدمات ضرورية بالنسبة للمستهلكين أو المنتفعين بها. يحتكرها مقدّم السلعة أو الخدمة احتكارا قانونيا أو فعليا، مع اعتبار تلك السلعة أو الخدمة ضرورية لطالبيها وليس لهم غنى عنها أي لا تستقيم مصالحهم بدونها. يتمتع عارض السلعة أو الخدمة بمركز القوة فيملي شروطه على الطرف الثاني، الذي ماله إلا الموافقة عليها

1 - نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03/96 المؤرّخ في 3 جويلية 1996 المتعلّق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وبواجباتهم ومراقبتهم، الجريدة الرّسمية، عدد 36، الصادر في 1 جوان 1997.

2 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 05/97 المؤرّخ في 25 نوفمبر 1997 المتعلّق باتفاقية فتح الحساب بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم، الجريدة الرّسمية، عدد 87، الصادر في 29 ديسمبر 1997. ألغي هذا النظام بموجب النظام رقم 02/03 المؤرّخ في 18 مارس 2003، المتعلّق بمسك الحسابات وحفظ السندات، الجريدة الرّسمية، عدد 73، الصادر في 30 نوفمبر 2003.

والتعاقد على أساسها، أو رفضها والامتناع عن التعاقد أصلاً⁽¹⁾.

ظهرت أهمية البحث في مدى اعتبار عقد الوساطة من عقود الإذعان، حينما صارت مهنة الوساطة في الأوراق المالية مهنة مقننة تحتكر ممارستها فئة من الأشخاص المعتمدين خصيصاً لهذا الغرض⁽²⁾. علماً أنّ هؤلاء الوسطاء تربطهم بزبائنهم عقود أو اتفاقيات نموذجية محدّدة مسبقاً تتولّى هيئة السوق تحديد البنود الإجبارية الواجبة التوافر فيها⁽³⁾.

يتمتع القاضي في عقود الإذعان بسلطة تعديل بعض بنود العقد التي يراها الطرف الضعيف مجحفة وتعسّفية، وإذا تضمّن العقد أي غموض أو شك فإنّ هذا الشك يفسّر دائماً لمصلحة الطرف الضعيف⁽⁴⁾. اعتبار عقد الوساطة من عقود الإذعان سيؤدي إلى تطبيق هذه الأحكام عليه لكنه ليس كذلك، إذ رغم انطوائه على بعض عناصر عقد الإذعان، إلّا أنّها غير مكتملة. فلا يكفي وجود احتكار يمارسه الوسطاء على هذه المهنة، ولا يكفي تقنين العقد وتنظيم الشروط مسبقاً دون مساومة مع الطرف الثاني، بل يجب أن تكون هذه السلعة أو الخدمة ضرورية للمتعاقد ولا غنى له عنها.

لا يمكن تطبيق أحكام عقد الإذعان على عقد الوساطة، لأنّ الخدمة التي يقدّمها الوسيط استثمارية، من رغب بها وبشروطها المسبقة تعاقد مع الوسيط وقد يحقق بذلك أرباحاً كما قد تلحقه خسارة، ومن لا يرغب فله أن يوظّف أمواله في قنوات استثمارية أخرى⁽⁵⁾. لذا تنتفي صفة الإذعان على عقد الوساطة في الأوراق المالية، وتتعهد السلطة التقديرية للقاضي في تعديل بنود العقد أو مراعاة الطرف المذعن عن تأويل العقد.

1 - للبحث في تفاصيل عقد الإذعان التي لا يسعنا عرضها خلال هذا البحث توجّه القارئ الاطلاع على أمّهات من كتب القانون المدني، نذكر منها على سبيل المثال عبد الرزاق أحمد السنهاوي، الوسيط في شرح القانون المدني، الجزء الأول، مصادر الالتزام، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1964، ص 244.

كذلك عبد المنعم فرج الصده، مصادر الالتزام، دار النهضة العربية، القاهرة، 1992 ص 119 وغيرها من الكتب.

2 - أبو طالب صالح أمين، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 9 و 10.

3 - حدّدت اللجنة هذه البيانات الإجبارية التي يجب أن تتضمنها اتفاقية فتح الحساب بين الوسط والزيبون في النظام رقم 05/97 السابق الذكر كما أصدرت التعلّيمية رقم 02/98 في 10 ماي 1998 المتضمّن نموذج اتفاقية الحساب بين الوسطاء في عمليّات البورصة وزبائنهم.

4 - حسب نص المواد 110 و 112 من التقنين المدني الجزائري التي تنص على التوالي:

« - إذا تمّ العقد بطريقة الإذعان وكان قد تضمّن شروطاً تعسّفية جاز للقاضي أن يعدّل هذه الشروط أو أن يعفي الطرف المذعن منها وذلك وفقاً لما تقتضيه به العدالة ويقع باطلاً كلّ اتفاق على خلاف ذلك ».

والمادة 112 تنص على: « يؤوّل الشك في مصلحة المدين غير أنّه لا يجوز أن يكون تأويل العبارات الغامضة في عقود الإذعان ضاراً بمصلحة الطرف المذعن ».

5 - الحمراني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 80.

أ - 4 - هو عقد تجاري: جعل القانون التجاري الجزائري كلّ عملية مصرفية صرف أو سمسرة عمل تجاري بحسب الموضوع⁽¹⁾. من هذا المنطلق يعتبر عقد السمسرة عملاً تجارياً بالنسبة للسّمسار، يكسبه صفة التاجر سواء كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً⁽²⁾. كما تعتبر السمسرة عملاً تجارياً سواءً توسط السّمسار في إبرام عقود مدنية أو تجارية⁽³⁾.

تسبغ الصفة التجارية على السّمسار، بغض النظر عن صفة العميل⁽⁴⁾، إذ يجب التفرقة بين نوعين من العملاء، الأول هو ذلك الذي يشتري الأوراق المالية بنية توظيف أمواله، لا بنية المضاربة وتحقيق الأرباح بين فارق الأسعار، فتكون أعمال هذا العميل مدنية بحتة. أمّا النوع الثاني فهو الذي يهدف من وراء هذه العملية إلى المضاربة وتحقيق الربح وهما عنصران أساسيان لاعتبار أي عمل تجاري فيكون عمل الزبون تجارياً⁽⁵⁾.

تمكن أهمية البحث في الطبيعة التجارية للعقد ولأطرافه، في معرفة القانون الواجب التطبيق والقضاء المختص، وفي مدى تطبيق الأحكام التجارية على التصرف منها قواعد الإثبات والإفلاس والإعذار... وغيرها.

ب - تمييز الوساطة في البورصة عن النشاطات المشابهة لها:

يختلف وسطاء الأوراق المالية عن الوسطاء الآخرين الذين ينشطون في مجال المنقولات

- 1 - الفقرة 13 من المادة الثانية من التقنين التجاري الجزائري على أن الأصح هو النص الفرنسي الذي استعمل valeurs mobilières بدلاً من القيم العقارية باللغة العربية.
- 2 - الفتلاوي سمير جميل حسن، العقود التجارية الجزائرية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1987، ص 438 - 439.
- 3 - العريني محمد فريد ودويدار هاني، أساسيات القانون التجاري، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2004، ص 57. فقد كان التقنين التجاري المصري القديم بدرجة أعمال السمسرة ضمن عمّال التجارة المنفردة أي تلك التي تكتسب الصفة التجارية ولو وقعت على سبيل الانفراد. ومع ذلك فقد أثر الخلاف آنذاك حول مدى توقّف الصفة التجارية للسّمسرة على طبيعة الصفقة المراد إبرامها. فأيد عدد من الفقهاء بعض الأحكام القضائية فيما ذهبت إليه في إضفاء الطابع التجاري للسّمسرة حينما يكون العقد الذي يهدف السّمسار بوساطته إلى إبرامه تجارياً. أمّا إذا كان العقد الأصلي مدنياً فإنّ التوسط في إبرامه أي السّمسرة المرتبطة به، تعتبر عملاً مدنياً.
- لكنّ الرأى الراجح في الفقه وهو ما أكّدته أيضاً محكمة النقض المصرية، قد استقرّ على خلاف ذلك، فالمشرّع في نظر هذا الرأى قد ضمن السّمسرة في الأعمال التجارية دون شرط أو قيد وهو نص واضح في إطلاعه وعمومه. وترتبط على ذلك انتهى هذا الرأى إلى أنّ السّمسرة تعتبر عملاً تجارياً مدنية كانت الصفقة التي توسط السّمسار في إبرامها أم تجارية. في هذا الشرح الفقي محمد السيد، مبادئ القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2002، ص 106 و 107.
- 4 - القيلوبي سميحة، شرح العقود التجارية، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1992، ص 118.
- كذلك عوض علي جمال الدين، العقود التجارية، دار النهضة العربية (د ت ن)، ص 112.
- 5 - الحمراني صالح راشد، دور شركات السّمسرة في بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 72.

والعقارات، بل وأن عملهم وتعاقدهم ذو طبيعة خاصة، كونهم يتلقون أوامر الزبائن بالهاتف أو الفاكس أو التلكس أو غير ذلك، ويسعون لتنفيذها حال وصولها إليهم حسب نوع وطبيعة الأمر⁽¹⁾.

ب - 1 - تمييز السمسرة في الأوراق المالية عن السمسرة العادية: تتفق السمسرة في الأوراق المالية مع السمسرة العادية، في أن كلاهما عملية وساطة بين المتعاملين، فكلّ منهما يمهّد لإبرام عقود أخرى⁽²⁾ غير أنّهما يختلفان في وجوه عدّة.

- **إباحة التوسط:** إذا كانت السمسرة طبقاً للقواعد العامة حرفة مباحة يستطيع كلّ شخص أن يباشرها مع الالتزام بالقانون والعرف التجاري، فإنّ السمسرة في الأوراق المالية لا يجوز لأي شخص مباشرتها، إلّا بعد الحصول على ترخيص بذلك من الجهات المختصة⁽³⁾، التي لا تمنحه إلّا بعد التحقق من توافر شروط وصفات معينة في طالب الترخيص. لذا يمكن القول أنّ السمسرة في الأوراق المالية ليست سمسرة حرّة إنّما سمسرة مقنّنة⁽⁴⁾.

أضف إلى ذلك إجماع التشريعات على جعل التداول داخل البورصة محصوراً على الوسطاء المعتمدين ورتبت جزاء البطلان على كلّ العمليات الواردة على القيم المنقولة المتداولة داخل البورصة دون وسيط معتمد⁽⁵⁾.

- **موضوع التوسط:** تتمثل مهنة السمسار طبقاً للقواعد العامة، في القيام بأعمال مادية تكمن في البحث عن متعاقد آخر يتعاقد مع العميل الذي وسطه أو إقناع شخص معين بقبول هذا التعاقد. تنتهي مهمّة السمسار بمجرد تلاقي الإيجاب والقبول⁽⁶⁾. في حين أنّ مهمة سمسار الأوراق المالية مغايرة لذلك تماماً، فهو يتلقّى أمر العميل بالبيع أو الشراء ويبحث لدى زملائه السماسرة عن عرض يطابق رغبة عميله، فما إن يجد حاجته حتى يتعاقد باسمه الشخصي

1 - الأبيوكي عادل رمضان، « دور وسطاء الأوراق المالية في تشريعات البورصات العربية، دراسة مقارنة »، مجلة الأهرام الاقتصادي، العدد الأول، مارس 1991، ص 50.

2 - سيد طه محمد بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 191.

3 - أيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص القانون، جامعة تيزي وزو، 2012، ص 200.

4 - « Le courtage en matière de valeurs mobilières n'est pas un courtage libre mais un courtage réglementé ».

DE JUGLART Michel et IPPOLITO Benjamin, Traité de droit commercial, Tome 7, Banque et bourse, 3^{ème} édition Montchrestien, Paris, 1991, p 780.

5 - هذا ما تبناه المشرّع الجزائري في المادة 4 و 5 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 ورتّب لها جزاء مدنياً وجنائياً في المادة 58 من المرسوم نفسه.

6 - أيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص 200.

ويلتزم بتنفيذ العملية في مواجهة زبونه، بأن يسلم له الأوراق المشتراة إن كان مشتريا، أو الثمن المقبوض إن كان بائعا⁽¹⁾.

ب - 2 - التمييز بين السمسرة في الأوراق المالية عن الوكالة في العقود: الوكالة عقد بمقتضاه يفوض شخص يسمى الموكل شخصا آخر يسمى الوكيل، للقيام بعمل شيء باسم ولحساب الموكل⁽²⁾، في حين أن الوسيط أو السمسار في الأوراق المالية يتعاقد باسمه هو⁽³⁾. كما أن الوكيل في الوكالة ينوب الموكل في القيام بتصرف قانوني، أما السمسار فهو يقوم لحساب العميل بتصرفات قانونية وأعمال مادية تتمثل في التفاوض على القيم المنقولة داخل مقصورة البورصة.

اعتبرت محكمة النقض المصرية السمسار وكيلا حيث عرفته في القرار 539 الصادر في 1975/01/07 والذي جاء كما يلي: « السمسار وكيل يكلفه أحد التعاقدين بالتوسط لدى العاقد الآخر لإتمام صفقة بينهما بأجر يستحق له بمقتضى اتفاق صريح أو ضمني يستنتج من طبيعة عمله عند نجاح وساطته بإبرام عقد الصفقة على يده »⁽⁴⁾، وهو قرار لم يتقبله الكثير من الفقه⁽⁵⁾.

ب - 3 - تمييز عقد الوساطة عن الأوراق المالية في عقد العمل: لا يعمل الوسيط في سمسرة الأوراق المالية تحت إشراف العميل، لأن العميل ليس برب العمل، إنما هو شخص يحتاج إلى مهارات وفنيات الوسيط خاصة أن التفاوض في القيم المنقولة حكرا على الوسطاء. كما لا يقوم الوسيط بعمل مادي لحساب العميل فحسب، إنما يقوم بعمل قانوني هو نقل ملكية الأوراق المشتراة باسم العميل المشتري أو نقل ثمن هذه الأوراق لحساب العميل إذا كان مشتريا، كما تنعدم علاقة التبعية بين الوسيط والعميل التي تربط العامل برب العمل⁽⁶⁾.

1 - انظر، سيد طه محمد بدري، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 193، نقلا عن:

PACHE (C), Le contrat de commission appliqué en commerce de valeurs mobilières, Thèse de doctorat, Lausanne, 1956, p 14.

2 - المادة 571 من التقنين المدني الجزائري.

كما نصت عليه المادة 699 من القانون المدني المصري وكذلك المادة 1984 من القانون المدني الفرنسي.

3 - القيلوبي سميحة، شرح العقود التجارية، مرجع سابق، ص 128.

4 - بن مدني أحمد، الوساطة في المعاملات المالية - السمسرة - مرجع سابق، ص 19. نقلا عن أحمد حسني، قضاء النقض التجاري، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1992، ص 221.

5 - بن مدني أحمد، الوساطة في المعاملات المالية...، المرجع نفسه، ص 19.

6 - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 195.

ج - تكييف عقد الوساطة في الأوراق المالية:

انتهى القفه المصري⁽¹⁾ والفرنسي⁽²⁾ إلى تكييف عقد السمسرة في الأوراق المالية بالوكالة بالعمولة، لكن هذا التكييف لا ينطبق مع التشريع الجزائري وذلك لعدة أسباب. فالمشرع الجزائري على خلاف باقي هذه التشريعات لم ينص في القانون التجاري على الوكالة بالعمولة. بل اكتفى في المادة 34 منه بالنص على الوكالة التجارية⁽³⁾ بصورة عامة.

نظم القانون التجاري الجزائري مجموعة من العقود التجارية، دون أن يخص أحكام لعقد الوساطة أو السمسرة. من هنا ظهرت أهمية البحث في تكييف هذا العقد لتحديد لعقود التي يندرج فيها والأحكام المطبقة عليه. حيث أنّ تحديد الطبيعة القانونية للعقد هو الكفيل بتحديد الحقوق والالتزامات الناشئة عنه⁽⁴⁾.

يكتسي التكييف القانوني للعقد وتحديد طبيعته القانونية أهمية كبيرة، تمكن في ضبط أحكام هذا العقد من حقوق والتزامات. لم ينظم المشرع الجزائري هذا العقد في القانون التجاري، بل أثر أن يترك ذلك للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بحكم تخصصها وبحكم السلطة التنظيمية التي خولها القانون إياها، لذا نظمت اللجنة عملية الوساطة في الأوراق المالية بموجب النظام رقم 03/96⁽⁵⁾ وكذلك النظام 05/97⁽⁶⁾، اللذان اعتبرا عقد الوساطة عقداً مستقلاً منظم بأحكام خاصة.

د - نشاط الوسيط:

يياشر الوسيط نشاطه في مجال القيم المنقولة بمجرد حصوله على اعتماد اللجنة، بحسب

- 1 - في ذلك: سيد طه بدوي محمّد، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 193.
أما عن تعريف الوكالة بالعمولة في التشريع المصري، فتعرّفه الفقرة الثانية من المادة 81 من قانون التجارة المصري كما يلي: « **الوكالة بالعمولة اتفاق يلتزم بموجبه الوكيل بالعمولة بالقيام بتصرف قانوني باسمه ولحساب موكله مقابل أجر** ».
- 2 - « L'intermédiaire en valeurs mobilières est un commissionnaire du croire ».
PACHE (C), Le contrat de commission appliqué aux valeurs mobilières, op.cit, p 14.
نقلا عن سيد طه محمّد بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 193.
- 3 - التي تنص على ما يلي: « **يعتبر عقد الوكالة التجارية اتفاقية يلتزم بواسطتها الشخص عادة بإعداد أو إبرام البيوع والشراءات وبوجه عام جميع العمليات التجارية باسم ولحساب تاجر، والقيام عند الاقتضاء بعمليات تجارية لحسابه الخاص ولكن دون أن يكون مرتبطا بعقد إدارة الخدمات** ».
- 4 - بن مدني أحمد، الوساطة في المعاملات المالية...، مرجع سابق، ص 17.
- 5 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/96 المؤرخ في 3 جويلية 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وبواجباتهم ومراقبتهم، السابق ذكره.
- 6 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 05/97 المؤرخ في 25 نوفمبر 1997 المتعلق باتفاقية فتح الحساب بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم، السابق ذكره.

نوعية اعتماده، فهناك وسطاء ذو نشاط محدود وهناك آخرون ذو نشاط غير محدود. ينشأ عن هذه الأنشطة مجموعة من الحقوق والالتزامات في مواجهة الزبائن من جهة وفي مواجهة اللجنة التي تراقب الوسيط في ممارسة نشاطه من جهة أخرى. يتحدد نطاق نشاط الوسيط وقت طلبه الاعتماد أو تحدده اللجنة من تلقاء نفسها عند منحها إياه إذا رأت لذلك مقتضى، فقد يكون الوسيط ذا نشاط محدود، كما قد يكون ذا نشاط غير محدود⁽¹⁾.

د - 1 - الوسيط ذو النشاط المحدود: يكون نطاق نشاط الوسيط محدودا، إذا اقتصر على الوساطة في التفاوض على القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط، دون إمكانية تقديم خدمات في مجال تسيير حافظات القيم المنقولة أو في التوظيف أو السعي المصفاي⁽²⁾. أما عن التفاوض حول القيم المنقولة لحساب الزبائن، فيتمثل في تلقي أوامر بالبيع أو الشراء منهم والسعي لتنفيذها في أحسن الظروف داخل مقصورة البورصة، وذلك وفقا لنوع وطبيعة الأوامر التي تحدد سلطات وصلاحيات الوسيط في التنفيذ⁽³⁾.

د - 2 - الوسيط ذو النشاط غير المحدود: يمارس هذا الوسيط إضافة إلى مهمة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة وبالمنتجات المالية الأخرى، أحد النشاطات التالية أو العديد منها:

- عملية شراء أو بيع قيم منقولة لصالحه سواء بصفة رئيسية أو ثانوية.
- توظيف القيم المنقولة لحساب الغير.
- تسيير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل.
- القيام بالسعي المصفاي.
- كل نشاط آخر تحدده لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

1 - نصت على ذلك المادة 3 من النظام رقم 03/96 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وبواجباتهم ومراقبتهم، سابق الذكر. «يطلب الوسطاء في عمليات البورصة الاعتماد ضمن الفئات المحددة أدناه:

- و.ع.ب ذوي النشاط غير المحدود.

- و.ع.ب ذوي النشاط المحدود.»

كما نصت المادة 12 من النظام نفسه على ما يلي: «يمكن للجنة الحد من نشاطات الوسيط ع.ب إذا كان ملف الاعتماد المقدم لها لا يظهر بأن الوسيط قادر على ممارسة كل النشاطات الواردة في طلب الاعتماد بصفة ملائمة وكاملة.»

2 - المادة 12 من النظام رقم 03/96 سابق الذكر.

3 - Guide de l'investisseur, collection des guides de la COSOB, Alger, Novembre 1997, p 15.

عُدّت هذه النشاطات في نظام اللجنة رقم 03/96، الذي صدر تطبيقاً للمادة 7 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، التي حصرت الوساطة في نشاطين هما: تسيير محفظة القيم المنقولة، الذي سماه المشرع آنذاك بإدارة سندات القيم المنقولة لحساب الزبائن بتلقي أموال مشفوعة بتفويض بالإدارة، أما النشاط الثاني فهو عمليات المقابل⁽¹⁾. عدلت هذه المادة وصيغت صياغة أوضح اشتملت على النشاطات المحددة في النظام رقم 03/96، ووسعت في دائرتها باستحداث نشاطات أخرى وذلك بموجب المادة 5 من القانون رقم 04/03 المتضمنة تعديل المادة 7 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 والتي جاء نصها كما يلي:

« يمكن للوسطاء في عمليات البورصة أن يمارسوا أساساً وفي حدود الأحكام التشريعية والتنظيمية التي يخضعون لها النشاطات الآتية:

- التفاوض لحساب الغير.
 - الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة.
 - التسيير الفردي للحافظة بموجب عقد مكتوب.
 - تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
 - توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية.
 - ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب في مجموع السندات المصدرة.
 - التفاوض للحساب الخاص.
 - إرشاد المؤسسات في مجال هيكلة الرأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.
- غير أنه، يمكن للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أن تحدد الاعتماد المقدم للوسيط في عمليات البورصة في جزء من النشاطات المذكورة أعلاه ...».

1 - وقد كان نص المادة 7 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 قبل تعديله كما يلي: « يخول الوسطاء في عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها اللجنة للقيام بما يلي:

- يديرون لحساب زبائنهم سندات القيم المنقولة بتلقيهم لهذا الغرض أموالاً مشفوعة بتفويض إدارة.
- يقفون موقف الطرف المقابل في العمليات حول القيم المنقولة ولا يمكن أن يمارسوا هذا الحق حيال زبائنهم.
- ويجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يتأكدوا فضلاً عن ذلك من أن رؤوس الأموال التي يأتهم عليها زبائنهم لإتجاز عمليات في البورصة متأتية من عائدات مصرح بها قانوناً.
- وتبين لائحة من اللجنة شروط تطبيق الفقرة أعلاه ...».

إلا أن هاتان الفقرتان ألغيتا بموجب الأمر رقم 10/96 وعوضتا بما يلي:

« علاوة على ذلك يجب أن تتم عن طريق التحويل المصرفي، حركة رؤوس الأموال التي يودعها الزبائن لدى الوسطاء في عمليات البورصة لاستثمارها في شكل قيم منقولة ...».

يمارس الوسيط كل هذه النشاطات داخل السوق المالية بقسميها، فبعض يدخل في نشاط السوق الأولية والبعض الآخر في نشاط السوق الثانوية، لذا سيأجل البحث والتفصيل في مختلف هذه الأنشطة، إلى حين دراسة نشاط كل من السوقيين الأولية والثانوية، في الباب الثاني من هذا البحث.

ثانياً - علاقة الوسيط بالمفاوض علاقة عقدية تحكمها قواعد مهنية:

يعتبر الوسيط في عمليات البورصة شخصاً معنوياً، لا يستطيع مباشرة المفاوضات داخل المقصورة بنفسه. يتولى عنه ذلك أعوان يباشرون المفاوضات باسمه ولحسابه وتحت إشرافه. يوظف الوسيط أعواناً مفاوضين على أساس كفاءتهم المهنية، طبقاً للمادة 10 من المرسوم التشريعي رقم 10/93⁽¹⁾، التي على إثرها صدر النظام رقم 02/97⁽²⁾ والتعليم رقم 03/99⁽³⁾ المتضمنان شروط وإجراءات تأهيل هؤلاء الأعوان.

أ - تأهيل المفاوض:

يوظف الوسيط في عمليات البورصة أشخاصاً يقومون بمهام التفاوض داخل المقصورة باسمه ولحسابه، بعد تأهيلهم من طرف اللجنة. يجب على المفاوض أن يقدم طلب التأهيل مرفقاً بالملف الذي تطلبه هذه الأخيرة، فتتظر في مدى توافر شروط التأهيل فيه.

أ - 1 - شروط تأهيل المفاوض: تمنح اللجنة تأهيلاً للمفاوض إذا توافرت فيه مجموعة

من الشروط هي:

- 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 امتحان الكفاءة المهنية المنظم من طرف اللجنة⁽⁴⁾.

1 - بنصها على ما يلي: « يمكن للمسير أو مجلس الإدارة لكل وسيط في عمليات البورصة أن يؤهل أعواناً أكفاء من بين المستخدمين لإجراء المفاوضات الخاصة بالقيم المنقولة في البورصة. تحدد قواعد التأهيل في لائحة تصدرها اللجنة ».

2 - النظام رقم 02/97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 والمتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة، المصادق عليه بموجب قرار وزير المالية المؤرخ في 6 ديسمبر 1997، الجريدة الرسمية، عدد 87، الصادر في 29 ديسمبر 1997.

3 - التعليم رقم 03/99 المؤرخة في 16 جوان 1999، المتعلقة بتحرير البطاقة المهنية.

4 - المادة 3 من النظام رقم 02/97 المتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة، السابق ذكره.

أ - 2 - إجراءات التأهيل: يودع طلب التأهل لدى اللجنة وفقا لنموذج الطلب الذي بينته في التعليمية رقم 03/99، التي وضعت نموذجا يجب ملئه وتوقيعه من طرف مسير الوسيط. يتضمن هذا النموذج معلومات خاصة بالسيرة الذاتية للمشرح ومؤهلاته العلمية وكفاءته وخبرته المهنية مرفق بملف المترشح⁽¹⁾.

يُعين رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مباشرة بعد استلامه للملف، لجنة لتنظيم وإجراء المسابقة التي يؤهل على أساسها المترشح. تتمحور المسابقة أساسا، حول أنظمة التسعيرة داخل البورصة وكيفية تسيير عملياتها. تسلم اللجنة بطاقة مهنية للمترشح إذا كانت نتائج الامتحان مرضية، فيصبح مفاوضا باسم ولحساب الوسيط الذي سجله. تلتزم شركة بورصة القيم المنقولة بمسك سجل بأسماء الحائزين على البطاقات المهنية⁽²⁾، على أن يبلغ هذا التسجيل على الفور للوسيط المشرف على هذا أو هؤلاء الأشخاص⁽³⁾.

أ - 3 - نشاط المفاوض المؤهل: يتولى المفاوض المؤهل مباشرة بعد حصوله على البطاقة المهنية، وتسجيله لدى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، تنفيذ أوامر الزبائن التي يتلقاها الوسيط الذي يعمل لحسابه داخل مقصورة البورصة. يتفاوض بشأنها ويحضر حصص التداول، وله أن يحضر حصص التسوية نيابة عن الوسيط.

أ - 4 - انتهاء مهام المفاوض أو سحب بطاقته: تسحب اللجنة من المفاوض بطاقته المهنية بشكل مؤقت أو نهائي، في حالة إخلاله بالتزاماته أو خرقه للقواعد القانونية أو النصوص التنظيمية المنظمة للبورصة، بشكل يمس سلامة المعاملات داخل هذه السوق، ويمس مصالح الأطراف المتعاملة وسمعتهم وسمعة السوق. تعلن اللجنة قرارها بالسحب وتبلغه للمعني بالأمر وللوسيط الذي يعمل المفاوض لحسابه⁽⁴⁾.

قد يتوقف المفاوض عن التفاوض لأسباب مختلفة عن هذه، وهي:

- 1 - حددت اللجنة هذا الملف في المادة 3 من التعليمية رقم 03/99 في الوثائق التالية:
 - نسخة من شهادة الميلاد.
 - نسخة من الصحيفة العدلية.
 - نسخ مصادق عليها من الشهادات المتحصل عليها.
 - نسخ مصادق عليها من شهادات التكوين والتربصات التي تابعها المترشح في مجال القيم المنقولة.
- 2 - المادة 5 من التعليمية رقم 03/99 المتعلقة بتحرير البطاقة المهنية، السابقة الذكر.
- 3 - المادة 4 من النظام رقم 02/97 وكذلك المادة 9 من التعليمية رقم 03/99 السابق ذكرهما.
- 4 - المادة 6 من نظام اللجنة رقم 02/97 المتضمن شروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة.

- عندما يغادر الوسيط الذي يعمل لصالحه.
 - حالة توقيف أو شطب الوسيط الذي يعمل لصالحه.
- ومع ذلك يمكن للمتداول أن يستأنف نشاطه بعد أن يقوم وسيطا آخر بإخطار اللجنة بأنه قد قام بتعيينه، أو عند رفع التوقيف الذي صدر ضد الوسيط الأول⁽¹⁾.

المطلب الثاني

التنظيم القانوني لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

- استوحى المشرع الجزائري تسمية هيئات التوظيف الجماعي من النظام الفرنسي⁽²⁾، في حين تسميها أغلب التشريعات العربية بتنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة⁽³⁾. رغم اختلاف تسميتها وأشكالها من نظام قانوني لآخر، إلا أنها تهدف إلى تحقيق غرض رئيسي، هو جمع المدخرات وتوظيفها لحساب زبائنها، وفقاً للقواعد والمبادئ التي تحكم عملها.
- تتمتع هذه الهيئات بخبرات تجعلها تتقن اختيار الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى الواجب الاستثمار فيها، وتتقن إدارتها بدقة وعناية وفقاً لبرنامج الاستثمار الذي تسطره، ووفقاً لسياسة توزيع المخاطر وتحديدها. تقوم بهذه الإدارة لحساب المدخرين الذين يقتسمون منافع تلك الإدارة كل بنسبة حصته⁽⁴⁾، تطبيقاً للمثل القائل « لا يجب وضع البيض كله في سلة واحدة ». فالمدخر الفرد يبحث عن الأمان لأمواله وعن عائد مغري لاستثماراته في القيم المنقولة⁽⁵⁾.
- لتحقيق الأغراض المنشودة من إنشائها، تتبع هذه الهيئات في ممارساتها لنشاطها مجموعة من المبادئ المشتركة، تتمثل فيما يلي:
- السعي لضمان استثمار آمن ومربح في القيم المنقولة، وتوزيع المخاطر وتقليلها قدر المستطاع⁽⁶⁾.

1 - المادة 8 من النظام رقم 02/97 السابق ذكره.

2 - Organisme de placement collectif en valeur mobilière (OPCVM).

3 - نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة حلوان، 2004، ص 9.

4 - FAFFA Jean – Claude, Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne : expérience Américaine, Editions Cujas, Paris 1991, p 4.

5 - نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 16.

6 - JEANTIN Michel, « Sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) » Juris-Classeur : Banque et crédit, Fascicule 981, Edition Juris-Classeur, Paris 1986, pp 2 – 3.

- الامتناع عن عمليات السيطرة والمضاربة.

تدخلت أغلب التشريعات لتحديد النسب القصوى من القيم المنقولة التي يمكن لهذه الهيئات شرائها، بغرض منعها من السيطرة القانونية والفعلية على إدارة الشركة المصدرة بتملكها أغلب أسهمها. كما تمتنع عن المضاربة غير المشروعة لأنها تتنافى مع الأمان الذي يسعى إليه المدخر⁽¹⁾.

يعرف التشريع الجزائري نوعين من هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وهما شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير، والصناديق المشتركة للتوظيف. تخضع هذه الهيئات لأنظمة قانونية مختلفة، فإذا كانت شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير شركات تجارية تخضع للقواعد العامة في القانون التجاري ولقواعد خاصة أخرى (الفرع الأول)، فإن صناديق الاستثمار لها تنظيم قانوني مختلف تماماً (الفرع الثاني).

الفرع الأول

شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير شركة تجارية تخضع لأحكام خاصة

ظهرت فكرة المشاركة لتحقيق توظيف أمثل للأموال أول مرة في بلجيكا سنة 1822، لكن بشكل مخالف للنموذج الحالي. وفي سنة 1870 ظهرت شركات توظيف مشترك تقترب من الشركات الرائجة في وقتنا الحالي، حيث كان المدخرون الصغار يأتون شركات الترسست على مدخراتهم، فتتولى توظيفها في قيم منقولة عن طريق أعوانها المختصين في هذا المجال⁽²⁾.

تأثرت الولايات المتحدة الأمريكية بالترسستات البريطانية، التي كانت تمول أغلب المشاريع الأمريكية. خشية من زيادة سيطرة الترسستات البريطانية على السوق الأمريكية، قررت الحكومة إنشاء هيئات رقابية، تراقب نشاط الترسستات لحماية المدخرين والسوق الأمريكيين، وذلك في ديسمبر 1914⁽³⁾. في سنة 1924 أنشأت أول شركة باستثمار مفتوح (open-end) في الولايات المتحدة الأمريكية، وهي شركة (MIT) في بوسطن⁽⁴⁾، وكان رأسمالها في تغيّر دائم كونها

1 - نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 16.

2 - JEANTIN Michel, Société d'investissement à capital variable (SICAV), op.cit, p 3.

كانت هذه الترسستات تسير من قبل أشخاص خبراء قادرين على تحليل المعلومات المالية لاتخاذ أفضل القرارات ولتأمين الادخار، إلا أنهم كانوا يخضعون لرقابة جمعية المدخرين، وذلك لوضع حد للأخطار الناشئة عن هذا التسيير.

- البخفاوي هشام، التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006، ص 13.

3 - FAFFA Jean-Claude, Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne : expérience américaine, op.cit, p 47.

4 - (MIT) : Massachusetts Investors Trust. Ibid, pp 47 – 48.

كانت تشتري كل ما كان يجب شرائه وتبيع كل ما كان يجب بيعه من قيمها المنقولة.

تأخرت فرنسا في الالتحاق بهذا الركب، فلم تعرف هذا النوع من الشركات إلا في سنة 1945. كان ذلك بغرض إدارة القيم المنقولة التي حصلتها الدولة من ضرائب التكافل الوطني⁽¹⁾. في 28 ديسمبر 1957 صدر مرسومان ينشآن في الوقت نفسه صناديق الاستثمار والشركات ذات رأس المال المتغير، بقي هذان النصان مجمدان إلى غاية صدور المراسيم التطبيقية التي تبين كيفية إنشاء هذه الشركات⁽²⁾.

أراد المشرع الفرنسي جمع النصوص المتعلقة بهذه الشركات في نص واحد، فأصدر القانون المؤرخ في 03 جانفي 1979 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، المعدل بموجب القانون المؤرخ في 23 ديسمبر 1988. لتحقيق الانسجام بين القانون الفرنسي وقواعد التوجيه الأوروبي الصادر في 20 ديسمبر 1985 بشأن تنسيق التنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة في دول السوق الأوروبية المشتركة⁽³⁾، والمتمم بالنظام رقم 02/89 الصادر عن لجنة عمليات البورصة (COB)⁽⁴⁾، جمعت سلطة السوق المالية الفرنسية AMF في نظامها العام كل النصوص السارية المفعول، ووحدت النظام القانوني المطبق على شركات ذات الرأسمال المتغير⁽⁵⁾.

أنشأت هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في الجزائر سنة 1996، بموجب الأمر رقم 08/96⁽⁶⁾ الذي قسمها إلى صنفين من المؤسسات هي: شركات الاستثمار ذات رأس مال

1 - L'ordonnance du 2 Novembre 1945 portant création des sociétés nationales d'investissement « c'étaient des sociétés fermés. La première avait pour objectif la gestion des valeurs mobilières acquises à l'état par suite du paiement de l'impôt de la solidarité nationale. La seconde était destinée à permettre la participation de la petite épargne au marché des valeurs mobilières, ce fut un échec complet pour ces sociétés fermées. »

JEANTIN Michel, Société d'investissement à capital variable, op.cit, p 3.

2 - واجهت هذه النصوص معارضة حادة خاصة من قبل وزير الاقتصاد آنذاك Mr PINY. A الذي كان يخشى أن تعرقل مثل هذه الشركات، آليات التوظيف الخاصة بسندات الخزينة والتي كانت تديرها الدولة. في سنة 1962 ونظرا للضرورة الملحة على فتح بورصة باريس على المعاملات الدولية والأسواق العالمية، نادت لجنة الخبراء الماليين بالإسراع في إنشاء شركات ذات الرأسمال المتغير لتصدر بذلك النصوص التطبيقية.

Ibid, p 3.

3 - ROBLOT René, Les organismes de placement collectif en valeur mobilières, (O.P.C.V.M), Edition Ansu, Paris 1995, pp1 - 2.

4 - LE GALL Jean Pierre, Droit commercial, Les groupements commerciaux, sociétés commerciale et GIE. Bourse de valeurs, 13^{ème} édition, Dalloz, Paris, 1992.

5 - ESSOMBE-MOUSSIO Jean-Jacques, « La gestion de portefeuille », Dictionnaire Jolly bourse, Edition Jolly, Paris 2006, p 2.

6 - الأمر رقم 08/96 المؤرخ في 10 يناير 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) و(ش.إ.ر.م.م) و(ص.ت.م)، الجريدة الرسمية، عدد 03، الصادر في 14 يناير 1996.

متغير، والصناديق المشتركة للتوظيف. ثم نظمت بموجب نص تنظيمي صادر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، هو النظام رقم 04/97⁽¹⁾. حددت هذه النصوص كيفية وإجراءات تأسيس شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير (أولاً) وكيفية تسييرها (ثانياً).

أولاً - تأسيس شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير:

منح المشرع الجزائري شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير شكل شركة مساهمة، فعلى الأرجح أن تكون القواعد المطبقة على شركة المساهمة من حيث رأسمالها وإجراءات تأسيسها هي ذاتها المطبقة على شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير، إلا أن المشرع أفرد هذه الأخيرة بقواعد وإجراءات خاصة بها.

أ - شكل الشركة:

تنص المادة 2 من الأمر رقم 08/96 على ما يلي: « شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير المسماة فيما يأتي (ش.إ.م.م) هي شركة أسهم هدفها تسيير حافظة القيم المنقولة وسندات دين قابلة للتداول.

تخضع هذه الشركة لأحكام القانون التجاري في كل ما لم يتم تحديده بمقتضى هذا الأمر».

اختار المشرع أن تتخذ هذه الشركة شكل شركة المساهمة، وتتشأ وفقاً للقانون التجاري، على ألا تتناقض مع الأحكام الخاصة بشركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير⁽²⁾. تمتاز شركة المساهمة بأنها شركة أموال ذات اعتبار مادي لا شخصي يملك فيها المساهم أسهماً وصكوكاً قابلة للتداول بطرق سهلة وغير معقدة، ولا يسأل عن ديون الشركة إلا في حدود أسهمه.

تمثل هذه الأسهم حصص نقدية يكتتب فيها المساهم مقابل حصوله على صكوك الشركة،

1 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04/97 المؤرخ في 23 نوفمبر 1997، المتعلق بهيئات التوظيف

الجماعي في القيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، الجريدة الرسمية عدد 87، الصادر في 29 ديسمبر 1997.

2 - موقف ينقاسمه مع المشرع الفرنسي الذي نص عليه في المادة الثانية من قانون 1988 المتعلق بشركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير (SICAV)، مؤكداً بذلك على ما نص عليه القانون السابقة الصادر في 3 جانفي 1979.

- JANTIN Michel, Sociétés d'investissement à capital variable., op.cit, p 8.

على خلاف المشرع المصري الذي سمح بإنشائها في شكل شركة مساهمة أو شكل شركة التوصية بالأسهم. حيث أن المادة 29 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 والمادة 134 من لائحته التنفيذية أوجبتا أن تتخذ الشركة العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية البسيطة، وكون شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير تعمل في مجال الأوراق المالية عن طريق إدارة وتسيير المحافظ فيشترط فيها هذان الشكلان. لمزيد من التفاصيل نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 340.

دون أن يضطلع بأداء خدمات معيّنة لها. تسمح شركات الأسهم بجمع أموال طائلة من المدّخرين إذا أسست عن طريق الاكتتاب العام، كما تضمن مرونة تداول صكوكها⁽¹⁾. إلّا أنّ الفقه شكك في مدى ملائمة نموذج شركة الأسهم لشركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغيّر، فمنهم من ساند فكرة تطبيق نظام شركة الأسهم على هذه الشركات ومنهم من عارضها.

أ - 1 - معارضي تطبيق نظام شركة المساهمة على شركات الاستثمار: يرى الأستاذ SENARD⁽²⁾ أنّ شكل شركة الأسهم، وإن اختبر لسنوات طويلة في ساحات العمل، كما تناولته يد المشرّع بالتعديل والتفقيح، إلّا أنّه نظام قانوني قائم في ذاته. يمضي الأستاذ موضحاً أنّ العنصر الرئيسي في عقد الشركة هو نية المشاركة، وهو عنصر لا يتحقق شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغيّر. لا يملك المساهم أيّة نية في مشاركة أحد، إنّما غرضه الوحيد بدخول هذه الشركة هو توكيلها لإدارة قيمه المنقولة بناءً على خبرتها في المجال وذلك بتفكير انفرادي، أي دون أن يفكر في بقية الشركاء.

يتعامل المستثمر مع الشركة على أنّها تقدم الخدمة له بمفرده، دون أن يشترك في الأرباح التي تحقّقها ولا في الخسائر التي تلحق بها مع غيره. يستدل الأستاذ بواقع الشركات الاستثمارية في أغلب الدول، التي تسيطر فيها البنوك والمؤسسات المالية على غالبية رأسمالها. فهي تكتسب بذلك سلطة القرار داخل الجمعية العامة، ممّا يحوّل هذه الشركات إلى مجرد فروع تقدم خدمة جديدة تقدمها البنوك والمؤسسات المالية لا غير⁽³⁾.

يدعم البعض الآخر الرأي الرافض، بحجج قانونية تتملّ في عدم ملائمة القواعد التي تحكم الرأسمال الثابت لشركة الأسهم مع شركة الاستثمار القائم على مبدأ أساسي هو التغير المستمر والسهل في رأسمالها، فهو يزداد وينخفض بحسب عدد المساهمين المكتتبين فيها والمتنازلين عن حصصهم، دون أن يكون جزاء ذلك هو الحل كما هو الوضع في شركة المساهمة⁽⁴⁾.

1 - في ذلك العريني محمد فريد وهاني دويدار، أساسيات القانون التجاري، مرجع سابق، ص ص 209 - 210.

كذلك فوضيل نادية، شركات الأموال في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص 145.

2 - نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 222. نقلا عن SENARD Olivier, Les organes de placement collectif en valeurs mobilières dans le marché commun en Suisse, Thèse de doctorat, Paris, 1994, p 187.

3 - نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص ص 223 - 224.

4 - نصّ المشرّع الجزائري على إجراء الحل كجزاء لانخفاض رأسمال شركة المساهمة ذلك في المادة 594 فقرة 2 التي تنص على ما يلي: «... ويجب أن يكون تخفيض رأس المال التي يبلغ أقلّ متبوعاً في أجل سنة واحدة بزيادة تساوي المبلغ المذكور في المقطع السابق، إلّا إذا تحولت في ظرف نفس الأجل إلى شركة ذات شكل آخر. وفي غياب ذلك يجوز لكل معنى بالأمر المطالبة قضائياً بحلّ الشركة بعد إنذار ممثليها بتسوية الوضعية...».

ردّت أغلب التشريعات على هذه الانتقادات بجعل الأحكام الخاصة بشركات الأسهم غير المتطابقة مع طبيعة شركات الاستثمار مستبعدة من مجال تطبيقها⁽¹⁾.

أ - 2 - مؤيدي تطبيق نظام شركة المساهمة على شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير:
يرى هؤلاء أنّ شركة المساهمة هي النظام القانوني الأمثل لتأسيس شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير، فالهيكل القانوني لتنظيم الاستثمار سوف يتسم بالبساطة والسهولة وسرعة المعاملات. كما أنّ شركة المساهمة تحكمها قواعد تحدّد بدقة الروابط القانونية بين أطراف الشركة، كذلك تلك التي تنشأ بينها وبين الغير سواء كان دائناً أو مديناً لها. لعب القضاء دوراً هاماً في تفسير وتطبيق هذه القواعد القانونية، بحثاً عن التوفيق بين مختلف المصالح المتعارضة في غالب الأحيان، خاصة أنّ هذا الشكل من الشركات يحقق الأمان القانوني للمستثمر وهي الغاية المنشودة في مجال الاستثمار المشترك في القيم المنقولة⁽²⁾.

عهد إلى لجنة LORRAIN الأوروبية دراسة كيفية تمويل الاستثمارات، فنادت بتأسيس شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير، وبيّنت في تقريرها وجوب تأسيس مثل هذه الشركات وفقاً لنموذج شركات المساهمة لأنّه النموذج الأحسن لها⁽³⁾. تبنت أغلب التشريعات هذا الرأي، بعد اقتناعها بالمبررات القانونية التي قدمتها اللجنة وهي:

- إنّ شركة الأسهم هي الوحيدة في كلّ التشريعات التي يمكن لها أن تتأسّس عن طريق الاكتتاب العام أو الإعلان العلني للادخار. خاصية تحتاجها شركات الاستثمار لأنها تقوم أساساً على فكرة جمع مدخرات الأفراد لاستثمارها، فيفترض أن تتأسّس عن طريق اللجوء العلني للادخار⁽⁴⁾.

1 - JANTIN Michel, Sociétés d'investissement à capital variable, Op.cit, p 8.

هذا ما تبناه المشرع الجزائري بحيث جعل قواعد القانون التجاري خاصة تلك المتعلقة بشركة الأسهم لا تطبق على شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير في حالة وجود نصوص خاصة بها. الفقرة الثانية من المادة الثانية من الأمر رقم 08/96، المتعلّق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السابق ذكره.

2 - نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 224 - 225.

3 - JANTIN Michel, Sociétés d'investissement à capital variable. Op.cit, p 8.

4 - لم يلزم المشرع الجزائري شركة الاستثمار بإتباع إجراءات الإعلان العلني للادخار في تأسيسها، لا في الأمر 08/96 ولا في النظام رقم 04/97، فتتص المادة 7 من الأمر رقم 08/96 على ما يلي: « يجب على (ش.إ.م.م) أن تقوم بإجراءات المتعلقة بتأسيس شركات الأسهم في مدّة أقصاها ثلاثة (3) أشهر من اعتماد قوانينها الأساسية ».

يفهم من هذا النص أنّ الشركة قد تتأسّس عن طريق الاكتتاب الخاص بين المؤسّسين، وبعد حصولها على الاعتماد يمكنها أن تعلن عن إصدار قيم منقولة عن طريق اللجوء العلني للادخار لينتسب لها بداية نشاطها. هذه التقنية مستوحاة=

- المبرر الثاني يكمن في خاصية التداول التي تتمتع بها الأسهم، وهي خاصية تحتاجها شركات الاستثمار في ممارسة نشاطها المتمثل في تسيير محفظة القيم المنقولة للمدخر لما تحقّقه من سهولة وسرعة بيع وشراء هذه القيم.

- المبرر الأخير، هو أنّ المساهم في شركة الأسهم لا يكتسب صفة التاجر ولا يلتزم بالالتزام، ممّا يعني أنّ إفلاس الشركة لن يؤدّي إلى إفلاس المساهمين، وهو أمر يخدم مصلحة المدخر الذي لا يرغب اكتساب صفة التاجر⁽¹⁾.

لكلّ هذه المبررات باتت شركة الأسهم هي الشكل الأنسب لنشاط شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغيّر.

ب - إجراءات تأسيس شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير:

تبنى المشرع شكل شركة الأسهم لتأسيس شركة الاستثمار، إلّا أنّ خصوصياتها جعلت المشرع يحيطها برعاية خاصة في القوانين المنظمة لها. فالإلى جانب القواعد العامة التي تخضع لها شركة الأسهم في تأسيسها، قام المشرع بتجميد تطبيق بعضها التي تتنافى مع خصوصية هذه الشركة⁽²⁾ وعوضها بإجراءات خاصة وهي:

ب - 1 - تحرير القانون الأساسي للشركة: أحالت المادة العاشرة من الأمر رقم 08/96 إلى القواعد العامة لشركة الأسهم⁽³⁾ بشأن تحرير القانون الأساسي للشركة. بالرجوع إلى القواعد

تمن التشريع الفرنسي الذي لم يشر إلى إجراء الإعلان العلني للادخار عند تأسيس (SICAV) في قانون 3 جانفي 1979. إنّ الذي دفع المشرع الفرنسي أن ينتهج هذا المسلك هو أنّ هذه الشركات تختلف في غرضها عن شركات الأسهم لأنها عادة ما تنشأ بشراكة بين البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وبعد استقاء شروط التأمين وإجراءات الاعتماد، تبدأ هذه الأخيرة في جلب المدخرات عن طريق الإعلان العلني للادخار.

- 1 - نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 226.
 - 2 - نصّ المشرع الجزائري في المادة الثانية فقرة 2 من الأمر رقم 08/96 على ما يلي « تخضع هذه الشركة لأحكام القانون التجاري في كلّ ما لم يتمّ تحديده بمقتضى هذا الأمر » بمفهوم المخالفة فإنّ ما تمّ تحديده في هذا الأمر بقواعد خاصة يؤدّي إلى تجميد تطبيق قواعد القانون التجاري.
- هذا ما تبناه المشرع الفرنسي في المادة الرابعة من القانون المؤرخ في 3 جانفي 1979 التي استبعدت تطبيق المواد من 70 إلى 88 من القانون المؤرخ في 24 جويلية 1966 المتضمّن القانون التجاري. واستمر الأمر على حاله حتى بعد صدور القانون المؤرخ في 23 ديسمبر 1988 حيث نصّت المادة الخامسة منه على استبعاد المواد نفسها.

- JANTIN Michel, Sociétés d'investissement à capital variable (SICAV). Op.cit, p 8.

- 3 - تنص المادة 10 من الأمر رقم 08/96 على ما يلي: « تحرّر القوانين الأساسية لـ (ش.إ.م.م) حسب التشريع المعمول به ».

العامة فإنّ المشرع اشترط تحرير القانون الأساسي للشركة من طرف الموثق⁽¹⁾ وذلك تحت طائلة البطلان⁽²⁾. إضافة إلى البيانات الجوهرية التي يتضمنها القانون الأساسي لشركة المساهمة، نصّت المادة 11 من النظام رقم 04/97 على مجموعة من البيانات التي يجب أن يتضمنها القانون الأساسي لشركة (ش.إ.ر.م.م) وهي:

- 1- الشكل القانوني.
- 2- غرض الشركة الاجتماعي.
- 3- العنوان.
- 4- المدة (حد أقصى 99 سنة).
- 5- مبلغ رأس المال الأولي⁽³⁾.
- 6- الحد الأدنى للمبلغ الذي يجب أن تتوقف عنده عملية إعادة شراء الأسهم.
- 7- شروط إصدار وإعادة شراء الأسهم.
- 8- طرق ودورية حسابات القيمة التصفية.
- 9- شكل الأسهم لحاملها أو اسمية.
- 10- طرق تقييم القيم المسجلة ضمن الأصول أو المحتفظ بها في محفظة الأوراق المالية.
- 11- الحقوق والواجبات المتعلقة بالأسهم.
- 12- طرق تخصيص وتوزيع النتائج.
- 13- توزيع فتح وغلق الحسابات الاجتماعية.
- 14- العمولات المقبوضة عند الاكتتاب أو عند إعادة شراء الأسهم وكذا المبلغ الأقصى لمصاريف التسيير.
- 15- طرق الإصدار وإعادة شراء الأسهم.
- 16- شروط التأجيل أو الحلّ المسبق.
- 17- شروط وطرق التصفية.

- 1 - سواء كان التأسيس باللجوء العلني للادّخار حسب المادة 595 من التقنين التجاري أو دون اللجوء العلني للادّخار حسب المادة 605 التي تحيل إلى المادة 595 من التقنين نفسه.
- 2 - هذا ما نصّت عليه المادة 418 من التقنين المدني: « يجب أن يكون عقد الشركة مكتوباً وإلا كان باطلاً، وكذلك يكون باطلاً كلّ ما يدخل على العقد من تعديلات إذا لم يكن له نفس الشكل الذي يكتسبه ذلك العقد ». كما نصّت على ذلك المادة 545 من التقنين التجاري: « تثبت الشركة بعقد رسمي وإلا كانت باطلة ».
- 3 - البيانات من 1 إلى 5 مأخوذة من القواعد العامة التي نصّ عليها التقنين التجاري في المادة 546.

- 18 - ألقاب وأسماء، عناوين والسيرة الذاتية للمؤسسين.
 - 19 - تقييم المساهمات العينية من طرف مندوب الحسابات وتحت مسؤوليته.
 - 20 - الحد الأدنى من الإداريين أو الأعضاء المديرين ومجلس المراقبة.
 - 21 - الحد الأدنى من الأسهم لكل إداري.
 - 22 - فترة وكالة الإداريين أو الأعضاء المديرين ومجلس المراقبة.
 - 23 - صلاحيات مجلس الإدارة أو المديرين ومجلس المراقبة.
 - 24 - شروط استدعاء ومداولات الجمعية العامة للمساهمين.
 - 25 - طبيعة وكيفية تقديم المعلومات للمساهمين.
 - 26 - مندوب الحسابات.
 - 27 - طرق التعيين والعزل.
 - 28 - حقوق وواجبات المندوب.
 - 29 - فترة توكيل المندوب.
 - 30 - الاسم والعنوان والمقر الاجتماعي للمؤسسة المؤتمنة.
- يتّضح من خلال هذه البيانات، أنّ القائمين على تحرير القانون الأساسي للشركة هم المؤسسون، الذين يودعون حصصاً تأسيسية تعرف باسم الرأسمال الأولي أو التأسيسي. عادة ما يكون هؤلاء المؤسسون، بنوكاً أو شركات التأمين أو مؤسسات مالية ثمّ يطرحون جزءاً من هذه الأسهم للاكتتاب عن طريق اللجوء العلني للائحة⁽¹⁾.
- أصدرت لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB) نظامها رقم 02/89، الذي أقرته سلطة السوق المالية في نظامها العام وفي مادته رقم 3-411. تنص المادة الثانية منه على أنّ القانون الأساسي لشركة الاستثمار (SICAV) يتمّ توقيعه من أولى مساهميها سواءً بأنفسهم أو عن طريق وكلاء عهد إليهم بشكل خاص إتمام هذا العمل على أن يدرج في هذا العقد قائمة المساهمين الأوليين للشركة إلى جانب المبالغ المقدّمة من كلّ منهم⁽²⁾.

1 - ROBLOT René, Les organismes de placement., op.cit, p 6.

2 - « Les statuts de la SICAV sont signés par les premiers actionnaires soit en personne, soit par un mandataire justifiant d'un pou spécial. Ils mentionnent les noms des premiers actionnaires et le montant des versements effectués par chacun d'eux, et suivant le cas, le noms des premiers administrateurs ou le nom des membre du directoire et du conseil de surveillance ainsi que le nom du premier contrôleur légal des comptes et, le cas échéant, de son suppléant, signés dans les conditions prévues à l'article L 214-17 du code monétaire et financier ».

Article 411-3 du règlement général du l'AMF du 12 novembre 2004. Journal officiel du 24/11/2004 suivant ses modifications jusqu'à l'arrêt du 19 décembre 2008, J. O du 20/12/2008.

ب - 2 - طلب الاعتماد: تخضع شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير كغيرها من الأعوان المتدخلين في السوق المالية، لاعتماد اللجنة كشرط جوهري لدخول هذه السوق. ويتم الحصول على هذا الاعتماد على النحو الآتي:

بعد تحرير القانون الأساسي للشركة من طرف المؤسسين الأوليين باحترام البيانات الجوهرية، يتم إيداعه أمام اللجنة مرفقا بطلب الاعتماد. للإشارة فإن المادة 5 من النظام 04/97 اكتفت باشتراط إيداع ملف الاعتماد لدى اللجنة دون تحديد مكوناته⁽¹⁾، علما أن المادة 6 من الأمر رقم 08/96 اكتفت بالنص على اعتماد القانون الأساسي للشركة، وأحالت فيما يخص شروط الاعتماد إلى لائحة تصدر من طرف اللجنة. صدر النظام رقم 04/97 السابق ذكره لكنه لم يحدد الملف المرافق لطلب الاعتماد.

تتلقى اللجنة ملف الاعتماد لقاء تسليمها للمودع وصلا مؤرخاً وممضياً من قبلها، تشهد فيه باستلام الملف⁽²⁾. إذا ما استوفى الملف شروط الاعتماد، تلتزم اللجنة وفي ظرف مدة لا تتجاوز شهرين ابتداءً من تاريخ إيداع الملف، بإخطار المؤسسين بقبولها لمنحهم الاعتماد عن طريق رسالة مسجلة مع وصل تسليم. أما في الحالة المخالفة فعليها أن تبلغهم رفض منح الاعتماد بموجب قرار مبرر، ويحتفظ طالب الاعتماد بحقه كاملاً في الطعن المنصوص عليه في التشريع الساري المفعول⁽³⁾.

لم تحدد المادة 6 من الأمر رقم 08/96 طبيعة الطعن الذي يرفعه من رفض اعتماده ولا الجهة المختصة بالنظر فيه ولا مواعيده، لكن بالرجوع إلى القواعد المتعلقة باعتماد اللجنة للوسطاء في عمليات البورصة، للمعني رفع طعن بالإلغاء ضد قرار رفض الاعتماد على أن يرفع أمام مجلس الدولة في أجل شهر واحد من تاريخ تبليغه بالقرار⁽⁴⁾.

لم يتعرض المشرع إلى حالة سكوت اللجنة عن الرد رغم انقضاء مهلة الشهرين لا في الأمر رقم 08/96 ولا اللجنة في النظام رقم 04/97، كما سكت عنها القانون رقم 04/03 بشأن

1 - تنص المادة 5 من النظام رقم 04/97 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة على ما يلي: « عملاً بأحكام المادة 6 الفقرة 2 والمادة 18 من الأمر رقم 08/96 المؤرخ في 10 يناير سنة 1996 والمذكور أعلاه، فإن اعتماد (ش.إ.م.م) أو مشروع النظام للصندوق المشترك للتوظيف مشروط بإيداع ملف الاعتماد من قبل المؤسسين لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ».

2 - المادة 7 من النظام رقم 04/97 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي، السابق ذكره.

3 - المادة 6 من الأمر رقم 08/96 والمادة 8 من النظام رقم 04/97، السابق ذكره.

4 - المادة 9 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 بعد تعديلها بموجب المادة 6 من القانون رقم 04/03، السابق ذكره.

اعتماد الوسيطاء في عمليات البورصة. كما سكت عن ذكر هذه الحالة القانون المصري⁽¹⁾. أما القانون الفرنسي، فقد كيف سكوت اللجنة على أنه موافقة على منح الاعتماد⁽²⁾.

ب - 3 - التسجيل في السجل التجاري: يودع مؤسسو الشركة نسخة من القانون الأساسي للشركة لدى المركز الوطني للسجل التجاري، بعد الحصول على الاعتماد من قبل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. يلتزم المؤسسون، تحت مسؤوليتهم، بنشر مذكرة إعلامية في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية تشمل على العناصر الأساسية التالية:

- التسمية والمقر الاجتماعي.
- ألقاب وأسماء وعناوين المؤسسين.
- رأس المال الاجتماعي الأولي.
- غرض الشركة الاجتماعي.
- رقم الاعتماد وتاريخ صدوره من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.
- تواريخ فتح وغلق الاكتتاب.
- اسم ومقر المؤسسة المؤتمنة⁽³⁾.

1 - فقد نصت المادة 132 من اللائحة التنفيذية من القانون المصري رقم 92/95 على ما يلي: « يجب أن يكون قرار اللجنة بالرفض مسبباً ... ». فإذا كان القرار بالموافقة لا يشترط تسببيه، بينما يشترط تسببيه إذا تضمن رفض الاعتماد، دون أن يعترض القانون إلى حالة سكوت عن الرد بعد فوات المواعيد. ويرى الفقه المصري في هذا الشأن أنه إذا كان للمعني بالأمر الحق في الطعن ضد قرار رفض الاعتماد، فله ذات الحق في حالة السكوت عن الرد، دون أن يفسر السكوت قبولا، نظرا لخطورة التعاملات المالية التي تباشرها هذه الشركات وحماية لمخدرات الأفراد الذين يضعون ثقتهم فيها.

تفصيلا في ذلك طاحون نصر علي أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006، ص 285.

من خصوصيات القانون المصري أنه نص في المواد 50 إلى 62 من القانون رقم 92/95 على تشكيل لجنة خاصة تفصل في النزاعات المتعلقة بالمواد 50 و 52 منه المتعلقة بالتنظيمات الإدارية بشأن رفض الترخيص بالتأسيس أو سحبه. تتشكل هذه اللجنة بقرار من وزير الاقتصاد، يرأسها أحد نواب رئيس مجلس الدولة وتتشكل من عضوان من مستشاري مجلس الدولة، يختارهم المجلس أو أحد شاغلي وظائف مستوى الإدارة العليا بالهيئة العامة لسوق المال المصري، إضافة إلى أحد ذوي الخبرة يختاره الوزير. أما ميعاد الطعن أمام هذه اللجنة فهو ثلاثون يوما من تاريخ الإخطار أو العلم به.

طاحون نصر علي أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، مرجع سابق، ص 285 - 286.

2 - Article 411-5 du règlement général de L'AMF du 12 novembre 2004, modifier le 19 décembre 2008.

« ... Le silence gardé par L'AMF pendant un délai d'un mois à compter de l'avis de réception de la demande par L'AMF, vaut décision d'agrément... ».

3 - المادة 12 من النظام رقم 04/97 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السابق ذكره.

يجب أن تتمّ هذه الإجراءات خلال فترة ثلاثين يوما ابتداءً من تاريخ التأسيس⁽¹⁾. بعد إتمام إجراءات التسجيل، تكتسب شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغيّر الشخصية المعنوية. وتلتزم بنشر مذكرة إعلامية أخرى في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية (BOAL). تحتوي هذه المذكرة في هذه المرة على ملخص من محضر الجمعية العامة التأسيسية وتحتوي كذلك على:

- اسم شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير.
- المقر الاجتماعي للشركة.
- عرضها الاجتماعي ومدتها.
- الاسم والمقر الاجتماعي للمؤسسة المؤتمنة.
- ألقاب وأسماء وصفات وعناوين الإداريين أو الأعضاء المديرين ومجلس المراقبة.
- اسم مندوب الحسابات.
- مبلغ رأس المال الاجتماعي الأولي.
- الحد الأدنى للرأس المال الاجتماعي الذي يجب أن تتوقّف عنده عملية إعادة شراء الأسهم.
- رقم الاعتماد وتاريخ الحصول عليه من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها⁽²⁾.

ب - 4 - الاكتتاب في رأسمال الشركة: تنص المادة 8 من الأمر رقم 8/96 على أنه لا يجوز أن يكون رأس المال الأصلي في (ش.إ.ر.م.م) أقل من المبلغ المحدّد بموجب مرسوم تنفيذي، صدر هذا المرسوم بتاريخ 28 ديسمبر 1996 تحت رقم 474/96⁽³⁾، وجعل في مادته الثانية الحد الأدنى للرأسمال الأصلي لهذه الشركة هو خمسة ملايين دينار (5.000.000 دج).

سوى المشرّع الحد الأدنى لرأسمال هذه الشركة بالحد الأدنى لرأسمال شركة السهم التي تتأسّس عن طريق اللجوء العلني للإدخار⁽⁴⁾. تعمّد المشرّع الجزائي وضع الحد الأدنى للرأسمال، حتى وإن كانت شركة الاستثمار بداية تتأسّس عن طريق الاكتتاب الخاص، أي فيما بين المؤسّسين. لم يشأ المشرّع أن يجعل الحد الأدنى لرأسمالها مليون دينار كما نصّ عليه في

1 - المادة 14 من النظام رقم 04/97 المتعلّق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السابق ذكره.

2 - المادة 14 فقرة 2 من النظام 04/97 السابق ذكره.

3 - المرسوم التنفيذي رقم 474/96 المؤرخ في 28 ديسمبر سنة 1996 المتعلّق بتطبيق المادتين 8 و23 من الأمر رقم 8/96، المؤرخ في 10 يناير والمتعلّق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، الجريدة الرسمية، عدد 84، الصادر في 29 ديسمبر 1996.

4 - بحيث نصّت المادة 594 من التقنين التجاري على ما يلي: « يجب أن يكون رأسمال شركة المساهمة بمقدار (5) ملايين دينار جزائري على الأقل إذا لجأت الشركة علنية للإدخار ومليون في حالة المخالفة ».

المادة 594 تقنين تجاري، لأنّ هذه الأخيرة سرعان ما تلجأ إلى الاكتتاب عن طريق اللجوء العلني للدّخار بعد إتمام الإجراءات الأوليّة لتأسيسها. أمّا في القوانين المقارنة، فقد جعل المشرّع المصري الحدّ الأدنى لرأسمال مثل هذه الشركات يقدر بثلاثة ملايين جنيه⁽¹⁾. في حين جعله المشرّع الفرنسي يقدر بثمانية ملايين يورو⁽²⁾.

انتقد جانب من الفقه الفرنسي المغالاة في الحدّ الأدنى من رأسمال شركات الاستثمار، لما فيه من إقصاء شرائح أخرى من المجتمع في إنشاء مثل هذه الشركات ولو كانت تتمتع بالخبرة. أمر من شأنه أن يجعل هذا النشاط حكرًا على المنشآت الاقتصادية العظمى كالبنوك والمؤسسات المالية. ردًا على هذه الانتقاد تسارعت التشريعات إلى تحديد قواعد نشاط هذه الشركات بشكل يمنعها من ممارسة الاحتكار والهيمنة على سوق الأوراق المالية⁽³⁾.

يكون الاكتتاب في رأسمال الشركة عن طريق حصص نقدية - وهو الأمر الغالب - أو عن طريق حصص عينية، تودع هذه الأخيرة لدى الشركة المؤتمنة التي وقع عليها الاختيار والتي ظهرت في الإعلانات القانونية السابق ذكرها، وذلك لقاء شهادة دفع تمنحها الشركة المؤتمنة لشركة الاستثمار، فيما يخص الحصص النقدية⁽⁴⁾. أمّا فيما يخص الحصص العينية فيتولّى مندوب الحسابات تقييمها ويحرّر تحرير عن ذلك ليودع هذا الأخير أمام اللجنة مع ملف الاعتماد.

يجب الإشارة إلى الاختلاف الموجود بين هذه الأحكام وأحكام القانون التجاري فيما يتعلق بشركات الأسهم، ففي شركات المساهمة يتولّى تقدير الحصص العينية مندوب الحصص بطلب من المؤسس وذلك بقرار قضائي⁽⁵⁾، في حين يتولّى ذلك في شركات الاستثمار ذات الرأسمال

1 - هذا ما نصّت عليه المادة 125 من اللائحة التنفيذية رقم 95 لسنة 1992. يزيد هذا المبلغ بكثير عن الذي يشترطه المشرّع المصري في تأسيس شركات المساهمة ألا وهو 250 ألف جنيه في حالة الاكتتاب المغلق وملبون جنيه في حالة الاكتتاب العام.

في ذلك: نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 342.

2 - L'article 7 du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989.

BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p 144.

3 - في ذلك: طاحون نصر علي أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، مرجع سابق، ص 293.

4 - المادة 15 من النظام رقم 04/97 المتعلّق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

5 - وهذا ما جاءت به المادة 601 من التقنين التجاري بنصّها: « يعيّن في حالة ما إذا كانت الحصص المقدّمة عينية، ما عدا في حالة وجود أحكام تشريعية خاصة، مندوب واحد للحصص أو أكثر بقرار قضائي بناءً على طلب المؤسس أو أحدهم، ويخضع هؤلاء الأحكام التنافى المنصوص عليها في المادة 715 مكرّر 6 أدناه.

يقع تقدير قيمة الحصص العينية، على مسؤولية مندوبي الحصص ويوضع التقرير المودع لدى المركز الوطني للسجل التجاري مع القانون الأساسي تحت تصرّف المكتتبين بمقر الشركة. »

المتغير مندوب الحسابات تحت مسؤوليته.

وقع المشرع الفرنسي بشأن مندوب الحسابات في تناقض تضاربت فيه بعض النصوص. إذ نصّت المادة الرابعة في فقرتها الثانية والمادة التاسعة من قانون سنة 1988 على تقديم تقرير من طرف مندوب الحسابات عن الحصص العينية والذي يرفق بملف طلب الاعتماد، إلا أنّ الفقرة الخامسة من المادة نفسها نصت على أن تعين المراقب يكون من طرف مديري الشركة هذا يعني بعد اعتماد اللجنة للقانون الأساسي للشركة والموافقة على تأسيسها⁽¹⁾.

تناقض وقع فيه أيضا المشرع الجزائري من جراء تقليده الأعمى للمشرع الفرنسي، بحيث نص الفقرة 19 من المادة 11 من النظام رقم 04/97، على إلزامية تقديم تقرير ينفذه مندوب الحسابات تحت مسؤولية في ملف اعتماد القانون الأساسي للشركة. ومن جهة أخرى ينصّ في المادة 14 من نفس النظام على أنّ الجمعية العامة للشركة وبعد تسجيلها في السجل التجاري تعيّن عن طريق محضر، الأعضاء الإداريين للشركة والأعضاء لمديرين ومجلس المراقبة ومندوب الحسابات على أن تظهر أسماؤهم في المذكرة الإعلامية التي تنشر في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية على خلاف المشرع الفرنسي⁽²⁾. لم يحدّد المشرع الجزائري طبيعة الأموال التي قد تشكل حصصا عينية.

ثانياً - تسيير شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير:

تعتبر شركة الاستثمار شركة أسهم، لا تختلف أجهزتها عن أجهزة إدارة هذه الأخيرة، فلا داع لإعادة ذكرها، بل يجب التركيز على القواعد الخاصة بتسييرها. منها القواعد المتعلقة برأسمال الشركة، القواعد المتعلقة بنشاطها المتمثل في إدارة القيم المنقولة.

أ - القواعد المتعلقة برأسمال الشركة:

يمثل رأسمال شركة الاستثمار مجموعة من الأسهم التي تحدّد قيمتها وفقا لقواعد خاصة بها. إلا أنّ خصوصية هذه الشركة المتمثلة في إمكانية تغيير رأسمالها، يجعل قيمة هذه الأسهم في تغيير مستمر.

1 - JEANTIN Michel, Sociétés d'investissement à capital variable, op.cit, p 9.

2 - الذي حدّد الأموال المشكلة للحصص العينية في شركة الاستثمار بموجب المادة الثانية من المرسوم التنفيذي رقم 623/89 الصادر في 6 سبتمبر 1989 التي حصرت في القيم المنقولة المشكلة لمحفظة قيم الشركة. ومع أنّ المادة السادسة من قانون 3 جانفي 1973 قد سمحت بأن تكون الحصص العينية عبارة عن قيم منقولة أخرى، وفي المواد 4 و 5 من القانون نفسه سمحت بإدخال العقارات وما هو ضروري لتسيير الشركة في حصصها العينية.

JEANTIN Michel, Société d'investissement à capital variable, op.cit, p 9.

أ - 1 - تحديد قيمة أسهم الشركة: يساوي رأسمال الشركة في أي وقت قيمة الأصل الصافي بعد خصم المبالغ القابلة للتوزيع⁽¹⁾، والأصل الصافي للشركة يعبر عنه بالفرق بين مجموع أصولها وديونها.

رأسمال الشركة = الأصل الصافي - المبالغ القابلة للتوزيع.

الأصل الصافي = أصول الشركة - ديونها.

للإشارة فإنّه عند حساب الأصل الصافي للشركة يجب الأخذ في الاعتبار ما يلي:

- القيم الزائدة أو الناقصة المؤجلة Des plus ou moins values latentes

- النتائج رهن التخصيص Les résultats en instance d'affectation

- الاحتياطي Des réserves

- النتائج المحققة خلال الدورة الحالية⁽²⁾ Les résultats réalisés depuis le début de

l'exercice en cours

- الأصل الصافي على عدد أسهم الشركة⁽³⁾.

$$\text{أي القيمة التصفوية للسهم الواحد} = \frac{\text{الأصل الصافي لشركة}}{\text{عدد أسهم الشركة}}$$

أ - 2 - تغيير رأسمال الشركة: تمتاز شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير بالزامية تسديد قيمة أسهمها بالكامل عند الاكتتاب⁽⁴⁾ وهذا على خلاف ما هو عليه في شركة المساهمة⁽⁵⁾، لأنه معرض للزيادة و النقصان.

زيادة رأسمال الشركة: تمنع قواعد القانون التجاري شركات الأسهم من زيادة رأسمالها، إلا في أجل 5 سنوات ابتداءً من تاريخ انعقاد الجمعية العامة التي قررت ذلك⁽⁶⁾، في حين

1 - المادة 9 من الأمر رقم 08/96 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السابق ذكره.

2 - المادة 3 من النظام رقم 04/97 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السابق ذكره.

3 - المواد 3 و 4 من النظام رقم 04/97 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السابق ذكره.

4 - المادة 5 فقرة 3 من الأمر رقم 08/96 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السابق ذكره.

5 - بحيث يكفي فيها عند التأسيس أن يكون ربع الأسهم على الأقل مدفوعة عند الاكتتاب على أن يتم وفاء الزيادة مرة واحدة أو عدة مرات بناءً على قرار من مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب كل حالة في أجل يمكن أن يتجاوز 5 سنوات ابتداءً من تاريخ تسجيل الشركة في السجل التجاري.

المادة 596 من التقنين التجاري.

6 - المادة 692 من التقنين التجاري.

يجوز لشركات الاستثمار أن ترفع رأسمالها متى شاءت⁽¹⁾.

تتمّ زيادة رأسمال شركة الاستثمار بناءً على طلب أحد المساهمين أو المكتب وبقرار من القائمين على إدارتها، دون الحاجة إلى اجتماع الجمعية العامة غير العادية⁽²⁾. زيادة رأسمال شركة الاستثمار يكون بإصدار أسهم جديدة، مقابل حصص نقدية أو عينية يتم تقييمها من طرف مندوب الحساب، دون أن يكون للمساهمين القدامى حق الأفضلية والأولوية في الاكتتاب في رأسمالها⁽³⁾.

تخفيض رأسمال الشركة: يكون تخفيض رأسمال الشركة بإعادة شراء الشركة لأسهمها بقيمة تصفوية، يخصم منها النفقات والعمولات. كما هو الشأن بالنسبة لزيادة رأس المال تحتفظ الشركة بحقها في تخفيض رأسمالها متى شاءت ودون أجل بقوة القانون. يكفي لذلك صدور طلب من أحد المساهمين ويقرّر على أساس القائمين على إدارة الشركة تخفيض رأسمالها، دون الحاجة إلى قرار الجمعية العامة غير العادية⁽⁴⁾. إذا كانت الشركة مقيدة في البورصة⁽⁵⁾، فإن إجراء إعادة الشراء يتم عن طريق العرض العام للشراء *offre public d'achat*. وهو إجراء لم تنص عليه اللجنة من خلال النظام العام لبورصة القيم رقم 03/97 كما فعل بشأن العرض العام للبيع والسحب. لذا يجب تعديل هذا النظام وإدراج إجراء العرض العام للشراء فيه.

يمكن لشركة الاستثمار تعليق إجراء إعادة الشراء أي وقفه مؤقتاً، إذا استدعت مصالحها ومصالح المساهمين فيها ذلك. لكن إذا أصبح رأسمال الشركة خلال أربعة أشهر الموالية لصدور قرار تعليق إعادة شراء الأسهم، يقل عن نصف الحد الأدنى المخصّص لرأسمالها أي 2 مليون و500 ألف دينار جزائري، وجب على مجلس الإدارة أو مجلس المديرين أن يستدعي الجمعية العامة غير العادية لتبدي رأيها، سواء في انحلال الشركة أو تصفيتها أو دمجها. في

1 - وهذا ما نصّت عليه المادة 3 من الأمر رقم 08/96 بنصّها: «تصدر أسهم الشركة ويعاد شراؤها في كلّ وقت ...». ونصّت على ذلك أيضاً الفقرة السادسة من المادة الخامسة من الأمر رقم 08/96: «... يجوز القيام بتغييرات رأس المال دون أجل محدّد وبقوة القانون ...».

2 - فهي نقطة أخرى تختلف فيها هذه الشركة عن شركة المساهمة، بحيث أنّ قرار زيادة رأسمال شركة المساهمة من اختصاص الجمعية العامة غير العادية وحدها وذلك بناءً على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الأحوال. المادة 691 من التقنين التجاري.

3 - «لا تتضمن الأسهم التي تصدرها الشركة حق أفضلية الاكتتاب في زيادات رأس المال».

المادة 05 فقرة أولى من الأمر رقم 08/96 السابق ذكره.

4 - المواد 3 و5 فقرة 6 من الأمر رقم 08/96 المتعلّق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السابق ذكره.

5 - بحيث يمكن لشركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغيّر أن تقيد في البورصة بشروط تحدّد لها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

حالة موافقة الجمعية العامة غير العادية على قرار انحلال الشركة، يجب إبلاغ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بذلك⁽¹⁾.

ب - القواعد المتعلقة بنشاط وتسيير الشركة:

تسير شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وفقاً للقواعد العامة المقررة في إدارة وتسيير شركات الأسهم في القانون التجاري، مع خضوعها لأحكام خاصة بها. تستمد هذه الخصوصية من طبيعة نشاطها من جهة، ومن طبيعة علاقة التبعية التي تربطها باللجنة صاحبة السلطة في منح الاعتماد من جهة أخرى. إن نشاط شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير يتمثل في الهدف من إنشائها، هدف صرحت به المادة 2 من الأمر رقم 08/96، بنصها على ما يلي: « شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير هي شركة أسهم هدفها تسيير حافظة القيم المنقولة وسندات دين قابلة للتداول ».

تمارس الشركة نشاط إدارة القيم المنقولة وفقاً لمجموعة من القواعد أو المبادئ المتعارف عليها في هذه المهنة. فيمكن لأي شخص طبيعي أو معنوي أن يشارك في رأسمال الشركة بشراء أسهم جديدة، وله الحق في إعادة بيعها لها في أي وقت. إلا أن الشركة تحتفظ بحق تعليق عملية إعادة الشراء، بطلب من الجمعية العامة للشركة التي توكل مجلس الإدارة أو مجلس المديرين بتعليق كل عمليات إصدار جديدة أو إعادة شراء الأسهم الموجودة، إذا ما اقتضت مصلحة المساهمين ذلك⁽²⁾. يتخذ مجلس الإدارة هذا القرار بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

يجب التساؤل في هذا الصدد عن القيمة القانونية للرأي الذي تبديه اللجنة، هل يتضمن التصديق على قرار الشركة دون مناقشته، وفي هذه الحالة هل يدخل قرار الشركة حيز التنفيذ من تاريخ صدوره من مجلس إدارة الشركة، أو من تاريخ تصديق اللجنة عليه، أم للجنة الحق في رفض هذا القرار. وضع غريب عن الشركات الأسهم في القانون التجاري أين تنفرد الجمعية العامة غير العادية بقرار زيادة أو تخفيض رأسمال الشركة⁽³⁾. كما يجب على مجلس الإدارة أن يعلم اللجنة وفوراً بقرار حل الشركة حتى ولو كان الحل قانوني، أي حينما يقل رأسمال الشركة عن نصف المبلغ الأدنى المحدد في المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 474/96 السابق ذكره⁽⁴⁾.

1 - المادة 23 من النظام رقم 04/97 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السابق ذكره.

2 - المادة 11 من الأمر رقم 08/96، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السابق ذكره.

3 - المواد 691 و 712 من التقنين التجاري.

4 - المادة 23 من نظام اللجنة رقم 04/97، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السابق ذكره.

الفرع الثاني

خصوصية الصناديق المشتركة للتوظيف (ص.م.ت)

تعتبر بريطانيا السبّاقة في إنشاء صناديق الاستثمار، بسبب نظام الترسّط الذي نشأت على أساسه هذه الأخيرة، وقد أخذت تسميتها في بداية نشأتها، إذ سميت بترسّط للاستثمار⁽¹⁾. ظهر نظام الترسّط لأول مرة في إنجلترا كوسيلة للتهرب من دفع الضريبة⁽²⁾، تطور هذا النظام لتستعين به شركات الاستثمار في إدارة استثماراتها وفقاً لمبدأ الملكية المشتركة الذي يقوم عليه هذا الأخير.

عرّف الفقيه الانجليزي "MAITLAND" الترسّط على النحو التالي: « هو نظام يخوّل لشخص حقوقاً يلتزم بمباشرتها لحساب شخص آخر بغية إنجاز هدف، فهو يحوز هذه الحقوق لحساب الغير، فيطلق عليه تسمية الأمين »، في تعريف آخر قدّمه الفقيه الانجليزي "LEWIN" « الترسّط هو مجموع الواجبات التي تقع على شخص يسمى الأمين، تتولد مسؤوليته من خلال الملكية المقررة له أو التي تكون تحت سيطرته »⁽³⁾. تظهر خصوصية الصناديق المشتركة للتوظيف، بعد دراسة ماهيتها (أولاً)، وتنظيمها القانوني (ثانياً).

أولاً - ماهية الصناديق المشتركة للتوظيف:

نقلت الصناديق المشتركة للتوظيف من نظام الترسّط ميزة أساسية هي إدارة الملكية المشتركة، وهي ميزة تعتبر بمثابة الدعامة الأساسية لتسيير نظام هذه الصناديق. نتج عن الإدارة المشتركة للملكية، جملة من الخصائص التي تمتاز بها الصناديق المشتركة للتوظيف، والتي تمكنها من ممارسة وظائفها. اختلف الفقهاء حول تعريف الصناديق المشتركة للتوظيف، بسبب تركيزهم على جملة من خصائصها دون غيرها.

أ - تعريف الصناديق المشتركة للتوظيف:

عرّفها الأستاذ حسني المصري « أنها ملكية مشتركة لقيم منقولة يسعى مديروها إلى

1 - FAFFA Jean-Claude, Les sociétés d'investissements et la gestion collective de l'épargne, op.cit, p 47.

2 - ففي القرن الثامن عشر وجد الملاك الإقطاعيين وسيلة تسمح لهم بالتهرب من دفع الضريبة على الأملاك - علماً أنها كانت باهظة جداً - وذلك بنقل ملكيتهم لأشخاص آخرين ليحتفظ المالك الحقيقي ببيان الحقوق منها حق الانتفاع. في ذلك: المصري حسني، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، مطبوعات جامعة الكويت، 1995، ص 88.

3 - المصري حسني، المرجع نفسه. لمزيد من التفاصيل حول نظام الترسّط في القوانين المقارنة طالع، نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 367 - 383.

توظيفها في البورصة بتكوين محافظ الأوراق المالية»⁽¹⁾، في حين تعرّفها الأستاذة قاسم منى « أنها الشركة التي تنشأ بين عدد من الأشخاص الطبيعية والمعنوية يلتزم فيها كل منهم بتقديم حصة - عادة ما تكون أوراق مالية - بغرض تكوين حافظة من القيم المنقولة وإرادتها واقتسام الأرباح الناشئة عنها»⁽²⁾.

ركّز بعض الفقهاء على نشاط هذه الصناديق في تعريفها، يُذكر منها تعريف الأستاذ التهامي، الذي عرّفها بأنها « جهات تتلقى الأموال من المدخرين سواء كانوا أفراداً أم هيئات، بهدف استثمار هذه الأموال في تكوين محفظة من الأوراق المالية وذلك في مقابل الحصول على صك يسمى وثيقة الاستثمار تعطي الحق في الحصول على نسبة من كل عائد من كل استثمار من أوجه استثمارات المحفظة تعادل نسبة عدد الوثائق التي يمتلكها إجمالي عدد وثائق الاستثمار المصدرة»⁽³⁾، أو أنها « هيئات تقوم باستثمار الاكتتابات في وثائق الاستثمار والتي تصدرها ليستفيد من خدماتها جمهور الناس الذين تتوفر لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين محفظة الأوراق المالية، وتكون لهم حصة شائعة في محفظة الصندوق»⁽⁴⁾.

أغفل المشرع المصري تعريف صندوق الاستثمار في أي من نصوصه، واكتفى بالنص على جواز إنشاء صناديق الاستثمار بهدف استثمار المدخرات في الأوراق المالية، وهذا وفقاً لما نصت عليه المادة 1/35 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992⁽⁵⁾.

أورد المشرع الفرنسي من جهته تعريفاً مختصراً لصناديق التوظيف بأنها ملكية مشتركة لأدوات مالية⁽⁶⁾. اعتمد المشرع الجزائري على هذا التعريف في صياغة تعريف الصندوق

- 1 - في ذلك: المصري حسني، صناديق الاستثمار المشترك...، مرجع سابق، ص 28.
- 2 - قاسم منى، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 2000، ص 186.
- وإذا كان هذا التعريف غير صائب، فيؤخذ عليه إسباغ صفة الشركة على هذه الصناديق وهي ليست كذلك كما سنراه لاحقاً. وفي السياق نفسه عرفها الأستاذ هندي منير إبراهيم بأنها « شركات تتلقى الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة ».
- في ذلك: هندي منير إبراهيم، إدارة المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994، ص 322.
- 3 - التهامي عرفات إبراهيم، التشريعات الاقتصادية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص 188.
- 4 - أحمد شرف الدين، "دليل المدخر للاستثمار في الأوراق المالية، صناديق الاستثمار"، مجلة الأهرام الاقتصادي، العدد 81، نوفمبر 1994، ص 6.
- 5 - عبد علي عبد الله، إدارة صناديق الاستثمار في الأوراق المالية من الوجهة القانونية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، 2006، ص 49.

6 - « Le fond commun de placement est une copropriétés d'instruments financiers ».

L'article L. 214-20 du code monétaire et financier.

المشارك للتوظيف فعرّفه في المادة 13 من الأمر رقم 08/96 على النحو التالي:

« الصندوق المشترك للتوظيف المسمى فيما يأتي (ص.م.ت) هو ملكية مشتركة لقيم منقولة تصدر حصصها ويعاد شراؤها بناءً على طلب الحاملين بالقيمة التصفوية تضاف إليها أو تخصم منها النفقات والعمولات حسب الحالة». ركّز هذا التعريف على عنصرين هامين هما: الكيان القانوني للصندوق بوصفه ملكية مشتركة للقيم المنقولة، ونشاطه المتمثل في الإدارة المتخصصة للقيم المنقولة.

ب - خصائص الصناديق المشتركة للتوظيف:

تمتاز الصناديق المشتركة للتوظيف بخصائص عدة لا يمكن سردها كلها، إنما سيتم الاكتفاء بتلك التي تساعد على إظهار خصوصية نظامها القانوني، والتي استعانت بها التعاريف محل الدراسة وهي:

ب - 1 - الملكية المشتركة للقيم المنقولة: يتيح الصندوق المشترك للتوظيف ملكية مشتركة في أمواله لجميع المدخرين مع تمتع المدخرين بملكية فردية ومحددة لوثائقهم الاستثمارية أو قيمهم المنقولة، مجموع هذه القيم تشكل أموال الصندوق التي لا يمتلكها الصندوق لكونه لا يتمتع بالشخصية المعنوية، فلا يكتسب حقوقاً ولا يتحمل التزامات.

يترتب على هذه الخاصية أنه لا يستطيع أحد المكنّتين أن يدعي لنفسه ملكية فردية لجزء من رأسمال الصندوق بصفة خاصة، بل تكون ملكيته على الشيوع، لكن المشرع الجزائري لم يشأ إضفاء صفة الشيوع ولا تطبيق أحكامه على هذه الملكية⁽¹⁾ ذلك لأنها تتنافى مع غرض الصندوق ونشاطه، وقد سبقه إلى ذلك كل من المشرع المصري⁽²⁾ والفرنسي⁽³⁾.

ب - 2 - استثمار المدخرات في الأوراق المالية: تمتاز الصناديق المشتركة للتوظيف بأنّ نشاطها منحصّر في استثمار الأوراق المالية كقاعدة عامة. فالأصل أن تمتنع عن هذه

= تعمد المشرع الفرنسي وصف هذه الصناديق بالملكية المشتركة دون إضفاء الشخصية المعنوية عليها.

BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p 143.

DIDIER Philipe, La monnaie, les valeurs mobilières, les effets de commerce, Presse Universitaire française, 1999, p 205.

1 - كما جاء ذلك في المادة 15 من الأمر رقم 08/96 التي تنص على ما يلي: « لا تطبق أحكام القانون المدني المتعلقة بالشيوع على (ص.م.ت) ». للإشارة فإن الأحكام الخاصة بالشيوع التي أراد المشرع استبعادها عن الصندوق هي المتعلقة بقيمة المال الشائع هي تلك المنصوص عليها في المواد 721 إلى 737 من التقنين المدني.

2 - وقد فصل في شرح ذلك الأستاذ المصري حسني، صناديق الاستثمار المشترك...، مرجع سابق، ص 181.

3 - القانون الفرنسي الصادر في 23 ديسمبر 1988 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

الصناديق عن مزاوله أعمال مصرفية أخرى، بل وأكثر من ذلك عليها أن تمتنع عن الاستثمار في سندات مصرفية وسندات الخزينة إلا بترخيص. فمجال النشاط الأصلي هو القيم المنقولة المحددة في النص المنظم لها⁽¹⁾، ومع ذلك وسعت بعض التشريعات ومنها التشريع الجزائري من دائرة معاملات الصندوق لتشمل سندات الدين القابلة للتداول بغض النظر عن مصدرها، حتى وإن كانت صادرة عن الخزينة العامة⁽²⁾ دون تحديد مسبق لنسبة هذه الاستثمارات⁽³⁾.

ج - الإدارة المتخصصة للأصول:

تملك الصناديق المشتركة للتوظيف الإدارة المتخصصة والمحترفة للأصول المالية، وهو ما يجذب المستثمر لإيداع أمواله ومدخراته لدى هذه الصناديق لاستثمارها، معتمدا في ذلك على خبرتها. تعفي الإدارة المتخصصة للاستثمارات عن طريق الصناديق المستثمر من مخاطر اتخاذ قرارات غير سليمة، وتحقق له أرباحا من جراء قرارات استثمارية صائبة قائمة على دراسة أوضاع السوق ومخاطر الاستثمار وعوائده.

د - الصيغة التعاقدية الثلاثية لأطراف الصندوق:

تتمثل هذه الأطراف في مدير الصندوق أو المسير الذي يتخذ القرارات الاستثمارية في تسيير واستثمار أصول الصندوق والمدخرات. أما الطرف الثاني هو الأمين أو المؤسسة المؤتمنة أو المودع لديه، وهو عادة ما يكون بنك تودع لديه الأصول والقيم المنقولة لتمكين المدير أو المسير من إدارتها. أما الطرف الثالث والأساسي هو المدخر الذي يودع مدخراتها، رغبته منه في الاستفادة من خبرات مسيري الصندوق في إدارة القيم للحصول على أكبر عائد بأقل مخاطرة⁽⁴⁾.

1 - تم تحديدها بموجب المادة 33 من الأمر رقم 08/96 والتي تنص على: «تعتبر قيما منقولة بالنسبة لتطبيق هذا الأمر، القيم المنظمة بموجب أحكام المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري وكذلك القيم المنقولة من الطبيعة نفسها التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون المعنيون التابعون للقانون العام».

2 - هذا ما نصت عليه المادة 32 من الأمر رقم 08/96: «يشمل أصل (هـ.ت.ج.م) أساسا على قيم منقولة وسندات دين قابلة للتداول وبصفة تبعية، السيولات».

عرفت المادة 34 من الأمر نفسه سند الدين كما يلي: «تعتبر سندات دين قابلة للتداول سندات الدين الصادرة والمتداولة أو القابلة لذلك في السوق النقدية، حسب الصيغ والشروط التنظيمية السارية المفعول».

أما السيولات فقد عرّفها المادة 35 من الأمر نفسه: «تعتبر سيولات، الأموال المودعة فورا أو بأجل لا يتجاوز مدة سنتين (2)».

3 - عكس المشرع المصري الذي لم يطلق الحرية للصناديق في الاستثمار خارج الأوراق المالية خاصة آذونات الخزنة أو الودائع بنسبة تفوق 10% من أصولها.

في ذلك: عبده على عبد الله، إدارة صناديق الاستثمار...، مرجع سابق، ص 60.

4 - البخفاوي هشام، التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص ص 36 - 39.

ثانيا - التنظيم القانوني للصناديق المشتركة للتوظيف:

أضفى المشرع على الصناديق المشتركة للتوظيف، تنظيماً قانونياً خاصاً ومختلفاً عن تنظيم شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير، تنظيماً يتماشى مع ما تقتضيه العلاقة الثلاثية التي يقوم عليها الصندوق. يتمثل هذا التنظيم في تأسيس الصندوق، وإدارته.

أ - تأسيس الصندوق

أ- 1 - الشكل القانوني للصندوق: أوجب المشرع المصري في المادة 35 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 اتخاذ صندوق الاستثمار شكل شركة المساهمة، وأجاز للبنوك وشركات التأمين تأسيس صناديق الاستثمار كونها مؤسسة في شكل شركات مساهمة⁽¹⁾. موقف لا يسانده بعض الفقه المصري⁽²⁾.

اختلف المشرع الفرنسي عن نظيره المصري في أنه لم يعترف بالشخصية المعنوية للصناديق المشتركة للاستثمار. لوحظ على مر النصوص المنظمة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة⁽³⁾، تمسك المشرع الفرنسي بموقف واحد، هو عدم اشتراط شكل قانوني معين في صناديق الاستثمار⁽⁴⁾، وجعل تأسيسها يكون بمبادرة من المودع لديه أي من المؤسسة المؤتمنة والمؤسسة المسيرة.

- 1 - بذلك يكون المشرع المصري قد حرم شركة التوصية بالأسهم من إنشاء مثل هذه الصناديق. في ذلك: عبد علي عبد الله، إدارة صناديق الاستثمار...، مرجع سابق، ص 90.
- 2 - منهم الأستاذ عصام حسني محمود موسى، صكوك التمويل التي تصدرها شركات المساهمة، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه، جامعة القاهرة، 1995، ص ص 186 - 190.
- كذلك الأستاذ عبد علي عبد الله، إدارة صناديق الاستثمار...، مرجع سابق، ص 90.
- لا يرى هؤلاء مبرراً من حرمان شركات التوصية من تأسيس صناديق الاستثمار في القيم المنقولة. مع العلم أنه سمح للشركات ذاتها مباشرة نشاط ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية، والاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراق مالية وزيادة رأسمالها، وإجراء المقاصة وتسوية معاملات الأوراق.
- 3 - Décret N° 57/1342 du 28 Décembre 1957 relatif aux fonds communs de placement chargés par la loi N° 79/594 du 13 Juillet 1979, abrogé par la loi du 88/1201 du 23 Décembre 1988. Abrogé par la loi du 1^{er} Août 2003 portant la sécurité financière.
- 4 - يمكن نقد الأستاذ البخفاوي هشام في رسالته المقدمة لنيل درجة الماجستير تحت عنوان "التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار"، مرجع سابق، في أن المؤلف أرجع موقف المشرع المصري الذي اشترط فيه شكل شركة الأسهم لتأسيس صندوق الاستثمار إلى مصدر تاريخي هو القانون الفرنسي وبالذات القانون المؤرخ في 28 ديسمبر 1957 في مادته الثالثة، في حين موقف المشرع الفرنسي مخالف تماماً لذلك إذ لا يعترف بالشخصية المعنوية للصندوق ولا يتطلب فيه شكلاً قانونياً، وأن المؤلف لم يصب في تفسير المادة الثالثة من القانون رقم 1342/57 المؤرخ في 28 ديسمبر التي نصت على ما يلي:

« La gestion d'un fond commun de placement est assuré en conformité du règlement... par une société, la société gérante doit être une société anonyme ayant pour unique objet la gestion d'un ou plusieurs fonds... ».

le texte intégral de la loi sur le site : www.legifrance.gouv.fr.

اتباع المشرع الجزائري موقف المشرع الفرنسي، في عدم اشتراط شكل معين في الصندوق وحرمانه من الشخصية المعنوية. إن عدم اتخاذ الصندوق لشكل من أشكال الشركات التجارية جعل إجراءات تأسيسه تنسم بالخصوصية.

أ - 2 - إجراءات تأسيس الصناديق المشتركة للتوظيف: يتأسس الصندوق بنظام يبادر إلى إعداده كل من المسير والمؤسسة المؤتمنة⁽¹⁾. يودع هذا النظام لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لاعتماده، وهو نفس الإجراء المعمول به في فرنسا⁽²⁾. يحرر مشروع نظام الصندوق من قبل المسير والمؤسسة المؤتمنة على أن يحتوي على البيانات الإلزامية التالية:

- اسم المسير والمؤسسة المؤتمنة.
- سياسة التوظيف للصندوق المشترك للتوظيف لاسيما الأهداف الخاصة التي يريد تحقيقها والمعايير التي تستوحي منها.
- طرق ودورية حسابات القيمة التصفوية. طرق تقييم القيم المسجلة في الأصول الموجودة في محفظة الأوراق المالية.
- مبلغ رأس المال الأصلي. والحد الأدنى للمبلغ بحيث أنه لا يمكن أن يقل رأس المال تحت حكم طائلة تصفية الصندوق المشترك للتوظيف. والمبلغ الأقصى لعمولات الاكتتاب وإعادة شراء الحصص وكذلك المبلغ الأقصى لمصاريف التسيير.
- تواريخ افتتاح الدورة الأولى والدورات المتتالية وتواريخ غلقها.
- طبيعة وعدد المعلومات لإبلاغ حاملي الحصص.
- المسير، المؤسسة المؤتمنة ومندوب الحسابات.
- طرق التعيين والعزل.
- الحقوق، الواجبات وطرق منح الأجر.
- طرق توزيع النتائج، توزيع المداخل (إذا كانت موجودة) وطرق تعديل النظام.

1 - طبقا لما نصت عليه المادة 19 من الأمر رقم 08/96 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة السابق ذكره « يجب أن يعد مشروع نظام (ص م ت) بمبادرة مشتركة بين مسير ومؤسسة مؤتمنة منصوص عليها في المادة 36 من هذا الأمر باعتبارهما مؤسسي (ص م ت) ».

يجب أن يعد مشروع نظام (ص م ت) طبقا لأحكام هذا الأمر والنصوص المتخذة لتطبيقه ».

كما نصت على ذلك المادة 17 من النظام رقم 04/97 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة السابق ذكره.

2 - « *Le fond commun de placement est constitué à l'initiative conjointe une société de gestion de portefeuille chargée sa gestion, et d'une personne morale dépositaire des actifs du fond. Cette société est cette personne établissent le règlement du fond* ».

Article L. 214-24 du code monétaire et financier Français.

- طرق انحلال وتصفية إعادة تكوين الصندوق المشترك للتوظيف.
- نسخ من القوانين الأساسية للمسير والمؤسسة المؤتمنة، المقيدة بالسجل التجاري⁽¹⁾.
- يودع المسير مشروع النظام أمام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مرفقا بطلب الاعتماد والوثائق اللازمة له. تدرس اللجنة ملف طلب الاعتماد، إذا كان مستوفياً للشروط المحددة في القوانين والتنظيمات، تصدر قراراً بمنح الاعتماد.
- أغفل المشرع الجزائري تحديد الأجل القانوني الممنوح للجنة للنظر في الملف، وإصدار قرارها بقبول أو رفض الاعتماد، يمكن إرجاع ذلك إلى رغبة المشرع في تطبيق الآجال نفسها في الاعتماد الممنوح لكل من شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير⁽²⁾، والاعتماد الممنوح للوسطاء في عمليات البورصة⁽³⁾، وهو ميعاد شهران من تاريخ وصل الاستلام المهني من طرف اللجنة⁽⁴⁾. كما لم يورد حكماً خاصاً بحالة سكوت اللجنة عن الرد، لذا يجب القياس على ما ورد في اعتماد الوسطاء⁽⁵⁾.
- يقوم المسير بعد اعتماد اللجنة لمشروع نظام الصندوق، بجمع الاكتتابات لتأسيس الصندوق المشترك للتوظيف بأصول أصلية لا تقل عن مليون دينار جزائري (1.000.000 دج)، وفقاً لما جاء به المرسوم التنفيذي رقم 474/96⁽⁶⁾، على أن يتم تسديد الحصص الأصلية بأكملها بمجرد تأسيس الصندوق، يترتب عن الاكتتاب في حصص الصندوق أو شرائها قبول نظامه بما يحويه⁽⁷⁾.
- يجب على المسير اتمام جميع إجراءات التأمين في أجل أقصاه ثلاثة أشهر من تاريخ الحصول على الاعتماد، وذلك تحت طائلة إلغاء الاعتماد⁽⁸⁾. من هذه الإجراءات نشر نظام

- 1 - المادة 18 من النظام رقم 04/97 المتعلق بتهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- 2 - المادة 8 من نظام اللجنة رقم 04/97 المتعلق بتهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة والسابق ذكره.
- 3 - المادة 11 من النظام رقم 03/96 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وبواجباتهم ومراقبتهم.
- 4 - في حين حدد المشرع الفرنسي هذه المدة بشهر واحد من تاريخ الإيداع فهو ما نص عليه في المادة 7-411 من النظام العام لسلطة السوق المالية.
- 5 - على أن حالة السكوت غير واردة وفقاً للمادة 11 من النظام رقم 03/96 والمادة 6 من التعلية رقم 01/97، وقد سبق شرحه في المبحث الأول من الرسالة. على خلاف المشرع الفرنسي الذي جعل بوضوح أن سكوت اللجنة عن الرد بالموافقة أو الرفض عن طلب اعتماد صندوق مشترك للتوظيف يعد قبولاً.
- « *Le silence gardé par L'AMF pendant un délai d'un mois à compter de l'avis de réception de la demande par L'AMF vaut décision d'agrément* ».
- L'Article 411 - 7 - 2 du règlement général de L'AMF.
- 6 - المرسوم التنفيذي رقم 474/96 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996 يتعلق بتطبيق المادتين 8 و 23 من الأمر رقم 08/96 المؤرخ في 10 يناير 1996 (هـ.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، الجريدة الرسمية، عدد 84 الصادر في 29 ديسمبر 1996.
- 7 - المواد 20، 21 من الأمر رقم 08/96 السابق ذكره والمادة 19 من النظام رقم 04/97 السابق ذكره.
- 8 - المادة 22 من الأمر رقم 04/97 السابق ذكره.

الصندوق في جريدة الإعلانات القانونية⁽¹⁾، إيداع ملف الصندوق لدى السجل التجاري، ونشر ملخص عن هذا الملف في جريدة مؤهلة لقبول الإعلانات القانونية⁽²⁾.

يلتزم المسير خلال الفترة نفسها بأن يسلم للجنة نسخة من شهادة الإيداع المسلمة له من طرف المؤسسة المؤتمنة، ونسخة من تقرير التقييم للمساهمات العينية المحرر من طرف مندوب الحسابات وذلك تحت مسؤوليته⁽³⁾.

ب - إدارة الصندوق:

يتولى إدارة الصندوق مسير، قد يكون شخصا طبيعيا أو معنويا يتخذ شكل شركة دون تحديد طبيعتها ولا شكلها⁽⁴⁾، يمارس نشاط تسيير محفظة الصندوق. تشترك في هذه الإدارة المؤسسة المؤتمنة، التي تودع لديها الأصول وتسير طبقاً للسياسة التي وضعها المسير.

ب - 1 - المسير: أوكل المشرع الفرنسي مهمة تسيير صناديق الاستثمار إلى شركة متخصصة في إدارة المحافظ المالية، وذلك بموجب المادة 11 من القانون الصادر في 23 ديسمبر 1988⁽⁵⁾، هذه الشركة هي نفسها التي اشتركت مع المؤسسة المؤتمنة في إنشاء الصندوق.

تلتزم هذه الشركة بممارسة إدارة الصندوق بكل ما تقتضيه الإدارة من عناية وكفاءة، فهي تحدد سياسة الاستثمار وعمليات البيع والشراء للصكوك المكونة للمحفظة، باعتبارها مديرة الصندوق، تمثل الشركة هذا الأخير في مواجهة الغير، كما تتمثل أمام الهيئات القضائية للدفاع عن حقوق ومصالح حاملي الحصص.

اتخذ المشرع المصري موقفا مغايرا لنظيره الفرنسي، إذ اشترط على الصندوق أن يعهد بإدارة نشاطه إلى إحدى الجهات المختصة بإدارة المحافظ المالية⁽⁶⁾، يجب أن تكون هذه الجهة مستقلة عن الشركة المنشئة للصندوق. تسري هذه الأحكام حتى على الصناديق التي تنشأها البنوك والمؤسسات المالية المختلفة. حجة المشرع المصري في ذلك أنه يرغب في تبني مبدأ التخصص في إدارة صناديق الاستثمار، فالشركات التي تملك الخبرة والكفاءة من شأنها أن

1 - المادة 2/22 من الأمر رقم 08/96، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السابق ذكره.

2 - المادة 20 من النظام رقم 04/97، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السابق ذكره.

3 - المادة 21 من النظام رقم 04/97، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السابق ذكره.

4 - المادة 28 من المرسوم التنفيذي رقم 474/96 السابق ذكره.

5 - DERAUCOURT Amaury, « La responsabilité en matière de gestion collective ». *Revue Banque et Droit*, N° 70, Mars - Avril 2000, p 18.

6 - نصت على ذلك المادة 35 من القانون رقم 92/95 التي جاءت كما يلي: « يتعين على صندوق الاستثمار أن يعهد بإدارة نشاطه إلى إحدى الجهات المتخصصة وفقا لما تحدده اللائحة التنفيذية ... ».

تضمن إدارة فنية متخصصة⁽¹⁾.

تشتت المادة 1/164 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 92/95 المصري المتعلق بسوق رأس المال في مدير الاستثمار، أن يكون شركة مساهمة مصرية، أما إذا كانت الشركة أجنبية، فلا يشترط فيها شكل قانوني معين. ترك المشرع السلطة التقديرية لهيئة سوق المال في تحديد الشروط الواجب توافرها في الشركات الأجنبية الحصول على ترخيص بإدارة صندوق الاستثمار.

سمح المشرع المصري للشركات المتخصصة، بتولي إدارة أكثر من صندوق واحد شريطة امتلاك رأسمال ضخم يفوق بكثير الحد الأدنى المشترك في شركة الإدارة التي تدير صندوقا واحدا⁽²⁾. في حين لا يشترط أي حد في رأسمال الشركة الأجنبية، إنما اكتفى باشتراط التخصص والكفاءة والخبرة.

يمتاز النموذج المصري عن الفرنسي، بأن مجلس إدارة صندوق الاستثمار ليس نفسه مع مجلس إدارة الشركة التي تتولى إدارة هذا الأخير، بل وأكثر من ذلك، فإن المشرع المصري لا يجيز أن يكون أغلبية أعضاء مجلس إدارة صندوق الاستثمار من مساهمي شركة الإدارة.

تأثر المشرع الجزائري بالنموذج الفرنسي، فجعل المسير هو الشخص نفسه الذي ساهم في إنشاء الصندوق، دون أن يشترط فيه أي شكل قانوني، فقد يكون شخصا طبيعيا أو معنويا. كيف المشرع مسير الصندوق بمثابة وكيل حاملي الحصص، فيلتزم في مواجهتهم بجميع التزامات الوكيل تجاه موكله وفقا للقواعد العامة للوكالة⁽³⁾.

ب - 2 - المؤسسة المؤتمنة:

تتولى حراسة أصول الصندوق مؤسسة مؤتمنة وحيدة متميزة عن هذا الأخير، تختار على أساس قائمة من الأشخاص المعنويين التي يحددها وزير المالية⁽⁴⁾، تشمل كل البنوك والمؤسسات المالية المعتمدة طبقا لقانون النقد والقرض⁽⁵⁾.

1 - محمد عبد الله نهال فتحي أحمد، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 435.

2 - يشترط المشرع المصري في رأسمال الشركة التي تتولى إدارة صناديق الاستثمار ألا يقل عن مليون جنيه، وذلك بموجب المادة 3 من اللائحة التنفيذية رقم 95 لسنة 1992.

3 - المادة 28 من المرسوم رقم 474/96 السالف ذكره.

4 - المادة 36 من الأمر رقم 08/96 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة السابق ذكره.

5 - نصت على ذلك المادة الثانية من القرار الصادر عن وزير المالية، المؤرخ في 13 أوت 1998، المتضمن تطبيق المادة 36 من الأمر رقم 08/96 المؤرخ في 10 يناير 1996 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة الصادر في الجريدة الرسمية، عدد 70 الصادر في 20 سبتمبر 1998.

يلاحظ من هذه القائمة أنه لا يمكن أن تنشأ شركة خصيصاً لممارسة نشاط المؤسسة المؤتمنة بصفة مستقلة، إنما يعتبر هذا النشاط من النشاطات التبعية للنشاط المصرفي الذي نصت عليه المادة 72 من قانون النقد والقرض.

لم يكن المشرع الجزائري الوحيد الذي حصر هذا النشاط في البنوك والمؤسسات المالية القائمة والمعتمدة، إنما سبقه إلى ذلك المشرع الفرنسي، الذي حدد هذه القائمة بموجب القرار الصادر عن وزير الاقتصاد بتاريخ 6 سبتمبر 1989⁽¹⁾، أما المشرع المصري فقد اشترط إيداع أصول صناديق الاستثمار لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري، على ألا يكون هذا البنك مالكا أو مساهما في الشركة المديرة للصندوق⁽²⁾.

أوكل المشرع إلى المؤسسة المؤتمنة وظيفتين أساسيتين هما:

- حفظ أصول الصندوق، وذلك بقيد الصكوك والنقود التي يتكون منها في حساب خاص ومستقل، كما تتولى حفظ الأموال المودعة لديها وإعادتها حينما تطلب شركة الإدارة ذلك. يتعين على المؤسسة المؤتمنة، أن تقدم لشركة الإدارة بياناً أو كشفاً بكل الإيداعات والسحوبات وجميع العمليات المنجزة على الأصول.

سمح المشرع الفرنسي للمؤسسة المؤتمنة بإجراء بعض العمليات على أصول الصندوق لحسابها الخاص، إذ لا يقتصر حينها دور المؤسسة على مجرد الحفظ إنما يتعداه إلى الاستثمار، وذلك بإذن من شركة الإدارة⁽³⁾.

- تتمثل الوظيفة الثانية للمؤسسة المؤتمنة في رقابة مدى صحة ومشروعية القرارات الصادرة من شركة الإدارة، وذلك بموجب المادة 36 من الأمر رقم 08/96⁽⁴⁾. فهو التزام يقع على عاتق المؤسسة من التحقق من صحة القرارات الصادرة عن شركة الإدارة ومدى احترام القائمين عليها للقوانين والأنظمة، تنحصر رقابة المؤسسة على مشروعية القرارات دون أن تتعدى إلى رقابة ملائمتها⁽⁵⁾.

1 - ROBLOT René, Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (O.P.C.V.M), Edition Ansa, Paris, 1995, p 12.

2 - جاء النص على ذلك في المادة 38 من القانون رقم 92/95، المتعلق بالسوق المال المصري.

3 - ROBLOT René, Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, op.cit, p 13.

4 - التي تنص على ما يلي: « يجب كذلك أن تتأكد من صحة القرارات التي تتخذها (ش.إ.م.م) أو يتخذها مسير (ص.ت.م) ... ».

5 - ROBLOT René, Les organismes de placement collectif en valeur mobilières, op.cit, p 13.

الباب الثاني

تنظيم نشاط السوق المالية الجزائرية

يعود الفضل في ازدهار نشاط السوق المالية وتطور عملياتها، إلى الانتشار الواسع الذي تشهده شركات المساهمة. فهي التنظيم القانوني الوحيد الذي استطاع استيعاب وبامتياز الاستثمارات الكبرى، التي تسير رؤوس أموال ضخمة⁽¹⁾. احتلت هذه الشركات في وقت قصير مكانة مرموقة في الاقتصادات الوطنية والدولية. كونها تتيح لأصحاب رؤوس الأموال الضخمة المساهمة في التنمية الاقتصادية، عن طريق الجمع بين العنصرين الأساسيين للإنتاج وهما المال والعمل⁽²⁾.

تمكنت شركات المساهمة عن طريق نظامها القانوني الخاص، من جمع الأموال سواء من قبل مؤسسيها أو المساهمين فيها، لتوظيفها في مشاريع ضخمة. تعهد إدارة وتسيير هذه الأموال إلى أجهزة إدارة الشركة التي تضع السياسة العامة المتمثلة في تحديد نشاط الشركة واختيار الوسائل المثلى لتمويلها⁽³⁾.

تتطلب المشاريع الضخمة أموالاً ضخمة، قد تعجز الشركة عن تحقيقها بطريق التمويل الذاتي، لضعف أصولها وأرباحها، أو رغبة منها في الاحتفاظ بفوائدها وعدم إعادة استثمارها. يبقى أمام الشركة حل وحيد هو اللجوء إلى أساليب التمويل الخارجي التي تتيح لها فرصتين هما: إما اللجوء إلى السوق المصرفية، أو اللجوء إلى السوق المالية⁽⁴⁾.

تمثل السوق المصرفية سوق اقتراض بامتياز، إذ تمنح البنوك للمستثمر فرصة الحصول على قروض قصيرة أو متوسطة أو طويلة حسب حاجتها. لكن مقابل شروط وضمانات وفوائد

1 - RIPERT Georges, ROBLOT René, traité du droit commercial 16^{ème} édition, librairie générale du droit et jurisprudence, (LGDJ), Paris 1996, p230.

2 - الرحملي عبد الفتاح، عقد شركة المساهمة في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الحقوق فرع عقود ومسؤولية، جامعة الجزائر، 1998، ص2.

3 - العبيدي عباس فليح، الاكتتاب في رأس مال شركة المساهمة، دراسة قانونية وعملية، مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص45.

4 - JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, op.cit, P 3.

قد تثقل كاهل المستثمر⁽¹⁾. في حين توفر السوق المالية نفس فرص التمويل أو أحسن دون القيود التي تفرضها البنوك، وذلك عن طريق طرح القيم المنقولة للاكتتاب ثم توظيفها⁽²⁾.

تستعين الشركة لتمويل مشاريعها بمدخرات الأفراد والمؤسسات، التي تحصل عليها لقاء طرح قيمها المنقولة للاكتتاب. تمكن هذه التقنية الشركة من مباشرة مشاريعها دون الاقتراض من البنوك، والمدخر من توظيف أمواله لقاء أرباح سيحصل عليها في نهاية السنة. كما تسمح بانتعاش السوق المالية التي ستستقبل القيم المطروحة وتأطر الاكتتاب فيها ثم تداولها لاحقاً.

تنقسم السوق المالية إلى قسمين أساسيين هما: السوق الأولية وهي سوق الإصدار، والسوق الثانوية وهي سوق البورصة. تعرف الأسواق المتقدمة خاصة السوق الأمريكية أنواعاً أخرى من الأسواق هي السوق الثالثة والسوق الرابعة المخصصة للشركات والأفراد الأغنياء. الذين يؤسسون هذه السوق بأنفسهم ويحصلون على العضوية فيها، ويديرونها وفقاً لقانون العرض والطلب. متمتعين بكامل الحرية في إنجاز العمليات وتحديد الأسعار، مع تحملهم لجميع المخاطر⁽³⁾. تختلف السوق الثالثة والرابعة عن السوق الأولية والثانية، فالصنف الأول غير منظم بموجب نصوص قانونية إنما تركت مهمة تنظيمه لأعضائه، في حين أن الصنف الثاني تمثل أسواق منظمة بموجب نصوص قانونية.

يخصص هذا الجزء من الرسالة لدراسة طبيعة القواعد القانونية المنظمة لنشاط السوق المالية بقسميها الأولية (الفصل الأول)، والثانية (الفصل الثاني).

1 - NEUVILLE Sébastien, Droit de la banque et des marchés financiers, Presse Universitaire de France, Paris, 2005, pp 253-254

2 - «Le recours au marché débute par l'émission d'instruments financiers, puis la recherche d'investisseurs susceptibles d'opérer des placements»
NEUVILLE Sébastien, Droit de la banque et des marchés financiers, op-cit, p 301.

3 - لمزيد من التفاصيل حول هذه الأسواق، هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص ص 78-81.

الفصل الأول

القواعد المنظمة لنشاط السوق الأولية

تعرف السوق الأولية بأنها سوق للإصدارات الجديدة، إذ تصدر فيها الورقة المالية لأول مرة من قبل شركات المساهمة أو الدولة أو الهيئات المحلية، عندما تكون هذه الأخيرة في حاجة إلى موارد مالية لتمويل نشاطاتها. فهي وسيلة هامة لجمع المدخرات وتوجيهها نحو تمويل المشاريع عن طريق عوائد تحدد عند الإصدار⁽¹⁾.

تعتبر السوق الأولية جزء هام من السوق المالية، ولا ربما أهم جزء فيها. فما كانت السوق المالية لتكون لولا السوق الأولية، باعتبارها سوق الإصدارات الجديدة، والتي تعنى بإنشاء الأوراق المالية التي ستداول في السوق الثانوية لاحقاً⁽²⁾.

تطرح الشركة أسهمها في السوق الأولية في مرحلتين هما: مرحلة التأسيس، ومرحلة زيادة رأسمالها. وذلك إما عن طريق الاكتتاب الخاص أو المغلق وهو إصدار دون اللجوء العلني للدخار، وإما عن طريق الاكتتاب العام أي الإصدار عن طريق اللجوء العلني للدخار. في حين تطرح الشركة سندات بمنااسبة الاقتراض من الجمهور.

تنجح عملية الإصدار كلما زاد إقبال جمهور المدخرين الأفراد والمؤسسات على القيم المطروحة، لدى تولي الجهة المصدرة عناية خاصة لعملية ما بعد الإصدار وهي تسويق الإصدارات عن طريق توظيفها أو باللجوء إلى تقنية السعي المصنفي.

تنظيم نشاط السوق الأولية يتم عبر تنظيم القيم المنقولة المطروحة فيها (المبحث الأول)، وتنظيم العمليات الواردة عليها (المبحث الثاني). وهي قواعد هجينة تجمع بين أحكام القانون التجاري، وأنظمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من جهة، من جهة أخرى يتطفل القانون العام على نشاط السوق الأولية عن طريق قرارات وزير المالية.

1 - الزرري عبد النافع عبد الله وغازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2001، ص 48.

2 - عيسى نجاة، تقييم أداء الأسواق المالية العربية...، مرجع سابق، ص 12.

وردت عدة تعاريف للسوق المالية الأولية في العديد من المؤلفات نذكر منها:

- توفيق عبيد سعيد، الاستثمار في الأوراق المالية دون ذكر دار النشر، القاهرة، 1998، ص 07.

- سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 70.

المبحث الأول

تداخل القواعد المؤطرة للمنتوجات المالية

المطروحة في السوق الأولية

استعمل المشرع الجزائري مصطلح القيم المنقولة في كل من التقنين التجاري بمناسبة تنظيم شركات الأسهم⁽¹⁾. وفي المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة⁽²⁾، قبل تعديله في سنة 2003. إلا أن القانون رقم 04/03 جاء بمصطلح جديد هو مصطلح المنتوجات المالية مرادفاً لمصطلح القيم المنقولة في المادة 30 منه التي تنص على ما يلي: « ... حماية الإيداع المستثمر في القيم المنقولة أو المنتوجات المالية الأخرى ... ».

استمد المشرع الجزائري مصطلح المنتوجات المالية، من نظيره الفرنسي الذي استعمله لأول مرة بموجب قانون تحديث النشاطات المالية⁽³⁾. يختلف نطاق المنتوجات المالية في القانون الفرنسي عنه في القانون الجزائري وذلك من حيث الأدوات المدرجة فيها⁽⁴⁾، ومن حيث الفرع القانوني الذي تنتمي إليه⁽⁵⁾، إذ يرى الفقه في فرنسا أن مصطلح القيم المنقولة مصطلح قديم يعجز عن استيعاب المفاهيم الجديدة⁽⁶⁾.

يفسر التوجه الجديد للمشرع الجزائري عند إضافته لمصطلح المنتوجات المالية، بوجود سندات تتداول في السوق المالية غير القيم المنقولة. سندات لم تكن موجودة سنة 1993، إنما

1 - ابتداءً من المادة 715 مكرر 30 وما يليها.

2 - تنص المادة الأولى منه، التي تنص على ما يلي: « تعد بورصة القيم المنقولة إطاراً لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم ».

3 - la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, sur la modernisation des activités financière, JORF n°154 du 4 juillet 1996 page 10063

4 - l'article 1^{er} de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, sur la modernisation des activités financière, codifié à l'article L211-1 du code monétaire et financier .

5 - « La notion de valeur mobilière et celle d'instrument financier appartiennent à deux branches distinctes mais étroitement liées du droit des affaires ; la première au droit des sociétés, la seconde au droit des marchés financiers ».

BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op cit, p77 .

aussi LE CANNU (P), réflexion sur l'apport de la loi du 2 juillet 1996 au droit des sociétés, bulletin Joly, 1996, P796.

6 - « La notion de valeur mobilière a vieilli, elle n'est plus le siège d'une catégorie juridique ».

OPPETIT (S), « La notion de valeur mobilière », Revue Banque et droit, N° hors -série, 1991, p4 .

أقحمت داخل السوق المالية سنة 1998 بموجب قرار وزير المالية⁽¹⁾. رغم أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لا تقبل في التداول داخل البورصة إلا القيم المنقولة الصادرة عن شركات الأسهم⁽²⁾.

نتج عن هذه الوضعية نظام قانوني مختلط لتأطير المنتجات المالية. إذ نظمت القيم المنقولة الصادرة عن شركات الأسهم، في القسم الحادي عشر من الكتاب الخامس من التقنين التجاري، الذي جاء بأحكام عامة تحدد ماهية القيم المنقولة (المطلب الأول). قبلت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بموجب نظامها رقم 03-97 نوعان منها هما الأسهم والسندات (المطلب الثاني). أُدرجت لاحقاً قيم جديدة في السوق المالية لم تنص عليها اللجنة في نظامها السابق (المطلب الثالث).

المطلب الأول

ماهية القيم المنقولة

تمثل القيم المنقولة المعروضة للاكتتاب، أهم ميزة تتميز بها السوق المالية محل الدراسة عن غيرها من الأسواق، التي تختلف باختلاف السلع المتداولة فيها. إذ توجد بورصات للبضائع، تتداول فيها بضائع يشترط في سلعها شروط خاصة كقابليتها للتخزين لفترة معتبرة، كما يشترط فيها أن تكون متماثلة أي موحدة في النوع والرتبة، إذ يمكن معرفة مقاديرها بالوزن والعدد كالقطن في بورصة الإسكندرية، والبن في بورصة البرازيل والسكر في بورصة لندن... الخ⁽³⁾. في بورصات أخرى، يكون محل التعامل فيها هو الذهب والمعادن النفيسة، وإن كانت الكثير من الدول لا تسمح بقيام مثل هذه البورصات. إذ تحتكر بنوكها المركزية التعامل بالعملات، ويحدّد سعرها في سوق العملة بواسطة نشرات رسمية تصدرها هيئات مختصة دون إخضاعها لقانون العرض والطلب.

1 - القرار المؤرخ في 21 جانفي 1998 يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، الجريدة الرسمية عدد 15، الصادر في 18 مارس 1998، المعدل والمتمم بموجب القرار المؤرخ في 22 جويلية 2001، الجريدة الرسمية عدد 45، الصادر في 12 أوت 2001.

2 - المادة رقم 30 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

3 - د. فياض عطية: سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر 1998، ص 19.
- كذلك سيد طه محمد بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة...، مرجع سابق، ص

إلى جانب هذين النوعين من البورصات توجد بورصات للعمليات الصعبة⁽¹⁾.

نالت سوق القيم المنقولة رواجاً كبيراً باعتبارها تؤدي وظيفتين حيويتين. فهي سوق تمويلية تمنح لأصحاب العجز المالي فرص تمويل مشاريعهم بكل بساطة ومرونة متحاشين بيروقراطية المصارف. كما تمنح فرص استثمار ممتازة لأصحاب الفائض المالي لتوظيف أموالهم وتكوين محافظ متنوعة من القيم المنقولة. لذا يجب تعريف القيم المنقولة (الفرع الأول)، ثم تحديد خصائصها (الفرع الثاني)، وتمييزها عن الأوراق المشابهة لها (الفرع الثالث).

الفرع الأول

تعريف القيم المنقولة

عرفت القيم المنقولة بعدة تعاريف أكثرها لا يمت لها بصلة، إذ يُلَمَح فيها أصحابها لمفاهيم أخرى لا علاقة لها بالأوراق المالية، متجاهلين خصوصية هذه الأخيرة سواء من حيث طبيعتها أو آجالها أو كيفية إصدارها وتداولها. لهذه الأسباب لم تحظ القيم المنقولة بتعريف جامع وشامل، لذا سنتطرق إلى جملة من التعريفات التي جاءت بها التشريعات، والاجتهادات الفقهية، ثم التعريفات الصادرة عن الهيئات المهنية.

أولاً - التعريف التشريعي:

تجاهلت بعض التشريعات تعريف القيم المنقولة، قد يرجع ذلك إلى ما هو متعارف عليه وهو أن مهمة القانون هي التشريع وليس التعريف. وقد يكون مرد ذلك إلى طبيعة هذه القيم السريعة التطور والتغير، لكونها مرتبطة بنشاط اقتصادي جدّ حيوي لا يعرف الثبات والاستقرار.

1 - شمعون شمعون، البورصة، دار هومة، الجزائر، 1999، ص 133.

أشهر سوق للعمليات الصعبة هي سوق اليورودولار، التي ظهرت للوجود لأول مرة في 13 جويلية 1963.

KARYOTIS Catherine, Circulation internationale des valeurs mobilières, Editions Banque, Paris 1994, p 22.

أيضاً: عطوان مروان، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص 216 وما بعدها.

لا زالت مثل هذه البورصات حكراً على الدول المتقدمة، أمّا في غيرها من الدول فلا تتداول العملات الصعبة داخل البورصة، إنّما يمكن أن يتم ذلك في أسواق تعرف بأسواق العملات الأجنبية، لكن يقتصر تعاملها بين البنوك دون تدخل فئات أخرى من المستثمرين. بين - فون لوم وكالفين مكدونالد، "أسواق العملات الأجنبية فيما بين البنوك في إفريقيا"، مجلة التمويل والتنمية، جوان 1994، ص 14 - 17.

قبل التطرق للتعريف الذي جاء به المشرع الجزائري في القانون التجاري، يجب عرض بعض نماذج القوانين المقارنة منها القانون الفرنسي، الأمريكي ثم المصري.

أ - في القانون الفرنسي: ورد تعريف القيم المنقولة في عدة قوانين فرنسية نذكر منها ما جاء في القانون الصادر في 24 جويلية 1966 المتعلق بالشركات التجارية. إذ نصّ في مادته 264 على ما يلي: « مصطلح القيم المنقولة يعني في مفهومه الضيق المعروف عمليا السندات الصادرة من الهيئات العامة أو الخاصة القابلة للتسعيرة والتداول في سوق البورصة »⁽¹⁾. وفي 23 ديسمبر 1988 صدر القانون المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، نصّت المادة الأولى منه على ما يلي: « تعتبر بمثابة قيم منقولة في نظرا هذا القانون، السندات الصادرة عن الأشخاص المعنوية العامة والخاصة القابلة للتداول بتسجيلها في الحساب أو بالمناولة اليدوية، والتي تعطي صاحبها حقوقاً ماثلة لصفها الذي هو من إصدار واحد. وتعطي له الحق في ملكية جزء من رأسمال الشخص المعنوي المصدر لها أو حقوق مديونية عامة على أصولها، وذلك بصفة مباشرة أو غير مباشرة »⁽²⁾. الجديد الذي يستخلص من هذا التعريف، هو تداول القيم ونقل ملكيتها بالقيّد في الحساب، أو بمجرد المناولة اليدوية. حتى ولو لم تكن قابلة للتداول في البورصة فهي من قبيل القيم المنقولة.

ب - في القانون المصري: لم يعرف المشرع المصري القيم المنقولة، لا في قانون سوق رأس المال ولا في قانون الشركات⁽³⁾.

1 - L'article 264 de la loi de 24 Juillet 1966 relative aux sociétés commerciales « *Les termes valeurs mobilières, désignent dans le sens restreint consacré par la pratique, Les titres émis par les collectivités publique ou privées qui sont susceptibles de cotation et de négociation sur un marché de bourse* ». VIDAL Dominique, Droit des sociétés, Librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris, 1993, p 383.

- aussi: Article anonyme « Les valeurs mobilières », Répertoire commerciale, T5, Dalloz, Paris, 1997, p 4.

2 - L'article 264 de la loi de 23 Décembre 1988 relative aux organismes de placements collectifs des valeurs mobilières « *sont considérées comme valeurs mobilières pour l'application de la présente loi, les titres émis par des personnes morales publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès directement ou indirectement à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou un droit de créance générale sur son patrimoine* ».

- GOZIAN Maurice et VIANDIER Alain, Droit des sociétés huitième, Editions Litec, Paris, 1995, p 372.

- VIDAL Dominique, op. cit., p 383.

3 - الحمراني صالح راشد: دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الحقوق، جامعة القاهرة، 2000، ص 134.

ج- في القانون الأمريكي:

على خلاف المشرع المصري، عرّف المشرع الأمريكي الورقة المالية تعريفاً واسعاً، وذلك حتى يضمن خضوع جميع الأوراق المالية التقليدية والمستحدثة للنصوص القانونية، فنص في المادة 3 فقرة أ بند 10 من قانون البورصة الصادر عام 1934 على أن مصطلح الورقة المالية يقصد به « كل صك يمثل سهماً أو سند خزانة، أو سنداً، أو شهادة فائدة أو مشاركة أو أي اتفاق لاقتسام الأرباح، أو أي شهادة تعطي الحق في أي ملكية نفط أو غاز أو ملكية معدنية أخرى، أو إيجار أو شهادة ضمان ائتمان أو شهادة اشتراك، أو سهماً قابلاً للتحويل أو عقد استثمار، أو شهادة اتحاد التصويت، أو شهادة الضمان الإضافي، أو شهادة الإيداع، أو أي حق خيار في الشراء أو البيع أو خيار مزدوج على مؤشر، أو مجموعة مؤشرات للأوراق المالية - يتضمن العلاوة والخصم في القيمة - المقيدة في بورصة الأوراق المالية المحلية أو المتعلقة بعملة أجنبية، أو بشكل عام أي صك يُعرّف بأنه ورقة مالية، ويخرج من ذلك الأوراق النقدية والأوراق التجارية أو القبولات المصرفية التي يُستحق تحصيلها في وقت إصدار لا يزيد على تسعة أشهر بعد استبعاد أيام المهلة أو أي تحديد آخر لموعد الاستحقاق المحدد »⁽¹⁾.

يعاب على هذا التعريف جمعه لكل الأوراق المالية المعروفة في سوق رأس المال الأمريكية وسردها، دون وضع ضوابط قانونية تساعد من معرفة ما هو داخل في حيز الأوراق المالية عن غيرها، كما أن كمية ونوعية الأوراق المذكورة في هذا التعريف تدل على مدى تقدم وتطور البورصة الأمريكية، آنذاك (1934 سنة صدور قانون البورصة الأمريكية)، ناهيك عن حالتها المعاصرة.

د - في القانون الجزائري:

عرّفها المرسوم التنفيذي رقم 169/91 كما يلي: « تعتبر قيماً منقولة أساساً بحسب طبيعتها، الديون المعينة المقدار والمستحقة لشركات رؤوس الأموال والسندات مهما كانت طبيعتها وحصص الشركاء في شركة التوصية وأسهم التمتع والريوع الأبدية وسندات الرسملة وسندات المشاركة في الأرباح وبصفة عامة كل منتج مالي قابل للتفاوض في البورصة »⁽²⁾.

1 - النصّ الأصلي باللغة الإنجليزية مع ترجمته في: الحمراني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 134.

2 - المادة 2 من المرسوم التنفيذي 169/91 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، السابق ذكره.

يجب التنويه بأن هذا التعريف لم يذكر القيم المنقولة على سبيل الحصر، إنما ذكرها على سبيل المثال، فيعاب عليه أنه لم يضع أسساً محددة لمعرفة القيم المنقولة، بل لجأ إلى ذكر بعض أنواعها.

يعاب على هذا التعريف أيضاً تحديده لمُصدري القيم المنقولة، ألا وهي شركات الأسهم وشركات التوصية، فمن جهة، جعل هذا النص نطاق المُصدّرين واسعا لكونه لا يقتصر على شركات الأسهم فحسب. لكنّه من جهة أخرى أقصى أشخاصاً آخرين هم الدولة والأشخاص العمومية والهيئات المحلية.

جاء المرسوم التشريعي رقم 08/93 المتضمن تعديل القانون التجاري، بتعريف مغاير لسابقه فعرفها كما يلي: « القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تُسعر وتمنح حقوقاً مماثلة حسب الصنف، وتسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها »⁽¹⁾.

حصر هذا التعريف الشركات المصدرة في شركات الأسهم، مُقْصِياً بذلك شركات التوصية التي ذُكرت في المرسوم التنفيذي رقم 169/91. أمّا عن النقطة الإيجابية في هذا التعريف، فهي أنّه حاول الاعتماد على خصائص القيم المنقولة في تعريفها ألا وهي قابليتها للتداول، وقابليتها للتسعير في البورصة. ومن جهته سمح المرسوم التشريعي رقم 10/93 بتدخل الدولة والهيئات المحلية في إصدار قيم منقولة⁽²⁾. مبدأ لم يطبقه النظام العام لبورصة القيم المنقولة حينما حصرهم (مصدري الأوراق المالية) في شركات الأسهم⁽³⁾.

ثانياً - التعريف الفقهي:

خُصّت القيم المنقولة باهتمام كبير من قبل الفقه الذي أسهب في تعريفها، مع ذلك لم تحظ بتعريف جامع ومانع.

قدّم الفقه الفرنسي تعاريف مختلفة منها: « القيم المنقولة هي سندات تمثل حقوق مديونية

1 - المادة 715 مكرر 30 من التقنين التجاري.

2 - حيث جاء في نص المادة الأولى من المرسوم التشريعي رقم 10/93 ما يلي: « تعدّ بورصة القيم المنقولة إطاراً لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم ».

3 - تنص المادة 30 من النظام رقم 03/97 السابق ذكره « لا تقبل في التداول في البورصة إلا القيم المنقولة الصادرة عن شركات الأسهم طبقاً لأحكام المنصوص عليها في القانون التجاري ».

جماعية طويلة الأجل تصدرها أشخاص معنوية بهدف تمويل نشاطها، وهي قابلة للتداول وقابلة للتسعير في البورصة»⁽¹⁾. ويعرفها آخرون على أنها: « تلك التي تنتمي إلى صنف سندات الدين، وهي قابلة للتداول وتتمثل قابلية تداولها في إمكانية التنازل عنها بكل سهولة وبتابع إجراءات مبسطة تنتمي إلى القانون التجاري»⁽²⁾. يُعاب على هذين التعريفين تركيزهما على خاصية قابلية التداول، ومن جهة أخرى أقصوا أنواعاً كثيرة من القيم المنقولة، إذ اكتفيا بذكر سندات الدين. مع أنّ البعض يرى - وهو الواقع فعلاً - أن خيال رجال الاقتصاد والمالية توسع بشكل كبير خلال العشرينتين الأخيرتين، الشيء الذي أدى إلى ظهور إلى جانب القيم المنقولة التقليدية أسهم وسندات، قيم منقولة جديدة ومركبة⁽³⁾.

اجتهد الفقه المصري لتعريف المقصود بالورقة المالية، نظراً لغياب تعريف تشريعي. فعرّفها بعضهم بأنها عبارة عن « صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقيّن معا»⁽⁴⁾. وعرّفها آخرون بأنها « الورقة التي تمثل حق المستثمر في الحصول على عوائد ربح أو فائدة في المستقبل، وفقاً لشروط محددة مسبقاً»⁽⁵⁾.

انطوت هذه التعاريف على ألفاظ وصيغ مختلفة، إلا أنها تفيد معنى واحداً. إذ ركز كلاهما على الحقوق التي توكلها هذه الأوراق لحاملها. ففي التعريف الأول خصّ نوعاً أولاً من الأوراق، يمنح لحامله جزءاً من العوائد، وهو السندات. ونوعاً ثانياً يمنح لحامله حقاً في أصول الشركة، وهو الأسهم، باعتبارها جزءاً من رأس المال. ونوعاً ثالثاً غامضاً يجمع بين الحقيّن معا. حاول التعريف الثاني لمّ شمل هذه الأوراق وجمعها في صفة واحدة هي: إما الفائدة التي تحققها السندات، أو الربح الذي تحققه الأسهم.

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

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

2 - Les valeurs mobilières appartiennent à la catégorie des titres de crédit et sont en même temps des titres négociable. La négociabilité des valeurs mobilières se définit comme la possibilité de les transmettre par un procédé simplifié propre au droit commercial.

- DEJUGLART Michel et IPPOLITO Benjamin, Traité de droit commercial, Tome 7, Banque et Bourse, 3^{ème} édition, Montchrestien, Paris, 1991, p 739.

3 - THEODOR Jean-François, Connaître la bourse, Editions Journal des finance, Paris, 1994, p 25.

4 - هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 7.

5 - الحناوي محمد صالح، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص 5.

وردت تعاريف أخرى في السياق نفسه، أكثر وضوحاً من سابقتها، إذ تعرف الأوراق المالية بأنها « الصك الذي يفيد بعلاقة الملكية في الشركة "الأسهم" أو علاقة المديونية بالشركة أو الهيئات الحكومية "السندات" أو حقوق الملكية كحقوق الاختيار وحق الاكتتاب وضمن الحق في الاكتتاب »⁽¹⁾. ميزة هذا التعريف أنه أورد أنواعاً جديدة من الأوراق المالية، إضافةً إلى الأوراق التقليدية، مع إشارته إلى الهيئات المصدرة للورقة المالية، إلا أنه يؤخذ عليه سكوته عن كيفية تداولها.

ثالثاً - القواعد المهنية التي عرفت القيم المنقولة:

عرفتها المادة 3 من النظام العام للشركة ما بين المهنيين الخاصة بمقاصة القيم المنقولة الفرنسية كما يلي: « يقصد بمصطلح القيم المنقولة مجموعة السندات ذات نفس الطبيعة، المسعرة أو القابلة للتسعيرة في البورصة، والصادرة عن نفس الهيئة، وتُكسب صاحبها حقوقاً خاصة. وتعتبر من قبيل القيم المنقولة كل الحقوق المنفصلة عن هذه الأخيرة والقابلة للتداول بذاتها »⁽²⁾. ورد في هذا التعريف صنف جديد من الأوراق المالية التي هي في الأصل مجرد حقوق ناشئة عن بعض القيم المنقولة، إذا بها تصبح قيماً منقولة مستقلة في حد ذاتها، بشرط أن تكون هذه الأخيرة بطبيعتها قابلة للتداول في البورصة.

تبنت هذا التعريف التعليمية الصادرة في 1983/08/08 والمتضمنة كيفية تطبيق أحكام المادة 94 فقرة 11 من القانون رقم 1160/81 المؤرخ في 1981/12/30 وكذلك المرسوم رقم 259/83 المؤرخ في 1983/02/02.

الفرع الثاني

خصائص القيم المنقولة

يرجع السبب في اختلاف التعاريف الممنوحة للقيم المنقولة إلى تركيز كل منها على إحدى خصائص القيم المنقولة متجاهلين غيرها، أما المشرع الجزائري، فقد حاول جمع كل

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

2 - L'article 3 alinéa 1 du règlement générale de la société interprofessionnelle pour la compensation des valeurs mobilières (SICOVAM) énonce : « Pour l'application du règlement général, le terme valeurs mobilières s'entend d'un ensemble de titres de même nature coté ou susceptible d'être coté, issus d'un même émetteur et conférant par eux-mêmes des droit identiques à leurs détenteurs, tous droit détachés d'une valeur mobilière.

- GOZIAN Maurice et VIANDIER Alain, op. cit., p 732.

هذه التعاريف في المادة 715 مكرر 30 من التقنين التجاري، منتهجا في تعريفه تقنية سرد الخصائص كما يلي:

أولاً - التماثل في الإصدار La fongibilité:

يقصد بالتماثل تساوي القيم المنقولة التي تنتمي إلى الإصدار نفسه من حيث صنفها، ومن حيث صنفها، ومن حيث قيمتها ومن حيث الحقوق إلى تحولها لصاحبها.

أ- التساوي من حيث صنفها:

تختار الشركة السياسة التمويلية المناسبة بتمويل مشاريعها وفقاً لمعطيات السوق ووفقاً لمخططاتها، فقد تلجأ إلى فتح رأسمالها على الجمهور بطرحها للاسهم، أو تلجأ إلى الاستدانة من الجمهور بطرحها للسندات. لا يمكن للشركة أن تمزج بين الاسهم والسندات في إصدار واحد بل يجب أن يتكون الإصدار الواحد من الأسهم فقط أو من السندات فقط⁽¹⁾.

ب- التساوي من حيث قيمتها:

يجب أن تتساوى القيم المنقولة التي تنتمي إلى الإصدار نفسه من حيث قيمتها النقدية، إذ منعت التشريعات اختلاف قيمة الإصدار الواحد وذلك ضماناً لمساواة فرص الاستثمار ولبعث الاستقرار في السوق المالية وفي الشركة ذاتها. إذ أن تساوي قيمة الإصدار الواحد يسهل تقدير الأغلبية في الجمعيات العامة للشركة، ويبسر عملية توزيع الأرباح أثناء حياة الشركة أو بعد حلها وتصفياتها. كما يسهل تنظيم عملية الدخول في البورصة وتقييم أحوال الشركة لهذا الغرض⁽²⁾.

يعتبر تساوي قيمة الإصدار الواحد من النظام العام الذي تحميه التشريعات، لكن يجوز للشركة أن تطبق هذه القاعدة على إصدارات مختلفة، كأن تصدر أسهماً جديدة مساوية في القيمة لأسهم تنتمي إلى إصدار سابق⁽³⁾.

تحسب القيمة النقدية للقيم المنقولة بطرق عدة، الأمر الذي يمنح لها قيم مختلفة وهي:

ب-1- القيمة الاسمية La valeur nominale: يعبر عنها بالمبلغ المدفوع لقاء

الاكتتاب بالقيم المنقولة عند طرحها⁽⁴⁾، اعتمدت بعد القوانين على طريقة التحدي المسبق لأسهم

1 - فوضيل نادية، شركت الأموال في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 187.

2 - العربي محمد فريد، القانون التجاري، شركات الأموال، الدار الجامعية للطباعة والنشر، (د.ت.ن)، ص 261.

3 - « La société émettre ou le contrat d'émission peuvent expressément préla fongibilité de valeurs nouvelles avec d'autre antérieurement émises ».

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

4 - طه مصطفى كمال، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 233.

الشركة عند تأسيسها توضع الحد الأدنى والأقصى بقيمة السهم التي لا يحوز تجاوزه⁽¹⁾. اكتفى المشرع الجزائري بتحديد الحد الأدنى لقيمة أسهم الشركة عند تأسيسها في الأمر رقم 59/75 المتضمن القانون التجاري⁽²⁾ وذلك أسوة بنظيره الفرنسي⁽³⁾.

هجر كل من المشرع الجزائري والفرنسي هذه الطريقة، نظرا لتغيير المعطيات الاقتصادية⁽⁴⁾، تاركين الحرية التامة للشركة في تحديد القيمة الاسمية لأسهمها عند تأسيسها ولكل قيمها عند طرحها للاكتتاب⁽⁵⁾.

ب-2- القيمة السوقية: تتمثل هذه القيمة في سعر تداول السند داخل البورصة، وفقاً لقانون العرض والطلب، وفقاً لوضعية الشركة ومدى إقبال الجمهور على قيمها مع الأخذ بعين الاعتبار حجم استثمارات الشركة والمخاطبة المحققة بها⁽⁶⁾.

ب-3- القيمة الحقيقية: تسمى أيضاً بالقيمة الدفترية، يعبر عنها بالنواتج عن قيمة أصول الشركة على عدد أسهمها. تختلف هذه القيمة عن القيمة الاسمية للسند، فإذا كانت الثانية ثابتة لا تتغير، تعرف الأولى تغيرات بتغير الوضعية الاقتصادية للشركة وتغير مركزها المالي. كلما حققت الشركة أرباحاً وارتفعت أصولها المالية، ارتفعت القيمة الحقيقية للسهم، وكلما تقلص

1 - نذكر منها المشرع الأردني الذي جعل الحد الأدنى للسهم هو واحد درهم والحد الأقصى بـ 100 درهم، أما المشرع المصري جعل الحد الأدنى بـ 5 جنيهات والحد الأقصى بـ 100 جنيه.
إلياس ناصف، الكامل في قانون التجارة، منشورات البحر المتوسط ومنشورات عويدات، بيروت، 1992، ص 233.

2 - كان الحد الأدنى للسهم هو 100 دج، نصت عليه المادة 702 من القانون التجاري قبل تعديله.

3 - قدر الحد الأدنى للسهم بـ 100 فرنك فرنسي.

OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, op.cit, p 112.

4 - فوضيل نادية، شركات الأموال في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص 187.

5 - تنص المادة 715 مكرر 50 على ما يلي: «تحدد القيمة الاسمية الأسهم عن طريق القانون الأساسي».

أما المشرع الفرنسي فقد منح الحرية للمؤسسين لتقدير قيمة أسهم الشركة بموجب القانون المؤرخ في 5 جانفي 1978.

6 - لمزيد من التفاصيل

هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999، ص 247 وما يليها.

صاطوري عبد الجواد، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية، مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في علوم التسيير، 2006، ص 251.

نشاط الشركة أو مُنبت بخسارة انخفضت القيمة الحقيقية للسهم⁽¹⁾.

ثانياً - التساوي من حيث الحقوق التي تخولها لصاحبها:

يتحقق تماثل القيم المنقولة إذا منحت لصاحبها نفس الحقوق ورتبت عليه نفس الالتزامات، حقه في التنازل عنه، الحق في الحصول على نصيب من الأرباح، الحق في حضور الجمعيات العامة والاشتراك في مداولاتها والتصويت على قراراتها، الحق في رقابة إدارة الشركة، الحق في اقتسام فائض التصفية عند حل الشركة وغيرها من الحقوق، في حين يخول السند لحامله حق مديونية على الشركة، يترجم في مطالبتها بالوفاء عند حلول الأجل والمطالبة بالفوائد.

تمنح القيم التي تنتمي إلى الصنف الواحد نفس الحقوق والالتزامات. لكن هذا المبدأ ليس من النظام العام، إذ يجوز للشركة مخالفته⁽²⁾ بإصدار قيم تختلف من حيث الحقوق التي تخولها لصاحبها، كان تصدر الشركة أسهماً منها أسهم عدية ومنها أسهم ممتازة، أو أنها وقت إصدارها كانت متماثلة لكنها تحولت إلى غير ذلك لاحقاً⁽³⁾.

أخذ المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 30 من التقنين التجاري بشرط التساوي في الحقوق والالتزامات لكن بصفة مرنة. المقصود منها الحقوق والالتزامات نسبية إلى الصنف الذي تنتمي إليه، فإذا كان الإصدار أسهماً يجب أن تتمتع كلها بالحق في الدخول في رأسمال الشركة، أما إذا كان الإصدار سندات، فيجب أن يمنح كل الإصدار حق المديونية للمكتتبين فيه.

ثالثاً - القابلية للتداول:

تعتبر القابلية للتداول من أهم الخصائص⁽⁴⁾ التي تتمتع بها القيم المنقولة الصادرة عن

- 1 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 251.
- أما الأستاذة فوزيل نادية تعتبر القيمة الحقيقية للسهم هي موجودات الشركة الصافية في حالة التصفية أو الاندماج في شركة أخرى. فوزيل نادية، شركات الأموال في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص 188.
- 2 - فوزيل نادية، المرجع نفسه، ص ص 211 - 212.

3 - « Les valeurs mobilières peuvent ne pas être fongibles alors qu'elles sont issues d'une même émission. Par exemple, une action ordinaire et une action de préférence, peuvent être issues d'une même émission. Pourtant ces actions ne sont pas fongibles car elles confèrent chacune des droits différents, autre exemple, des valeurs mobilières issues d'une émission peuvent ne pas rester fongibles, soit à celle du titulaire. Ainsi les valeurs mobilières composées prévoyant l'échange, ou le remboursement ou la conversion, ne sont pas fongibles... ».

OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, op.cit, p 112 - 113.

- 4 - تنص المادة 715 مكرر 30 من التقنين التجاري على ما يلي:

« ... تمنح حقوقاً مماثلة حسب الصنف وتسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها ».

شركة الأسهم، فهي تسمح لها بالانتقال بسرعة وسهولة دون قيود شكلية. تقتزن خاصية القابلية للتداول بالقابلية للتنازل، بحيث أن السند لا يكون قابلاً للتداول إلا إذا كان قابلاً للتنازل، فحوص المستفيدين أو حصص المؤسسين غير قابلة للتداول لأنها غير للتنازل⁽¹⁾.

يكون السند قابلاً للتداول، إذ أمكن انتقاله بكل سهولة وببساطة دون إتباع إجراءات الحوالة المنصوص عليها في القانون المدني⁽²⁾، يحول السند للعامل بمجرد تسليمه أو بواسطة قيد في الحسابات، أما السند الاسمي فينتقل بالقيد في السجلات التي تمسكها الشركة لهذا الغرض⁽³⁾.

رابعا - القابلية للتسعيرة:

تتميز القيم المنقولة عن غيرها من الأوراق بقابليتها للتسعيرة في البورصة، وهي الخاصية التي ركز عليها المشرع في المادة 715 مكرر 30، وحد المشرع الجزائري في الأحكام المطبقة على القيم المنقولة المسعرة وغير المسعرة، في حين ينادي الفقه في فرنسا باستقلالية القيم المسعرة عن نظيرتها غير المسعرة من حيث القانون الواجب التطبيق، فإذا كان القانون التجاري هو الذي يعني بالقيم غير المسعرة، فإن القيم المسعرة يطبق عليها قانون السوق المالية⁽⁴⁾.

خامساً - عدم القابلية للتجزئة:

جعل المشرع الجزائري القيم المنقولة الصادرة عن شركة الأسهم غير قابلة للتجزئة⁽⁵⁾، الحكمة من هذا الشرط هي تسهيل مباشرة الحقوق للصيقة بالسند التي بدورها غير قابلة للتجزئة منها حق التصويت، قد يحدث أن يصبح السند مملوكاً لعدة أشخاص بطريقة أو بأخرى كالمبررات مثلاً، في هذه الحالة على الشركة أن توقف استعمال الحقوق التي يقرها السند حتى

1 - تنص المادة 715 مكرر 31 على ما يلي: « يحظر إصدار حصص المستفيدين أو حصص المؤسسين تحت

طائلة تطبيق العقوبات المنصوص عليها في المادة 811 أدناه ».

الوضع نفسه تعرفه الشركات في فرنسا.

F-X Lucas, « Notion de valeurs mobilières », Dictionnaire, Joly société N° spécial, Paris, 2004, p 27.

2 - المواد 239 إلى 250 من التقنين المدني الجزائري.

3 - المادة 715 مكرر 38 من التقنين التجاري الجزائري.

4 - OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, op.cit, p 1.

5 - تنص المادة 715 مكرر 32 من التقنين التجاري على ما يلي: « تعتبر القيم المنقولة تجاه المصدر سندات غير قابلة للتجزئة ».

يتفق الملاك على الشيوع على اختيار شخص من بينهم أو يُعين نائب عنهم لممارسة هذه الحقوق تجاه الشركة⁽¹⁾.

الفرع الثالث

تمييز الأوراق المالية عما يشابهها.

حاد بعض الفقه في تعريفه للقيم المنقولة عن الإطار العام لهذه الأخيرة، بإدراجهم لبعض المفاهيم التي لا تمت بالصلة للقيم المنقولة. يعود ذلك إلى عدم إلمامهم بجميع خصائصها، لذا ظهرت ضرورة تمييز الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية عن غيرها من الأوراق. يقتصر هذا التمييز على بيان أوجه الاختلاف بين الأوراق المالية والأوراق النقدية، ثم بين الأوراق المالية والأوراق التجارية.

أولاً - التمييز بين الأوراق المالية والأوراق النقدية:

ترتبط الأولى بالسوق المالية والثانية بالسوق النقدية اللتين سبق أن أشرنا إليهما، إضافة إلى اختلافهما في عدة جوانب هي:

أ - من حيث التنظيم:

تنظم الأوراق النقدية بموجب قوانين وتشريعات خاصة بالنقد والصرف كذلك اللوائح البنكية. ففي الجزائر يحكم الأوراق النقدية قانون النقد والقرض، الذي يحدد هيئات وكيفيات إصدار النقد وتغطيته، إلى جانب أنظمة بنك الجزائر. أما الأوراق المالية فهي منظمة بموجب القانون التجاري في باب خاص بالقيم المنقولة الصادرة عن شركات الأسهم المادة 715 مكرر 30 وما بعدها، بالإضافة إلى قوانين البورصة وأنظمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

ب - من حيث الغرض من الإصدار:

يعتبر الغرض من إصدار الأوراق المالية هو جلب رؤوس أموال جديدة لتمويل نشاطات الشركة وتوسعاتها، بواسطة عائدات الاكتتاب في الإصدارات الجديدة، في حين أن الغرض من إصدار أوراق نقدية جديدة تحكمها ضوابط سياسية اقتصادية تحددها الدولة⁽²⁾.

ج - من حيث جهة الإصدار:

يعود الاختصاص في إصدار الأوراق النقدية للدولة التي فوضت حق ممارسة هذا الامتياز

1 - المادة 2/679 من التقنين التجاري.

2 - الحمراني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 140.

لبنك الجزائر⁽¹⁾. بينما يعود اختصاص إصدار الأسهم عن طريق زيادة رأسمال الشركة للجمعية العامة غير العادية في شركات المساهمة، وقد يصدر قرار الإصدار عن الدولة، أو الهيئات المحلية بمناسبة إصدارها لسندات دين.

د - من حيث قيمة الورقة:

يتم تحديد قيمة الأوراق النقدية بموجب القانون مع مراعاة الاتفاقيات الدولية، ويجب أن تكون قيمة النقود مكافئة لقيمة احتياطي الذهب المغطاة بها⁽²⁾، في حين أن قيمة الأوراق المالية تحددها هيئة خبراء تعينها الجهة المصدرة وذلك على أساس وقائع ومعطيات اقتصادية ومالية.

هـ - من حيث كيفية تداولها:

تداول الأوراق النقدية الوطنية مباشرة بين المتعاملين عن طريق المناولة باليد دون أي قيود، بينما تخضع الأوراق النقدية الأجنبية لبعض القيود التي تحددها القوانين، فهي تتم في سوق الصرف وفقا لضوابط وقواعد الصرف. أما الأوراق المالية، فهي تتداول إما بالطرق التجارية أو داخل البورصة وفقا لإجراءات تحددها قوانين البورصة وبواسطة سماسرة هم وسطاء عمليات البورصة.

و - من حيث الحقوق التي تخولها لصاحبها:

إن كانت الأوراق المالية تخول لصاحبها حقوقاً مختلفة باختلاف أنواعها، فإنّ الأوراق النقدية لا تمنح صاحبها أي حق عدا الانتفاع بالقيمة التي تمثلها هذه الصكوك.

تضمن الدولة قبول الأوراق النقدية للتداول، وبالتالي لا يحق للمتعاملين رفض قبولها وبمعنى آخر الدولة ضامنة لسيولتها فهي تمثل قوة إبراء مطلقة. عكس الأوراق المالية، فالجهة المصدرة لها لا تضمن سيولتها، فمن هذا المنطلق يحق للمتعاملين رفض قبول التعامل بها. مع الإشارة إلى وجود أنواع من الأوراق المالية التي تضمنها الدولة، لكن ضمانها لها لا يعطي لها القوة الإبرائية كالنقود.

يخضع تداول الأوراق المالية لرقابة لجنة البورصة في حين يخضع تداول الأوراق النقدية لرقابة بنك الجزائر⁽³⁾.

1 - المادة 2 من قانون النقد والقرض السابق ذكره.

2 - المادة 3 من قانون النقد والقرض السابق ذكره، حددت كيفية تطبيقها عن طريق تنظيم.

3 - هو ما نصت عليه المادة 14 من قانون رقم 04/03 المعدلة للمادة 30 من المرسوم التشريعي رقم 18/93 « لا تخضع لرقابة اللجنة، المنتجات المالية المتداولة في السوق التي تحت سلطة بنك الجزائر ».

ثانياً - التمييز بين الأوراق المالية والأوراق التجارية:

تعتبر الأوراق التجارية محرراً مكتوباً وفقاً لأوضاع شكلية يحددها القانون، قابلة للتداول بالطرق التجارية، تمثل حقاً موضوعه مبلغاً من النقود يستحق الوفاء بمجرد الإطلاع أو في ميعاد معين أو قابل للتعيين، وهي أداة ائتمان تارة وأداة وفاء تارة أخرى. انطلاقاً من هذا التعريف يمكن البحث عن مركز الاختلاف بين الصنفين:

أ - من حيث التنظيم:

إنّ الأوراق التجارية منظمة بموجب القانون التجاري⁽¹⁾. أمّا عن الأوراق المالية فقد سبق ذكر القوانين المنظمة لها، فلا داعٍ لإعادتها في هذا المقام.

ب - من حيث الآجال:

تعد الأوراق المالية صكوكاً متوسطة أو طويلة الأجل، تصل بالنسبة للأسهم إلى مدى حياة الشركة. وقد حددت في القانون التجاري الجزائري بـ 99 سنة، والسندات لفترة قد تصل إلى 30 سنة. على خلاف الأوراق التجارية التي تكون قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل وقد تكون واجبة الدفع لدى الإطلاع كالشيك والسفتجة التي لا تتضمن ميعاد الاستحقاق.

ج - من حيث الخصم:

لا تخضع الورقة المالية لإجراءات الخصم المعروفة في البيئة التجارية، بالتالي فهي لا تقوم مقام النقود في الوفاء بالالتزامات. وإن كان للمالك الحق في تحصيل قيمتها إذا قامت الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق، في حين أن الورقة التجارية قابلة للخصم بطبيعتها إلا أنه كلما زاد معدل الخصم عليها كلما قلت قيمتها⁽²⁾.

د - من حيث إجراءات الإصدار:

يتم إصدار الأوراق المالية وفقاً لإجراءين هما إما الاكتتاب الخاص فيكون الأشخاص المكتتبين معروفين ومحددin مسبقاً. أو عن طريق الاكتتاب العام أي اللجوء العلني للادخار، حينها تطرح الأوراق المالية لاكتتاب الجمهور. وفي كلتا الحالتين تصدر الأوراق المالية دفعة واحدة ومن صنف واحد وبصفة متماثلة. أما الأوراق التجارية فهي لا تصدر دفعة واحدة، إنما يصدرها الساحب بناءً على تصرفات منفصلة، فلا يشترط التجانس أو التساوي بين الأوراق المصدرة.

1 - جاء النص عليها في الكتاب الرابع من القانون التجاري المواد من 389 إلى غاية المادة 543 مكرر 18.

2 - الحمراني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 134.

هـ- من حيث القيمة:

تتشارك كل من الورقة التجارية والورقة المالية في كون قيمتها تحدد مسبقاً عند الإصدار، إلا أنّ حامل الورقة التجارية يضمن استيفاء نفس قيمة الإصدار عند حلول آجالها أو بواسطة تظهيرها، إلا إذا لجأ إلى طريقة الخصم، إذ أن الخصم ينقص من قيمة الورقة التجارية. أمّا الورقة المالية فهي لا تحتفظ بنفس قيمة الإصدار لأنها عرضة لعوامل اقتصادية. تطبق على الأوراق المالية قاعدة العرض والطلب. فعندما يريد حامل الورقة المالية التخلص منها بالبيع فإنه لا يضمن استرجاع القيمة التي دفعها عند اقتناء هذه الأخيرة. فإن ابتسم له الحظ وارتفعت الأسعار فسوف يكون له في بيع الورقة ربها معتبراً. وإن كان العكس فقد يبلى بخسارة فادحة.

يتميز الاستثمار في الأوراق المالية بأنة حافل بالمخاطر، على خلاف الأوراق التجارية التي تنعم بشيء من الاستقرار. للتقليل من هذه المخاطر، ينصح الأخصائيون بتنويع المحفظة المالية وعدم التركيز على صنف واحد من الأوراق، التي إذا أصابها نكسة في الأسعار تلحق بصاحبها خسارة كبيرة⁽¹⁾.

يلاحظ في الأخير أن الاختلاف في العناصر والخصائص بين الصنفين، مردّه إلى طبيعة ووظيفة كلّ منهما. فبينما تعتبر الورقة التجارية أداة الائتمان تارة وأداة للدفع تارة أخرى، فإن الورقة المالية أداة للاستثمار وتوجيه المدخرات. ثمّ أن اختلاف السوق التي توجه كلتا الورقتين كفيل بهذا التباين⁽²⁾.

1 - يُقصد بمخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مدى تذبذب العائد المتولّد عنها. فالمخاطرة هي عدم التأكّد من حتمية الحصول على العائد، أو حجمه، أو زمنه، أو انتظامه. إنّ التنويع في الأوراق المالية التي تشملها المحفظة من شأنه أن يقلّل من المخاطر التي قد تصيب هذه المحفظة، ويشبّه الاقتصاديون المختصّون هذه الحالة بفكرة عدم وضع كلّ البيض في سلّة واحدة. محمد محمود عبد ربّه محمد، طريقك إلى البورصة، ومخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2000، ص 28 وما يليها.

2 - زويل محمود أمين، دليلك إلى سوق البورصة مرجع سابق، ص ص 43 - 44.

بصدد التمييز بين الأوراق المالية والأوراق التجارية، يجب الإشارة إلى وجود تعاريف حاولت التركيز على هذا التمييز، إذ بها تزيد الطين بلة. « القيم المنقولة هي أدوات الائتمان الطويل الأجل ». مبارك عبد المنعم محمد، النقود والصيرفة والسياسات النقدية، الدار الجامعية، بيروت، 1985، ص 87.

إن صفة "أداة الائتمان" لا تنطبق بتاتا على الأوراق المالية التي تعتبر أداة الاستثمار خاصة عند جملة المضاربين الذي يشترون عندما تنخفض الائتمان ثم يبيعون عند ارتفاعها. حتى الفئة الضعيفة من حاملي الأوراق المالية - أقصد بهم المدخرين - فإن لجؤهم للأوراق المالية ليس إلا لأنه من أدوات الادخار الحديثة التي من شأنها تحقيق فوائد أكبر في فترات أقصر مقارنة بادخار أموالهم في البنوك.

المطلب الثاني

القيم المدرجة في السوق بموجب نظام اللجنة رقم 97-03

تعتبر المنتجات المالية المحدد الأساسي للأسواق المالية وللقوانين المنظمة لها، فهي تمثل الحق الذي يدور حوله العرض والطلب. علماً أن التنويع من هذه الحقوق، يؤدي إلى التنويع من الأوراق المالية محل التعامل، بالتالي التنويع من عمليات السوق⁽¹⁾.

عرفت الأسواق المالية منذ ظهورها للوجود أنواع كثيرة من الأوراق المالية، فمنها الأوراق المالية التقليدية ألا وهي الأسهم والسندات التي لقيت تداولاً ورواجاً كبيرين، ومنها أوراق مالية حديثة أو مستحدثة لتلبية الحاجة إلى تمويل سريع وفعال للشركات⁽²⁾، لكون الأوراق المالية هي الصيغة المثلى التي بواسطتها يشترك عدد كبير من المدخرين في تمويل المشروعات الكبرى⁽³⁾.

ظهرت حاجة ملحة لطرح أدوات مالية مستحدثة، نظراً لوجود رغبة الجهة المصدرة للورقة المالية في إيجاد أوراق مالية بشروط أفضل - من التقليدية - وتحقق مصالحها من جهة وتنسحب رغبة المستثمرين من جهة أخرى، ونظراً للتحويل نحو عولمة الأسواق، بهدف التنويع من الأدوات المالية والاستفادة من المزايا التي تمنحها لحاملها، كذلك التقليل من المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر. يرى الأستاذ "فان هون" Van Hon أن الصكوك والأدوات المالية لا يمكن عدها مستحدثة، إلا إذا كان الهدف منها الوصول بالأسواق المالية إلى درجة من الكفاية، عن

في هذا الصدد دائماً أود لفت انتباه القارئ إلى خطأ ورد في كتاب الأستاذ شمعون شمعون في الصفحة 19 حينما كتب « أدى إلى تداول سلع جديدة لم تكن معروفة من قبل ألا وهي الأسهم والسندات وحصل التأسيس وحقوق الاكتتاب وغيرها من الأوراق التجارية القابلة للتداول ... ». فإضفاء صفة الأوراق التجارية على مثل هذه الأوراق خطأ.

1 - « La notion d'instruments financiers constitue le centre de gravité de la législation financière dans toutes ces composantes y compris et surtout les règles de protection de l'épargne publique.

Un marché organise la convergence entre l'offre et la demande d'un bien particulier. Aussi la tentation est grande de considérer ce bien comme le dénominateur commun du marché que l'on cherche à définir. L'exercice est périlleux, par ce que les marchés financiers se caractérisent par une grande diversité des biens faisant l'objet de négociation ».

DE VAUPLANE Hubert et BORNET Jean Pierre, « Les marchés financiers : Le défi de la transposition de la DSI », Bulletin Joly Bourse, N° 4, numéro spécial, Juillet, Août 1996, p 355

2 - RIPERT Georges et ROBLOT René, Traité de droit commercial, 16^{ème} édition, L.G.D.J, Paris, 1996, p 1024.

3 - القزويني شاكراً، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992، ص 122.

طريق طرح أوراق مالية مبتكرة تهدف إلى تحقيق المنفعة للجهة المصدرة لها من خلال تحجيم التكلفة، لما تحتويه هذه الأدوات من خصائص لا توجد في أداة أخرى⁽¹⁾.

ترددت بعض التشريعات في قبول هذه الأدوات الجديدة، وإدراجها ضمن نصوصها القانونية. فقد كان مشروع قانون الشركات التجارية الفرنسي يتضمن في مادته 263 أنواع القيم المنقولة التي تصدرها شركات الأسهم، فحصرها في الأسهم والسندات⁽²⁾. إلا أن هذه العبارة حذفت عند الصياغة النهائية لنص القانون، ولعل الغرض من ذلك هو إمكانية إدخال قيم منقولة جديدة دون المرور بنص تشريعي جديد.

حدد المشرع الجزائري أنواع القيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة في المادة 715 مكرر 33 من القانون التجاري « يمكن لشركات المساهمة أن تصدر ما يلي:

1 - سندات كتمثيل لرأسمالها.

2 - سندات كتمثيل لرسوم الديون التي على ذمتها.

3 - سندات تعطي الحق في منح سندات أخرى تمثل حصة معينة لرأسمال الشركة عن

طريق التحويل أو التسديد وأي إجراء آخر »⁽³⁾.

ذكر المشرع في هذا التعريف ثلاثة أصناف من الأوراق المالية على سبيل المثال لا على سبيل الحصر، ألا وهي الأسهم التي سماها بسندات كتمثيل لرأسمال الشركة، السندات بعبارة سندات لتمثيل رسوم الديون التي على ذمتها الشركة. أما الطائفة الثالثة فقد فضل المشرع استعمال عبارات وصيغ من شأنها احتواء قيم منقولة هجينة تميل تارة للأسهم وتارة أخرى للسندات.

نصت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على أن القيم المقبولة في بورصة الجزائر هي

1 - نقلا عن الحمراني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 136.

2 - « Les valeurs mobilières émises par les société par actions sont les action et les obligations ».

- RABUT Albert, « Le droit des bourses de valeurs, Editions Litec, Paris, 1983, p 2.

3 - لم يعتبر المشرع الجزائري حصص التأسيس من قبيل القيم المنقولة على خلاف المشرع المصري الذي نص عليها في المادة 119 من اللائحة التنفيذية للشركات.

- العربي أسامة أنور، الموسوعة الشاملة لقوانين شركات المساهمة، دار العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000، ص 85.

- كذلك عزت عبد القادر، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 1996، ص 181. في حين أن المشرع الجزائري حظر إصدار حصص التأسيس وذلك في المادة 715 مكرر 31.

تلك الصادرة عن شركات الأسهم⁽¹⁾، وبما أن المشرع سردها في المادة 715 مكرر 33 من التقنين التجاري، يفهم أنها كلها صالحة لتكون محل عمليات البورصة. إلا أن نص المادة 77 من النظام رقم 03/97 قبل تعديله انتقى من هذه القيم الأسهم والسندات فقط⁽²⁾ إذ جاء مضمونها كما يلي:

« إنَّ السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة هو سوق وحيد يتضمن سوقاً لسندات رأس المال وسندات الديون ».

الفرع الأول

الأسهم Les actions

استطاعت الأسهم أن تحتل مكانة مرموقة بين القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة، وذلك منذ ظهور هذه الشركات للوجود. تلعب الأسهم دوراً مزدوجاً، فهي وسيلة تمويل بامتياز كونها تسهل للشركة الحصول على الموارد المالية اللازمة لتمويل مشاريعها، بطرحها على الجمهور سواءً بمناسبة تأسيسها، أو بمناسبة الزيادة في رأسمالها، وهي أهم العناصر التي تم التركيز عليها عند تعريف الأسهم (أولاً). كما ينظر إليها بأنها من أهم فرص الاستثمار المتاحة، عن طريق تعبئة المدخرات واستثمارها في مشاريع تحقق أرباحاً طائلة، إذا اتخذ القرار الاستثماري على دراية تامة مع دراسة المخاطر مهما اختلفت أنواع الأسهم (ثانياً).

أولاً - تعريف الأسهم:

تحاشى المشرع الفرنسي تعريف السهم في قانون الشركات، واكتفى بذكر أنواع الأسهم والحقوق التي تخولها لأصحابها⁽³⁾، كذلك فعل المشرع المصري الذي اكتفى بدوره بذكر خصائص الأسهم دون تعريفها⁽⁴⁾. أما المشرع الجزائري فقد خرج عن هذه القاعدة بتقديمه التعريف التالي للسهم: « إنه سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها »⁽⁵⁾. اعتمد المشرع في تعريفه للسهم على خصائص هذا الأخير، فهو ورقة مالية

1 - نصت على ذلك المادة 30 من النظام العام لبورصة القيم المنقولة رقم 03/97 السابق ذكره.

2 - DIF Mohamed, Mécanisme de mise en place d'un marché financier en Algérie, Revue Media Bank, éditée par la banque d'Algérie, N° 13, 1995, p 8.

- aussi, RAHNI M., op. cit., p 2.

3 - VIDAL Dominique, Droit des sociétés, op. cit., p 8.

- aussi, RAHNI M., op. cit., p 2.

4 - تنص المادة 31 من قانون الشركات المصري على ما يلي:

« يقسم رأسمال الشركة إلى أسهم إسمية متساوية القيمة ».

القبلي سميحة: الشركات التجارية، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص 242.

5 - وذلك في المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري.

قابلة للتداول بالطرق التجارية وقابل للتسعيرة في البورصة، تختلف كفيات تداوله بحسب شكله. فإذا كان السهم اسمياً يتداول عن طريق تسجيله في سجلات الشركة، وإذا كان السهم لحامله، يتداول عن طريق المناولة باليد، وإن كان إذنيًا فهو يتداول عن طريق التظهير⁽¹⁾.

أجمع الفقه على أن للسهم معنيين: أولهما هو الحصة التي يقدمها الشريك في شركات الأموال والتي تمثل جزءاً معيناً في رأس مال الشركة، ثانيهما هو الصك المعد لإثبات حق الشريك، وهو قابل للتداول⁽²⁾. لكنهم اختلفوا في تعرف السهم، إذ يركز كل تعريف على بعض خصائص السهم دون غيرها.

تعددت التعاريف دون التوصل إلى تعريف جامع ومانع للسهم. من هذه التعاريف يمكن ذكر ما يلي: « السهم هو النصيب الذي يشترك به المساهم في شركات الأموال ويقابله حصة الشريك في شركات الأشخاص »⁽³⁾. أو أنه « صك تمنحه الشركة نتيجة اكتتابه فيها »⁽⁴⁾. كما يمكن تعريف السهم بأنه « سند يمنح لصاحبه ملكية جزء من رأسمال الشركة مرفقا بكل الحقوق المرتبطة بهذه الملكية، فهو يسمح له من جهة التدخل في إدارة الشركة، ومن جهة أخرى الحصول على عوائد معتبرة بحسب الأرباح التي تحققها الشركة وتسمى هذه العوائد بالفائدة »⁽⁵⁾.

ركز البعض في تعريف السهم على خاصية التداول باعتبارها أهم خاصية فعرّفوا السهم « بأنه وثيقة قابلة للتداول، تكون إسمية أو لأمر أو لحاملها تعبر عن حصة المساهم النقدية

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

2 - سيد طه محمد بدوي، مرجع سابق، ص 87. كما يرى الأستاذ العبيدي أن للسهم مدلولين فهو يشير إلى حق المساهم في رأسمال الشركة أي هو مصلحة المساهم في الشركة مقومة بمبلغ من النقود التي تعبر عن حصة المساهم النقدية أو العينية في شركة المساهمة، كما يشير أيضاً إلى السند أو الوثيقة المثبتة لهذا الحق.

- العبيدي عباس مرزوق فليح، الاكتتاب في رأسمال الشركة المساهمة، دراسة قانونية وعلمية، مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص 77.

3 - يونس علي حسن، الشركات التجارية، دار أبناء وهبة حسان للنشر والطباعة، القاهرة، 1991، ص 255.

4 - القيلوبي سميحة، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 242. كذلك: سيد طه محمد بدوي، مرجع سابق، ص 87.

5 - « L'action est un titre conférant à son détenteur la propriété d'une part du capital avec tous les droit attaches 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 revenue est appeler dividende ».

AMMOUR Benhalima, Pratique des techniques Bancaires avec référence a l'Algérie, édition Dahlab, Alger, 1997, p 113.

أو العينية في رأسمال شركة المساهمة»⁽¹⁾.

تتساوى القيمة الاسمية لأسهم الإصدار الواحد مهما بلغت كمية الإصدار، أما إذا اختلف الإصدار فلا مانع من اختلاف القيمة الاسمية لها. تكون أسهم الإصدار الواحد غير قابلة للتجزئة وذلك بنص المادة 715 مكرر 32، على أنه لا مانع من أن يشترك أكثر من شخص في ملكية السهم. وفي هذه الحالة يعتبر الشركاء في ملكية السهم مسؤولين بالتضامن عن الالتزامات المترتبة على هذه الملكية. ويجب عليهم تعيين نائباً أو ممثلاً عنهم ليتولى مباشرة الحقوق المتصلة بهذا السهم في مواجهة الشركة مثال على ذلك في حالة الإرث⁽²⁾.

يمثل السهم جزءاً من رأس مال الشركة، يسمى صاحبه مساهماً ويعتبر شريكاً في الشركة. يكون للمساهم حق الاشتراك في الإدارة وحضور اجتماعات الجمعية العامة، وفي التصويت فيها، كما له الحق في الحصول على الأرباح وتحمل الخسائر.

ثانياً - أنواع الأسهم:

تنقسم الأسهم إلى أنواع مختلفة تتحدد تبعا للجهة التي ينظر من خلالها إليها سواء من حيث شكلها أو من حيث الحصة التي يقدمها المساهم أو من حيث الحقوق التي تقررها لصاحبه، ثم من حيث اهتلاكها.

أ- من حيث شكلها:

تنقسم إلى أسهم اسمية، أسهم لحاملها ثم أسهم إنذية أو لأمر.

أ- 1 - الأسهم الاسمية: هي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتقيد في دفاتر الشركة على هذا الأساس⁽³⁾.

نظرا لميزة هذا النوع من الأسهم، التي تسمح للشركة معرفة مساهميها وقدرتها على الاتصال بهم كلما لزم الأمر ذلك، فرضت بعض التشريعات أن يكون شكل الأسهم الصادرة

1 - GERMAIN Michel ; Traité du droit commercial, Tome 1, volume 16, Librairie générale du droit et de jurisprudence, Paris 1996, p 830.

- سيد طه محمد بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة، مرجع سابق، ص 87.

- إلياس ناصف، الشركات التجارية، الجزء الثالث، الطبعة الثالثة، دار عويدات للطباعة والنشر، بيروت، 1998، ص 80.

2 - القليوبي سميحة، العقود التجارية، مرجع سابق، ص 243.

3 - الموسوي ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات، منشورات Image، الجزائر 1998، ص ص 38 - 39.

- أيضاً: شمعون شمعون، البورصة، مرجع سابق، ص 22.

عن شركاتها اسمية نذكر منها بريطانيا⁽¹⁾ كذلك الولايات المتحدة الأمريكية⁽²⁾ وبعض الدول العربية منها الأردن⁽³⁾ ومصر⁽⁴⁾. في حين رفضت دولة الكويت هذا الشكل من الأسهم⁽⁵⁾. وفي دول أخرى وجدناها تشترط الشكل الاسمي في بعض الأوراق دون غيرها، مثل إيرلندا التي تشترط الشكل الاسمي في الأوراق المالية الأجنبية⁽⁶⁾.

أ- 2 - **الأسهم لحاملها:** هو السهم الذي لا يذكر فيه اسم المساهم، إنما يحمل إشارة أنه سهم لحامله ويتم تداوله بالتسليم المادي من المتنازل للمتنازل إليه أي بالمناولة باليد. ويعتبر حامل السهم هو مالكة في نظر الشركة، لذا تطبق عليه قاعدة الحيازة في المنقول سند للملكية⁽⁷⁾، ولو حصل عليه هذا الأخير بطريقة غير قانونية⁽⁸⁾.

أ- 3 - **السهم لأمر:** أو السهم لإذن كما يسميها البعض يصدر هذا السهم لأمر شخص معين، ثم يتم تداوله عن طريق التظهير، يشترط في هذا النوع من الأسهم أن تكون كاملة الوفاء

1 - PEYRAD Josette, Les bourses Européennes, Editions Vuibert, Paris, 1995, p 12.

2 - PERQUEL Jean-Jacques, Les bourses Américaines, Editions Vuibert, Paris, 1992, p 20.

3 - نصت على ذلك المادة 98 من قانون شركات المساهمة الأردني، إذ يتم تداول أسهم شركات الأردن عن طريق القيد في السجل الخاص بسوق عمان للأوراق المالية، كما نصت عليه المادة 8 من قانون سوق المال عمان رقم 1 سنة 1990.

- العكيلي عزيز، القانون التجاري والشركات التجارية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 1995، ص 286.

4 - اعتمد المشرع المصري من جهته في المادة 119 من اللائحة التنفيذية الخاصة بالشركات التجارية شكل وحيد للأسهم هو الشكل الاسمي بنصه في الفقرة الثانية على ما يلي: « يجب أن تكون الأوراق المالية المشار إليها أعلاه جميعاً أسهماً اسمية » إلا أن المادة الأولى من القانون رقم 95 لسنة 1992 الخاص بسوق رأس المال، أجازت للشركات إصدار أسهم في شكل أسهم لحاملها على أن لا تتعدى نسبة 25% من حجم الإصدارات.

- العربي أسامة أنور، مرجع سابق، ص 85.

5 - جاء هذا الرفض في نص المادة 101 من قانون الشركات الكويتي. أيضاً صرخوه يعقوب يوسف، "القيود الواردة على تداول الأسهم وأزمة سوق الأوراق المالية"، مجلة الحقوق الكويتية، سنة 7 عدد 4، الكويت، 1983، ص 77. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 49.

6 - النمسا والدنمارك اللتان تشترطان الشكل الرسمي في الأوراق المالية الصادرة عن البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية، كما يمكن في بعض الدول للقانون الأساسي للشركة اختيار شكل دون غيره مثلما هو الحال بالنسبة لشركة Mechelin الفرنسية.

PEYRAD Josette, op. cit., p 94 et 109.

7 - فياض عطية، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي مرجع سابق، ص 183.

8 - شمعون شمعون، البورصة، مرجع سابق، ص 23.

أي دفعت كامل قيمتها الاسمية. إذ إن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد قيمة السهم⁽¹⁾.

أجازت بعض التشريعات تحويل الأسهم من أسهم لحاملها إلى أسهم اسمية. يذكر منها القانون 1160/81 المتضمن قانون المالية الفرنسي لسنة 1982، الصادر في 1981/12/30 والمعدل والمتمم بموجب المادة 111 فقرة 1 من القانون رقم 83-1179 الصادر في 1983/12/29، إذ نصت المادة 94 منه على ضرورة تحويل الأسهم لحاملها إلى أسهم اسمية، ابتداء من الفاتح أكتوبر 1982، وذلك لأجل أقصاه ستة (06) أشهر⁽²⁾. انتهت هذه العملية في 3 نوفمبر 1984، بقيد كل الأسهم التي كانت لحاملها في سجل الشركات⁽³⁾. وقد سلكت العديد من الدول السبيل نفسه منها البرتغال سنة 1988.

رفض المشرع المصري عملية تحويل الأسهم وذلك في الاتجاهين⁽⁴⁾، على عكس المشرع الجزائري الذي سمح بذلك بموجب المادة 715 مكرر 35، فجعل هذا التحويل اختياري يتم بطلب من حامل الأسهم.

ب - من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم:

تنقسم إلى أسهم نقدية وأسهم عينية.

ب - 1 - الأسهم النقدية: هي الأسهم التي تدفع قيمتها نقداً، أي أنها أعطيت للمساهمين في مقابل مبلغ معين من النقود تحصل عليه الشركة⁽⁵⁾.

1 - يونس علي حسن، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 256.

2 - أصبح هذا التحويل إجباري بعدما كان اختياري بموجب المرسوم الصادر في 1955/12/07. وكان التحويل ممكن في الاتجاهين. كان الغرض من إجبارية هذا التحويل غرض جبائي محض، حيث كانت تفرض ضريبة على انتقال ملكية الأسهم الاسمية، في حين أن الأسهم لحاملها تنتقل بمجرد المناولة اليدوية دون أي رسوم جبائية. لذا أرادت الدولة الاستفادة من هذه الأموال الطائلة.

Valeurs mobilières, Répertoire commercial, Tome 5, op. cit., p 6.

3 - LEGALL Jean-Pierre, Droit commercial, les regroupement commerciaux sociétés commerciales et Bourse de valeurs, 13ème édition, Dalloz, Paris, 1992, p 218.

4 - حماد طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 20. كذلك سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 98.

5 - تعتبر أسهماً نقدية في نظر المشرع الجزائري.

1 - الأسهم التي تم وفاءها نقداً أو عن طريق المقاصة.

2 - الأسهم التي تصدر بعد ضمها التي رأس المال الاحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار.

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

المادة 715 مكرر 41 من القانون التجاري.

ب- 2 - الأسهم العينية: هي تلك الأسهم التي تمثل حصص عينية في رأسمال الشركة، والتي التزم المساهم بتقديمها مقابل الأسهم التي حصل عليها. ويشترط أن تكون مسددة بالكامل حين إصدارها⁽¹⁾.

ج- من حيث الحقوق التي تقرها للمالك:

لما كانت الأسهم متساوية القيمة، فالأصل أنها تخول للمساهمين حقوقاً متساوية. وبما أن مبدأ المساواة بين المساهمين ليس من النظام العام، فيجوز النص في القانون الأساسي للشركة على كون بعض الأسهم تمنح لصاحبها حقوقاً مخالفة لما تمنحه غيرها، الشيء الذي أظهر نوعان من الأسهم، العادية منها والممتازة.

ج- 1 - الأسهم العادية: هي الأسهم التي تمثل اكتتابات وفاء لجزء من رأسمال الشركة، وتمنح الحق في المشاركة في الجمعية العامة، والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها أو المصادقة على عقود الشركة أو جزء منها كذلك قانونها الأساسي، وذلك بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزته⁽²⁾. علاوة على ذلك تمنح هذه الأسهم الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها⁽³⁾. أما عن قيمة السهم العادي فهو صك ذو ثلاث قيم: قيمة اسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، أي هي قيمة الاكتتاب التي عادة ما ترد في نشرة الإصدار. وقيمة دفترية تعادل قيمة حقوق الملكية من الفوائد والأرباح والاحتياطات... إلخ. وقيمة سوقية، يباع بها السهم في سوق رأس المال، وهذه الأخيرة قد تكون أكثر أو أقل من القيمتين الاسمية والدفترية⁽⁴⁾.

ظهرت أنواع جديدة من الأسهم العادية إلى جانب الأسهم العادية التقليدية في الدول التي تعرف حركة رؤوس أموال كبيرة، وهي:

- الأسهم العادية لأقسام الإنتاجية: الأصل أن تكون للمنشأة مجموعة واحدة من الأسهم العادية، ترتبط فيها التوزيعات بالفوائد التي تحققها المنشأة ككل. ولكن بعض الشركات

1 - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 99.

2 - حماد طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 22.

جرى العمل على تفويض حق التصويت بتوقيع حامل السهم على إذن يفوض فيه أحد أعضاء مجلس الإدارة بالتصويت نيابة عنه هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال...، مرجع سابق، ص 7-10.

3 - للتفصيل في هذه الحقوق راجع، عطون مروان، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 84.

4 - حنفي عبد الغفار وقريباقص رسمية: أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 246.

الأمريكية⁽¹⁾ أصدرت مجموعة من الأسهم التي ترتبط أرباحها بأرباح قسم معين من الإنتاج من أقسام الشركة، على الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع من الأسهم، إلا أنه خلق نوعاً من التضارب بين مصالح المستثمرين⁽²⁾.

- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** في مستهل الثمانينيات، أدرج التشريع الضريبي الأمريكي مواد تسمح للمنشأة التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها بخصم توزيعات هذه الأسهم قبل حساب الضريبة⁽³⁾.

- **الأسهم المضمونة:** إن السهم العادي لا يضمن لحامله الحق في الرجوع على المنشأة التي أصدرته في حالة انخفاض قيمته السوقية، غير أنه في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1984 أصدر نوع جديد من الأسهم العادية، التي تكون مضمونة، بمعنى أنها تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بتعويضات إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة معينة⁽⁴⁾.

ج- 2 - الأسهم الممتازة: يطلق عليها أيضاً أسهم الأولوية أو أسهم الأفضلية⁽⁵⁾. هو سند ملكية مثله مثل السهم العادي، إلا أن للسهم الممتاز أولوية عن السهم العادي في الحصول

1 - ومن هذه الشركات نذكر شركة جنرال موتورز General Motors التي أصدرت فئتين من الأسهم العادية لأقسام الإنتاج، الفئة الأولى أطلقت عليها اسم "E. class" ارتبطت أرباحها بقسم إنتاج المعلومات الالكترونية في الشركة والثانية أطلقت عليها تسمية "H. class" ارتبطت أرباحها بقسم إنتاج أجزاء الطائرات.

- هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق المال...، مرجع سابق، ص 12.

2 - هندي منير إبراهيم، المرجع السابق، ص 12.

3 - لمزيد من التفصيل حول عملية الخصم، حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمية، البورصات والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص ص 12 إلى 18.

4 - هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق المال...، مرجع سابق، ص 12.

إذا كان لهذا النوع من الأسهم مزايا عديدة تتمثل في ضمان تصريف الإصدارات مهما كانت كبيرة، الشيء الذي يحقق ضماناً وربحاً للهيئات القائمة بذلك، كبنوك الاستثمار، إلا أنه يعاب عليه صعوبة التعويض في حالة الخطر. لذا استحدث المشرع الأمريكي عدة وسائل لتعويض الأسهم المضمونة عند حدوث الخطر إلا أن الواقع أثبت فشل كل هذه الوسائل لانطوائها على عيوب كثيرة من بينها نذكر:

- التعويض بإصدار أسهم عادية إضافية.

- التعويض النقدي.

- التعويض بإصدار أسهم ممتازة.

لفهم هذه الوسائل والتعرف على الانتقادات التي وجهت لكل منها، حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمية، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، بيروت، 2000، ص ص 279 - 281.

5 - الموسوي ضياء مجيد، البورصة، مرجع سابق، ص 40.

على الأرباح⁽¹⁾. في حالة ما إذا لم تحقق الشركة أرباحاً لسنة معينة أو قررت عدم توزيع الأرباح، حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء أي توزيعات حتى يستوفي حملة الأسهم الممتازة حقوقهم من هذه الأرباح المجمدة⁽²⁾. أما الميزة الأساسية التي تستفيد بها الشركة هي عدم تدخل حملة الأسهم الممتازة في إدارة الشركة⁽³⁾.

د - من حيث الاهتلاك⁽⁴⁾:

الأصل أنه لا يجوز رد قيمة الأسهم للمساهمين إلا عند حل الشركة أو تصفيتها وبعد الوفاء بديونها، لكن قد يسمح القانون أو عقد الشركة بغير ذلك⁽⁵⁾ ينتج عن ذلك نوعان من الأسهم وهي أسهم التمتع وأسهم رأسمال.

د - 1 - أسهم التمتع Action de jouissance: هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاهتلاك Amortissement، إما من الفوائد أو الاحتياطات.

يمثل الاهتلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة مستقبلا⁽⁶⁾. يكون بذلك سهم التمتع الصيغة الجديدة للسهم الأصلي الذي تم اهتلاكه، يحتفظ به صاحبه، إذ من شأنه إثبات باقي حقوق المساهم في الشركة. أما عن كيفية الاهتلاك فيتم بطريقتين، إما تدريجياً بأن ترد الشركة كل سنة إلى المساهمين جزءاً من القيمة الاسمية للسهم أو عن طريق القرعة⁽⁷⁾.

1 - فياض عطية، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي مرجع سابق، ص 187. أيضاً زويل محمد أمين، دليلك إلى سوق البورصة، مرجع سابق، ص 47.

2 - هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال...، مرجع سابق، ص 26، 27.

3 - حنفي عبد الغفار ورسمية قرياقص، أسواق المال...، مرجع سابق، ص 254. لقد جرد المشرع الفرنسي الأسهم الممتازة من حق التصويت فسمها الأسهم الأولية دون حق التصويت.

Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (ADPSV).

وذلك بموجب القانون رقم 741/88 الصادر في 1988/07/03 في المواد من 14 إلى 23.

JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises op. cit., p 328.

4 - أخطأ المشرع في اختيار مصطلح الاستهلاك في النص العربي، والصحيح هو اهتلاك الذي يقابله باللغة الفرنسية Amortissement. في حين الاستهلاك هو Consommation.

5 - طه مصطفى كمال: الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 229.

6 - كذلك 715 مكرر 45 من التقنين التجاري.

aussi: PICON Olivier, La bourse, ses mécanismes..., op. cit., p 37.

7 - أخذ المشرع المصري بالطريقتين في المادة 114 من اللائحة التنفيذية للشركات. على خلاف المشرع الجزائري الذي حظر اهتلاك الأسهم عن طريق القرعة في المادة 715 مكرر 45 وذلك تحت طائلة البطلان.

وبهذا الصدد يجب لفت انتباه القارئ إلى الخطأ الوارد في كتاب الأستاذ شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 25. حينما يتكلم عن الاهتلاك عن طريق القرعة. الذي لا يسمح به المشرع الجزائري.

د - 2 - أسهم رأس المال: على خلاف سابقتها، تحتفظ أسهم رأس المال بقيمتها الاسمية ونصيبها من التصفية إلى غاية حدوثها.

الفرع الثاني

السندات Les obligations

تلجأ الشركة إلى الاقتراض من الجمهور لتمويل مشاريعها الضخمة، عن طريق إصدار سندات دين متوسطة أو طويلة الأجل. تفضل الشركة الاستدانة من الجمهور - لاسيما إذا كانت ذائعة الصيت - بدلاً من الاستدانة من البنوك، نظراً لما تفرضه البنوك من شروط، وللبيرورقراطية وطول الإجراءات وكثرة الضمانات التي تطلبها هذه الأخيرة، رغم أن كلاهما ينطوي على عنصر المديونية الذي يعتبر عنصراً جوهرياً في تعريف السندات (أولاً).

تفضل الشركة إصدار سندات الدين، بدلاً من زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة، نظراً للخصائص التي تمتاز بها السندات عن الأسهم (ثانياً). إضافة إلى أن الجمهور قد تقل فيه روح المضاربة، فيفضل شراء سندات ذات فائدة ثابتة، عن أسهم متغيرة الأرباح. لذا أصبحت السندات الوسيلة المثلى لجمع المدخرات ولتمويل الاقتصاد⁽¹⁾ بكل أنواعها (ثالثاً).

أولاً - تعريف السندات:

منع المشرع الجزائري في الأمر رقم 59/75 المتضمن القانون التجاري، شركات المساهمة من إصدار سندات الدين⁽²⁾. لكنه عدل عن موقفه نظراً لما تحققه هذه السندات من فوائد للشركة بصفة خاصة، وللسوق المالية بصفة عامة. سمى المشرع سندات الدين بسندات الاستحقاق وعرفها كما يلي: « **سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية** »⁽³⁾. نقل مشرع هذا التعريف من نظيره الفرنسي⁽⁴⁾، لكن هذا الأخير ميز بين السندات المصدرة بالجملة

1 - « L'Emprunt obligataire est un instrument important pour l'épargne, il participe au financement de nombreux secteurs économiques ». SALAH Mohamed, Les valeurs mobilières, op.cit, p 48.

2 - 699 من الأمر رقم 59/75 المتضمن القانون التجاري قبل تعديله بموجب المرسوم التشريعي رقم 08/93، السابق ذكره.

3 - 715 مكرر 81 من التقنين التجاري.

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

L'article L213-5 du code monétaire et financier français.

والسندات المصدرة بالوحدة⁽¹⁾.

يعاب على هذا التعريف أنه ركز على خاصيتين من خصائص السندات دون غيرها وهما خاصية القابلية للتداول، وخاصية التساوي في قيمة الإصدار الواحد. للبحث عن تعريف جامع ومانع للسندات، يجب عرض بعض التعاريف الفقهية التي ركزت على خصائص أخرى للسندات.

ركّزت تعاريف أخرى على خاصية هامة وهي خاصية التداول، فجاءت كالتالي: « السند هو وسيلة اقتراض قابلة للتداول يصدر عادة لحامله كما يمكن إصداره في صورة اسمية، يستخدم في الحصول على التمويل اللازم في سوق المال باستقطابه للمستثمرين »⁽²⁾. أو « السندات هي صكوك قابلة للتداول، تصدر عن شركات بمناسبة اقتراض رؤوس أموال مهمة »⁽³⁾، كما عرفت بأنها « صكوك مديونية تمثل قرض جماعي، وهي قابلة للتداول في السوق »⁽⁴⁾.

اهتم جانب آخر من الفقه بعنصر المديونية الذي تتضمنه السندات وعرفوها بأنها « صكوك تعطي لأصحابها عوائد دورية ثابتة، ويعتبر المكتتب في هذه السندات دائناً للشركة بمقدار ما اكتتب فيه من سندات »، في حين يعرفها البعض الآخر بأنها « الصك الذي يثبت ديناً على الشركة ». كما يعرفه البعض الآخر أنه « صك مديونية طويل الأجل بفائدة سنوية محددة »⁽⁵⁾. لا يعتبر حاملو السندات من مالكي الشركة إنما من دائنيها، فلا شأن لهم بأرباحها قلت أم كثرت، لكن لهم الشأن بفائدة مالهم الثابتة الواجبة الدفع في مواعيدها المتفق عليها، والمدونة في صكوكهم ولهم حق الرجوع على كل أموال الشركة بلا تمييز. قد ترهن الشركة هذه السندات لضمان لدينهم، فإن لم تدفع الشركة فائدة هذه السندات كان لهم الحق في طلب تصفية ربحها وإن لم تربح استردوا أصل الدين من موجوداتها⁽⁶⁾.

1 - BONNEAU Thierry et DRUMMOD France , Droit de marchés financiers, op.cit., p 124.

2 - نشأت عبد العزيز ومحمد صلاح سالم، "سوق السندات في مصر، توصيف للواقع ومقترحات للتطوير"، مجلة كتاب الأهرام الاقتصادي الصادرة عن مؤسسة الأهرام، العدد 150، جويلية 2000، القاهرة، ص 13.

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

4 - « Les obligation sont des titres de créance représentatif d'un emprunt collectif et négociables sur un marché ».

- BOERE Jean-Pierre, DEROIN Philippe, DESACHE Jean-Marc, DUHAMEL Armand, MALINVAUD Eric, VAUPLANE Hubert, Titres et emprunts obligataires, Tome 1, Banque Editions, Paris, 1998, p 27.

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

5 - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 123.

6 - نشأت عبد العزيز ومحمد صلاح سالم، "سوق السندات في مصر"، مرجع سابق، ص 13.

انتقدت هذه التعاريف لاهتمامها بطبيعة السند كونه صك مديونية، وبعلاقة المكتب بالشركة دون التعرض للخصائص الأخرى للسند. لذا حاولت تعاريف أخرى الاتيان بخصائص أخرى نذكر منها التعريف التالي: « السند يمثل جزء من قرض، والمقترض قد يكون الدولة التي تصدر سندات حكومية، أو شركة مساهمة. يعتبر حامل السند مقرضا يستحق فائدة ثابتة سنويا مقابل استثمار أمواله، والسند يكون عادة طويل الأجل »⁽¹⁾. أو أنه « صك مديونية يمثل اتفاق قرض مبرم بين شخص معنوي وأشخاص طبيعية أو معنوية أخرى، يتحصل حامل السند المقرض فائدة ثابتة مهما كانت نتائج الشركة من ربح أو خسارة »⁽²⁾.

ثانياً - تمييز السندات عن الأسهم:

يمكن استخلاص أهم الفروق الجوهرية بين السندات و الأسهم انطلاقاً من التعاريف السابقة ألا وهي:

- السند صك مديونية على الجهة التي أصدرته في حين أن السهم جزء من رأسمال الشركة، فحامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهمته، في حين أن صاحب السند دائن للشركة، والشركة مدينة له بمقدار ما اكتب به إضافة إلى الفوائد المنصوص عليها عند الإصدار.
- ربح السند ثابت لا يتغير - إلا في بعض أنواع السندات - ولا يتأثر بالخسارة التي قد تلحق الشركة، عكس السهم فترتبط أرباحه بأرباح الشركة، وخسارة الشركة تلحق به أيضاً⁽³⁾.
- حامل السند ليس له الحق في التدخل في الإدارة⁽⁴⁾ في حين أن حامل السهم يملك حق التصويت والرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
- يسترد حامل السند رأسماله في الموعد المحدد للاستحقاق، بيد أن صاحب السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة أو في حالة الإهلاك. وفي حالة تصفية الشركة يتقدم حامل السند على حامل السهم في استيفاء حقه واسترداد مستحقته من

1 - زويل محمود أمين، دليلك إلى سوق البورصة، مرجع سابق، ص 45.

2 - « L'obligation est un titre de créance représentatif d'un emprunt contracté par une personne morale auprès de personne physique ou morales. L'obligataire (le prêteur) perçoit, quelque soient les résultats de l'entreprise (perte ou bénéfice) un intérêt fixe ».

- AMMOUR Benhalima, Pratique des techniques Bancaires..., op. cit., p 113.

3 - شمعون شمعون، البورصة، مرجع سابق، ص 33. وكذلك: الموسوي ضياء مجيد، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها...، مرجع سابق، ص 37.

4 - غير أنه يجوز لممثلي جماعة أصحاب سندات الاستحقاق حضور الجمعيات العامة بصفة استشارية، ولهم الحق في الإطلاع على وثائق الشركة بحسب نفس الشروط المطبقة على المساهمين، المادة 715 مكرر 21 من القانون التجاري، على أن لا يكون ذلك بصفة فردية المادة 715 مكرر 102 من القانون نفسه.

التصفية، فلحامل السند ضمانا عام على أموال الشركة⁽¹⁾.

- إذا استوفى حامل السند قيمة سنده انقطعت صلته بالشركة، وذلك لانقضاء الدين بالوفاء، أما المساهم الذي اهتلك سهمه فيحصل على سهم تمتع يخول له حق التصويت في الجمعية العامة كما يخول له الحق في صافي الأرباح وفائض التصفية⁽²⁾.

ثالثاً - أنواع السندات:

للسندات تقسيمات عديدة منها:

أ- من حيث الجهة المصدرة للسند: تنقسم إلى سندات صادرة عن الشركات وسندات صادرة عن الدولة.

أ- 1 - السندات الصادرة عن الشركات: هي سندات تصدرها الشركات التابعة للقطاع الخاص أو القطاع العام، كخيار بديل عن إصدار الأسهم - الذي قد لا يناسب الشركة - أو عن اللجوء الاقتراض من البنوك الداخلية أو الخارجية، القرض الذي قد يلقي رفضاً أو قبولا، لكن بنفقات الشركة في غنى عنها، فيكون إصدار السندات أفضل خيار وأحسن استثمار.

أ- 2 - السندات الصادرة عن الدولة أو الهيئات المحلية: تصدر الدولة مثل هذه الأوراق المالية حينما تفضل اللجوء إلى ادخارات الأفراد لتمويل مشاريعها عن اللجوء إلى مصادرها الخاصة - أي الخزينة العمومية - التي عادة ما تؤثر سلباً على ميزانيتها السنوية⁽³⁾. تقتزن هذه السندات بمشاريع تنموية وعادة ما تسمى باسمها⁽⁴⁾. كما قد تكون هذه الإصدارات لتغطية حاجة ملحة كحالة الطوارئ أو الحروب، حيث تطمح الدولة في جمع ادخارات الأفراد⁽⁵⁾.

1 - شمعون شمعون، البورصة، مرجع سابق، ص 33.

2 - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية ...، مرجع سابق، ص 125.

3 - أشهر سوق السندات الحكومية هي سوق إيطاليا، إذ تحتل المرتبة الأولى بين أسواق السندات الحكومية الأوروبية، باعتبارها تستحوذ على نسبة 85% من إجمالي صكوك الدين المعروضة في السوق. يُرجع المحللون ذلك إلى عجز القطاع العام من جهة، ومن جهة أخرى إلى نسبة الفائدة المرتفعة التي تشجع الجمهور للإقبال عليها. برادان محمود، "الخصخصة وتنمية الأسواق المالية في إيطاليا"، مجلة التمويل والتنمية، عدد 4، ديسمبر 1995، ص ص 9 و 10.

4 - الموسوي ضياء مجيد، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها...، مرجع سابق، ص 33.

- تذكر منها سندات التنمية وسندات الإسكان التي أصدرتها الدولة المصرية، إذ يتراوح إجمالي إصدارات السندات الحكومية المصرية 116 مقسمة على ثلاثة أنواع منها: 94 إصداراً لسندات التنمية، 20 إصداراً لسندات الإسكان، إصداران لسندات الخزينة. في ذلك: زويل محمود أمين، دليلك إلى سوق البورصة، مرجع سابق، ص 45.

5 - شمعون شمعون، البورصة، مرجع سابق، ص 31.

ب- من حيث الضمان:

ب- 1 - سندات مضمونة: هي تلك السندات المضمونة بأصول عقارية، كما قد يكون الضمان شخصي، كالكفالة التي يقدمها البنك لضمان الوفاء بالسندات. فالضمان وسيلة تسعى بها بعض الشركات لاجتذاب رؤوس الأموال، بتقديم ضمانات عينية لوفاء القرض، هذا النوع من السندات المضمونة ذائع في بريطانيا⁽¹⁾.

ب- 2 - السندات غير المضمونة: على خلاف سابقتها، فهي تلك السندات غير المقترنة بضمانات لا عينية ولا شخصية، فلا شيء يضمن تسديد السند عند حلول أجله، إذ يعتمد حامل السند في ذلك على قوة المركز المالي للشركة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها وسمعتها في السوق⁽²⁾.

ج- من حيث القيمة التي تصدر بها السندات: تنقسم إلى ثلاث أنواع هي:

ج- 1 - سندات تصدر بقيمتها الاسمية.

ج- 2 - سندات تصدر بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية وهي الحالة الشائعة.

ج- 3 - سندات تصدر بقيمة أقل من قيمتها الاسمية وهي تلك التي تعرف بسندات عديمة الكوبون Des obligation à coupons zéro بمعنى أن الشركة المصدرة لمثل هذه السندات تطرحها للبيع بسعر أقل من قيمتها الاسمية، على أن توفي قيمتها كاملة في ميعاد الاستحقاق فتكون تلك هي الفائدة التي يحصل عليها حامل السند. بحيث لا تدفع فيها فوائد طيلة مدة القرض⁽³⁾.

1 - شمعون شمعون، البورصة، مرجع سابق، ص 29.

عرفت السندات المضمونة في التشريع المصري إذ نصّت المادة 164 من اللائحة التنفيذية للشركات المصرية على ضرورة قيد الرهن قبل فتح باب الاكتتاب في السندات.

العربي أسامة أنور، الموسوعة الشاملة لقوانين شركات المساهمة، مرجع سابق، ص 97. كذلك عبد القادر عزت، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 196.

أما المشرع الجزائري فقد نص على إمكانية وجود ضمانات تقدمها الدولة أو الأشخاص المعنوية العامة دون تفصيل في قواعد ولا إجراءات هذا الضمان.

المادة 715 مكرر 82 من التقنين التجاري.

2 - عطون مروان، الأسواق النقدية والمالية، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 69.

كذلك يونس علي حسن، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 281.

3 - THEODORE Jean François, Connaitre la bourse, Editions journal des finances, Paris 1994. p 35. JAFFEUR Corynne, Bourse et financement des entreprises op. cit., p 155.

د- من حيث الفوائد: منها سندات ذات عائد ثابت أو متغير.

د- 1 - سندات ذات عائد ثابت **Les obligations à taux fixe**: تكون فوائدها السنوية

ثابتة ومحددة عند الإصدار، وحاملها على علم بقيمة الفائدة التي يستوفيهما عن الاستحقاق. وذلك بغض النظر عما إذا كانت الشركة حققت أرباحاً أم لا. رغم المزايا التي يتضمنها هذا النوع، إلا أنه ينطوي على مخاطر متعددة⁽¹⁾. لذا عادة ما يستعمل هذا النوع من السندات لتغطية قروض قصيرة المدى⁽²⁾.

اختارت شركة سونطراك هذا النوع عند إصدارها لسندات القرض "سونطراك" بفائدة ثابتة تقدر بـ 13% سنوياً لمدة قرض هي 5 سنوات⁽³⁾.

د- 2 - سندات ذات عائد متغير **Les obligations à taux variables**: يستفيد حاملها

بفوائد متغيرة غير ثابتة، لكن هذا التغير ليس عشوائياً، إنما يكون مقترناً بأساسات حسابية.

المطلب الثالث

المنتجات المدرجة في السوق بعد صدور النظام رقم 97-03

تعثرت السوق المالية الجزائرية منذ انطلاقتها الأولى. يعود ذلك إلى تخوف المدخرين منها نظراً لحدائتها، وإحجام المستثمرين الخواص عنها مفضلين التريث لجس نبض هذه السوق الجديدة. لإنقاذ هذا الوضع، عادت الدولة إلى صفتها التدخلية بدفع البنوك والمؤسسات المالية العمومية للاستثمار في هذه السوق.

تمثال أن تصدر شركة ما سندات قيمتها الاسمية 1000 دينار للسند الواحد، لكن تعرضها على المكتتبين بقيمة إصدار أقل من قيمتها الاسمية 900 دينار مثلاً، لكن عند الاستحقاق ترد الشركة للمكتتب مبلغ 1000 دينار من السند الواحد⁽³⁾. بالتالي تحسب الفوائد على أساس هذه القيمة أي الفرق بين القيمة المدفوعة والقيمة التي يستردها حاملها فتسمى علاوة الوفاء. العكيلي عزيز، مرجع سابق، ص 292.

مع الإشارة أن بعض المؤلفين يقرون بوجود فائدة سنوية، إضافة إلى دفع كامل القيمة عند الاستحقاق لكنها منخفضة مقارنة بغيرها من السندات.

1 - الموسوي ضياء مجيد، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها...، مرجع سابق، ص 34. أيضاً: نشأت عبد العزيز ومحمد صلاح سالم، "سوق السندات في مصر، توصيف للواقع ومقترحات للتطوير"، مرجع سابق، ص 19. ولفهم أكثر للمخاطر التي قد تلحق بالشركة المصدرة من جهة وباحمال السند من جهة أخرى.

- THEODORE Jean François, Connaitre la bourse, op. cit., pp 31 et 32.
- PERQUEL Jean- Jacques, Les bourses Américaines, op. cit., p 25.

2 - شمعون شمعون، البورصة، مرجع سابق، ص 29.

3 - SONATRACH, notice d'information, Emprunt obligataire 1998, Visa de la COSOB, N° 97/001, du 18 Novembre 1997.

ذهبت السلطات العمومية إلى أبعد من ذلك حينما أقحمت قيم وسندات الخزينة داخل السوق المالية، بموجب قرار وزير المالية. لم تكتفي السلطات العمومية بذلك، بل تعدت على سيادة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بسلب اختصاصها على هذه المنتجات رغم تداولها داخل سوقها، ومنحها لبنك الجزائر⁽¹⁾ (الفرع الأول).

لاحظت اللجنة محدودية المادة 77 من نظامها رقم 03/97، لعدم قدرتها على استيعاب كل المنتجات المطروحة في السوق، خاصةً وأنها كانت تحصرها في الأسهم والسندات كما سبق شرحه. أرادت اللجنة توحيد مضمون هذه المادة مع التقنين التجاري، بقبول كل القيم الصادرة عن شركات المساهمة والقابلة للتداول. كان ذلك بمناسبة تعديل النظام رقم 03/97 بموجب النظام رقم 01/12⁽²⁾ (الفرع الثاني).

الفرع الأول

القيم التي أقحمها وزير المالية بموجب القرار الصادر في 1998

تُحد سلطة اللجنة في ضبط النشاطات والعمليات المنجزة في السوق المالية، عندما يتعلق الأمر بالمنتجات الخاضعة لسلطة بنك الجزائر، والمتمثلة في قيم الخزينة وسندات الخزينة. قيم أقحمها وزير المالية داخل السوق المالية رغماً عن اللجنة التي سبق وأن حددت القيم القابلة للتداول داخل بورصة الجزائر بالأسهم والسندات فحسب.

تم التوصل في الفصل الأول من الباب الأول من هذه الدراسة إلى نتيجة أساسية، هي أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، لا تتمتع باستقلالية حقيقية تجاه السلطة التنفيذية. في هذا الفرع سيبرز مظهر جديد من مظاهر تدخل الحكومة في القطاع الذي تضبطه اللجنة، إذ أصدر وزير المالية بتاريخ 21 جانفي 1998، قراراً يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها⁽³⁾، وذلك بتحديد خصائص قيم الخزينة وكيفيات إصدارها في

1 - تنص المادة 30 في فقرتها الثالثة من المرسوم التسريعي رقم 10/93، المعدلة بموجب القانون رقم 04/03 على ما يلي: « لا تخضع لرقابة اللجنة، المنتجات المالية المتداولة في السوق التي هي تحت سلطة بنك الجزائر ».

2 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/12 المؤرخ في 12 جانفي 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 03/97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. الجريدة الرسمية عدد 41، صادر في 15 جويلية 2012.

3 - قرار وزير المالية المؤرخ 21 جانفي 1998 يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، الجريدة الرسمية عدد 15، صادر في 18 مارس 1998. المعدل والمتمم بموجب القرار المؤرخ في 22 جويلية 2001، الجريدة الرسمية، عدد 45، صادر في 12 أوت 2001.

حساب جاري في السوق الأولية وتداولها في السوق الثانوية⁽¹⁾. قرار يفرض على لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها قبول تداول قيم الخزينة في مقصورة البورصة رغم خروج هذه القيم عن اختصاصها.

أولاً - تحديد وزير المالية للقيم الصادرة عن الخزينة العمومية بموجب قرار:

أ - تعريف القيم الصادرة عن الخزينة العمومية:

تُعبّر القيم الصادرة عن الخزينة العمومية عن الديون العمومية التي تصدرها الدولة لتمويل بعض المشاريع والبرامج التمويلية⁽²⁾. لم تلق هذه القيم تعريفاً لا من قبل المشرع ولا من قبل سلطة السوق، ولا من قبل السلطة الوصائية المتمثلة في وزارة المالية. لكن يمكن تعريفها بأنها تلك السندات الصادرة عن الدولة والتي تمثل جزءاً من الدين العام. أو أنها مجموع الالتزامات المالية للدولة التي تسدها عند حلول أجلها⁽³⁾.

رخص القانون رقم 83-19⁽⁴⁾ لوزير المالية بإصدار سندات تمثل الديون العمومية وهي:

- إصدارات دائمة لدى العموم لسندات التجهيز حسب الصيغ، تخصص لتمويل الاستثمارات.
- إصدار سندات التجهيز في حساب جاري يخصص للاكتتاب الحر فيه للهيئات العمومية.
- عمليات اقتراض للدول في شكل حسابات مكشوفة وقروض وتسبيقات، وإصدار سندات قصيرة، متوسطة وطويلة الأمد، لتغطية كل أعباء الخزينة العمومية ولاسيما تلك الناجمة عن استهلاك الدين العمومي.
- عمليات تحويل الدين العمومي وإعادة تحويل الدين العائم أو تجميده وكذلك دين الخزينة المستحق إجمالاً⁽⁵⁾.

1 - بناءً على هذا القرار صدر مقرر من المديرية العامة للخزينة العمومية رقم 07 المؤرخ في 1998 والمتعلق بقاعة سوق قيم الخزينة.

2 - DE VAUPLANE Hubert, « Valeurs de trésor », Juris- classeurs, banque et crédit, fascicule 1980, p 1

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

DE VAUPLANE Hubert, « Valeurs de trésor », op.cit, p 2.

4 - بناءً على هذا القرار صدر مقرر من المديرية العامة للخزينة العمومية رقم 07 المؤرخ في 1998 والمتعلق بقاعة سوق قيم الخزينة.

5 - المادة 04 من القانون رقم 83-19 المؤرخ في 18 ديسمبر 1983 المتضمن قانون المالية لسنة 1984، الجريدة الرسمية عدد 55، الصادر في 31 ديسمبر 1984.

اكتفى الفقه بجمع الخصائص المشتركة للقيم الصادرة عن الدولة بدلاً من إيجاد تعريف شامل وجامع لها. تتمثل هذه الخصائص فيما يلي:

- أن يكون الإصدار كلي وجماعي.
- أن تكون قابلة للتداول.
- أن تكون قابلة للتسعيرة في البورصة.
- أن تمثل حق مديونية قصير أو متوسط الأجل.

ب - أنواع القيم الصادرة عن الخزينة العمومية:

تصدر الخزينة العمومية نوعان من القيم وهما قيم الخزينة وسندات الخزينة.

ب - 1 - قيم الخزينة: حددت المادة 2 من القرار المؤرخ في 22 يوليو لسنة 2001⁽¹⁾

قيم الخزينة حسب آجال إصدارها واستحقاقها، وذلك كما يلي:

- سندات الخزينة التي يبلغ آجال تسديدها خمس (05) بفائدة سنوية وقابلة للتسديد بقيمتها.
- سندات طويلة الأجل التي تفوق آجال تسديدها خمس (05) سنوات بفائدة سنوية وقابلة للتسديد بقيمتها الاسمية⁽²⁾.

ب - 2 - سندات الخزينة: رخص القرار المؤرخ في 09 جوان لسنة 1999⁽³⁾ لوزير المالية

بإصدار سندات تسمى سندات الخزينة حسب الصيغ تحدد خصائصها بموجب قرار⁽⁴⁾، وذلك بنسب فائدة وفقاً لمدة السند المعني ضمن فارق يتراوح:

- بين 2,50 بالمائة و5,50 بالمائة للسندات المصدرة لسنة واحدة.
- بين 2,75 بالمائة و5,75 بالمائة للسندات المصدرة لمدة سنتين.
- بين 3,00 بالمائة و6,00 بالمائة للسندات المصدرة لمدة ثلاث سنوات.

1 - القرار المؤرخ في 22 جويلية 2001 المعدل والمتمم للقرار المؤرخ في 21 جانفي 1998، الجريدة الرسمية عدد 45، الصادر في 12 أوت 2001.

2 - عدلت هذه المادة بعدما كانت تنص على ما يلي:

« سندات الخزينة قصيرة الأجل لمدة 13 و26 و52 أسبوعاً، مدفوعة الفائدة مسبقاً وقابلة للتسديد بقيمتها الاسمية. سندات الخزينة متوسطة الأجل لمدة سنتين وخمس سنوات بفائدة سنوية وقابلة للتسديد بقيمتها الاسمية. سندات طويلة الأجل لمدة تتجاوز خمس سنوات وقابلة للتسديد بقيمتها الاسمية ».

3 - القرار الصادر عن وزير المالية المؤرخ في 09 جوان 1999، المتضمن كفيات وشروط إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ، الصادر في الجريدة الرسمية عدد 44، الصادر في 05 جويلية 1999، المعدل والمتمم.

4 - هو القرار المؤرخ في 10 أفريل 2000، الصادر في الجريدة الرسمية عدد 23، صادر في 23 أفريل 2000، المعدل والمتمم للقرار المؤرخ في 09 جوان 1999، المذكور أعلاه.

- بين 3,25 بالمائة و6,25 بالمائة للسندات المصدرة لأربع سنوات.
 - بين 3,50 بالمائة و6,50 بالمائة للسندات المصدرة لمدة خمس سنوات⁽¹⁾.
- تتميز سندات الخزينة عن قيم الخزينة بأنها غير قابلة للتداول، بل يتم تسديد مستحققاتها ودفع قسيمات الفائدة لصالح المستفيدين لدى كل الشبابيك بصرف النظر عن مكان الاكتتاب، وذلك عند حلول أجل استحقاقها. مع ذلك يجوز لحاملها المطالبة بالتسديد المسبق بعد انقضاء سنة على الأقل من تاريخ الاكتتاب لقاء تعويض لا يتوافق مع النسب المحددة أعلاه بل تطبق نسبة فائدة التي تقل مباشرة عن المدة التي صدر بشأنها السند⁽²⁾.

ثانياً - عدم اختصاص لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتداول قيم الخزينة:

تصدر قيم الخزينة عن طريق المناقصة الوطنية، التي تجرى لدى الخزينة العمومية أو لدى بنك الجزائر. يكون تنظيم عمليات المناقصة وإجراءاتها من طرف الوزير المكلف بالمالية، الذي يعلن عن ذلك بموجب قرار⁽³⁾.

أ - إجراءات إصدار وتداول قيم الخزينة:

تعد الخزينة العمومية برامج إصدار سنوية لمختلف السندات، وتعلن عنها للجمهور وتبلغ به بنك الجزائر والمختصين في قيم الخزينة. كما تعد برامج أخرى شهرية أو كل ثلاثة أشهر لبعض الأنواع من سندات.

تفتح عروض الاكتتاب لكل شخص طبيعي أو معنوي مقيم أو غير مقيم، تقدم هذه العروض من طرف المختصين في قيم الخزينة الذين يعملون لحسابهم أو لحساب زبائنهم.

1 - عدلت هذه المادة بموجب القرار المؤرخ في 20 سبتمبر 2004، الجريدة الرسمية عدد 66، الصادر في 20 أكتوبر 2004. وكانت محررة على النحو التالي:

... وذلك بنسب فائدة وفقاً لمدة السند المعني ضمن فارق يتراوح:

- بين 5 بالمائة و8 بالمائة للسندات المصدرة لسنة واحدة.
- بين 5,25 بالمائة و8,25 بالمائة للسندات المصدرة لمدة سنتين.
- بين 5,50 بالمائة و8,50 بالمائة للسندات المصدرة لمدة ثلاث سنوات.
- بين 6 بالمائة و9 بالمائة للسندات المصدرة لأربع سنوات.
- بين 6,50 بالمائة و9,50 بالمائة للسندات المصدرة لمدة خمس سنوات.

2 - المواد 8 و9 من القرار المؤرخ في 20 سبتمبر 2004، الجريدة الرسمية عدد 66، الصادر في 20 أكتوبر 2004.

3 - وذلك بموجب القرار المؤرخ في 22 جويلية 2001، الجريدة الرسمية عدد 45، الصادر في 12 أوت 2001.

يمكن أن تقدم العروض متضمنة السعر المقترح للسند أو نسبة الفائدة المرغوب فيها، على أن لا يقدم كل عارض أكثر من ثلاثة عروض في الجلسة الواحدة وعلى السند نفسه.

يصدر عقب جلسة المناقصة بلاغ بنتائج المناقصة من المديرية العامة للخزينة يشترك في توقيعه، عند الاقتضاء ممثل مؤهل قانوناً عن بنك الجزائر يبين هذا البلاغ على الخصوص ما يأتي:

- مبالغ العروض المقبولة.
- نسبة الفائدة أو حد السعر الأدنى المقبول ونسبة المردودية المطابقة.
- نسبة الفائدة أو لسعر المتوسط المرجح للمنافسة ونسبة المردودية المطابقة
- مبالغ العروض غير الخاضعة للمنافسة والمقبولة في المناقصة عند الاقتضاء⁽¹⁾.

تدفع الفوائد على سندات الخزينة القصيرة الأجل مسبقاً في يوم الإصدار، على أساس النسبة التي قبلت بها في المناقصة، وتدفع فوائد سندات الخزينة المتوسطة الأجل سنوياً على أساس نسبة الفائدة الإسمية المعلنة قبل الإصدار. وفي حالة حلول أجل دفع القسيمة أو الأصل يوم عطلة أو يوم غلق بنك الجزائر، تدفع الفائدة في يوم العمل الموالية دون دفع أي تعويض.

ب - تنظيم قاعة سوق قيم الخزينة:

- تداول قيم الخزينة القصيرة والطويلة الأجل في حساب جاري بالتراضي، في السوق الثانوية الخاصة بها. التي تنشأ لدى المديرية العامة للخزينة⁽²⁾، تسير من قبل مديرية ديون والتزامات الدولة التي تسهر بالأخص على ما يلي:
- تنظيم وتسيير أشغال السوق.
- ضمان نشر المعلومة المتعلقة بتسعيرة قيم الخزينة.

1 - المادة 10 من القرار الصادر في 21 جانفي 1998 يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها الصادر في الجريدة الرسمية عدد 15، الصادر في 18 مارس 1998 المعدل والمتمم بموجب القرار الصادر في 22 جويلية 2001 المذكور أعلاه.

2 - وذلك بموجب المادة 16 من القرار الصادر في 21 جانفي 1998 يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، السابق ذكره، التي نصت في فقرتها الأخيرة على ما يلي: "يصدر مقرر من المدير العام للخزينة يحدد كيفية إنشاء وسير القاعة. صدر القرار رقم 07/98 المؤرخ في 10 فيفري 1998 المتعلق بقاعة سوق قيم الخزينة".

لكنها لم تنشأ إلى يومنا هذا، مما دفع بالمديرية العامة للخزينة إلى الاستعانة بقاعة بورصة القيم المنقولة لتداول قيمها الأمر الذي خلط موازين البورصة.

تفتح قاعة قيم الخزينة يومياً وحصرياً أمام المختصين في قيم الخزينة من الساعة التاسعة إلى الساعة الحادية عشر صباحاً. تثبت العمليات المنجزة يومياً وتنتشر للعمامة كل يوم أحد وثلاثاء من الساعة العاشرة إلى الحادية عشر صباحاً. أجل يلتزم المختصين في قيم الخزينة باحترامه، وتكون البيانات المنشورة خلاله ملزمة لطرفي العملية البائع والمشتري. انطلاقاً من هذه البيانات تعد مديرية مديونية الدولة ملخصاً يتضمن وصفاً للعمليات المنجزة والظروف التي أنجزت فيها، يحتوي على الخصوص العمليات التالية:

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

يرسل المختص في قيم الخزينة إلى المديرية العامة بياناً شهرياً بوضعية العمليات التي ينجزها في أول أسبوع لكل شهر للخزينة العمومية، التي تقيم دورياً نشاطات كل مختص في قيم الخزينة وتنقطه وفقاً لجدول التنقيط المتعلق بنوعية تدخل كل مختص في قيم الخزينة وفعاليتها في السوق.

فضل القائمون على تسيير سوق قيم الخزينة إجراء هذه التداولات في قاعة بورصة الجزائر بدلاً من إنشاء القاعة الخاصة بها، ربما رغبة في الاستفادة من الإمكانيات البشرية والمادية التي تملكها بورصة الجزائر، وإن كان هذا السبب غير جدي لأن المديرية العامة للخزينة العمومية هي من تتكفل بمصاريف سوق قيم الخزينة⁽¹⁾.

يثير هذا الوضع إشكاليتين أساسيتين هما: عدم فعالية القاعدة القانونية من جهة، والمشار إليها في الباب الأول من هذا البحث. فرغم وجود القاعدة القانونية التي تنص على إنشاء قاعة خاصة لتداول قيم الخزينة، حولت التداولات إلى قاعة البورصة بموجب قرار سياسي يضرب عرض الحائط تلك القاعدة القانونية. من جهة ثانية فإن سوق البورصة وفقاً لتعريفها الاقتصادي والقانوني هي سوق تتداول فيها قيم منقولة متوسطة وطويلة الأجل، لا يمكنها أن تستوعب قيم الخزينة التي لا تمت إلى القيم المنقولة بصلة.

1 - article 13 de la décision N°98/07 du 10 février 1998

« Les dépenses liées au fonctionnement de la salle du marché sont prises en charge dans le cadre des crédits budgétaires affectés à la direction générale du trésor au titre du fonctionnement ».

ج - إسناد الاختصاص بتداول قيم الخزينة إلى المختصين في قيم الخزينة:

يمكن للبنوك والمؤسسات المالية والتعاضديات وشركات التأمينات الاقتصادية وصناديق التأمين الاجتماعية والتقاعد والوسطاء في عمليات البورصة، أن يودعوا ملف طلب الاعتماد كمختصين في قيم الخزينة لدى المديرية العامة للخزينة العمومية. يجب أن يشتمل ملف طلب الاعتماد على الوثائق المبينة في دفتر شروط المختصين في قيم الخزينة الذي تعده المديرية العامة للخزينة العمومية بالاتفاق مع المختصين في قيم الخزينة الممثلين من طرف رئيس جمعيتهم⁽¹⁾.

تتوقف ممارسة نشاط المختص في قيم الخزينة على الحصول على اعتماد من طرف المديرية العامة للخزينة العمومية، بموجب قرار يصدر عن المدير العام للخزينة بناءً على رأي جمعية سوق قيم الخزينة⁽²⁾.

يمر الاعتماد بمرحلين، أولهما مرحلة الاعتماد المؤقت التي تدوم سنة كاملة، يخضع فيها المترشح إلى اختبار لمؤهلاته وإمكانياته في ممارسة هذا النشاط⁽³⁾. إذا أثبت كفاءته خلال هذه السنة، ينتقل إلى المرحلة الثانية أين يصدر قرار بمنحه الاعتماد النهائي. تشترط المديرية العامة للخزينة العمومية من المترشح للحصول على الاعتماد، أن يكون مهيباً بجهاز أو أجهزة مستقلة تتكفل بعمليات قيم الخزينة وتستجيب للشروط التي تحددها الخزينة⁽⁴⁾. يجب على المختص أن يمتلك على الدوام رصيد تسيير يعادل على الأقل 100 مليون

1 - La convention type portant cahier des charges entre la direction générale du trésor et les spécialistes en valeurs du trésor.

« Les dépenses liées au fonctionnement de la salle du marché sont prises en charge dans le cadre des crédits budgétaires affectés à la direction générale du trésor au titre du fonctionnement ».

2 - أنشأت جمعية سوق قيم الخزينة لدى المديرية العامة للخزينة العمومية بموجب قرار صادر من هذه الأخيرة تحت رقم 06/98 المؤرخ في 1998/02/03.

3 - المادة 05 من الاتفاقية النموذجية المتضمنة دفتر شروط المختصين في قيم الخزينة.

4 - المادة 18 من الاتفاقية النموذجية المتضمنة دفتر شروط المختصين في قيم الخزينة، والتي جاء نصها كما يلي:

« Pour exercer l'activité de spécialiste en valeurs du trésor, ...doit mettre en place une structure autonome pour la prise en charge des opérations sur les valeurs du trésor conformément aux dispositions de l'arrêté du 21 Janvier 1998 portant encadrement et fonctionnement du marché des valeurs du trésor.

Cette structure autonome doit répondre aux conditions suivantes :

1- son organisation doit comporter notamment une salle de marché et une salle de règlement ;
2- elle doit être dotée de personnel qualifié ayant des connaissances théoriques et pratiques sur le commerce des valeurs dont au moins des responsables pour les structures susmentionnées, un négociateur et une personne chargée de la comptabilité et de la compensation ;
3- elle doit être dotée au moins d'une salle de travail équipée des moyens de travail nécessaires : téléphone, fax, micro-ordinateur... ».

دينار جزائري، وفي حالة انخفاض هذا الرصيد - أو تخلف غيرها من الشروط التي صدر الاعتماد على أساسها - يمكن للمديرية العامة للخزينة سحب اعتماد المختص في قيم الخزينة في أي وقت⁽¹⁾.

يتعين على المختص في قيم الخزينة أن يثبت مشاركته المنتظمة والفعالية في السوق الأولية لقيم الخزينة بنسبة عمليات تعادل 3.5% على الأقل في كل ثلاثة أشهر أو 5 بالمائة من العمليات المنجزة سنوياً. أما عمليات السوق الثانوية، تمارس داخل قاعة سوق قيم الخزينة أين يقوم المختص بالعمليات التالية:

- نشر الأسعار.

- المعلومات عن السوق وظروفها.

- التمهيد للتداول عند الاقتضاء⁽²⁾.

يتصرف المختص في قيم الخزينة كماسك لقيم الخزينة بصفته صاحب العمليات بالمقابل. تتمثل هذه العمليات في شراء وبيع قيم لحسابه الخاص بعرض أسعار بيع ثابتة، على أن ينشر المعلومات الخاصة بالعمليات المنجزة.

الفرع الثاني

القيم المدرجة في السوق بموجب نظام اللجنة رقم 01/12

حدد نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97 القيم المقبولة للتداول داخل السوق وحصرها في الأسهم والسندات، في حين أن القانون التجاري يسمح لشركة

1 - المواد 6، 7 و 8 من الاتفاقية النموذجية المتضمنة دفتر شروط المختصين في قيم الخزينة.

2 - المادة 16 من القرار الصادر في 21 يناير 1998 يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، السابق ذكره. في السياق نفسه جاءت المادة 2 من القرار رقم 07/98 المؤرخ في 10 فيفري 1998 المتعلق بقاعة سوق قيم الخزينة، التي نصت على ما يلي:

Article 2 : « Conformément à aux articles 16 et 30 de l'arrêté du 21 janvier 1998 portant encadrement et fonctionnement du marché des valeurs de trésor en compte courant , la salle du marché constitue le lieu :

a- d'échange et de communication des informations concernant le marché des valeurs de trésor ou ayant une conséquence sur ce marché ainsi que les données sur la conjoncture ;

b- d'affichage des cotes par les spécialistes en valeurs du trésor ;

c- d'initiation de négociation entre spécialistes en valeurs du trésor dans le cadre de leurs activités sur le marché des valeurs du trésor ;

d- de confirmation, entre les spécialistes en valeurs du trésor, des opérations réalisées en attendant la prise en charge de cette activité par un organisme spécialisé ».

الأسهم إصدار قيم منقولة أخرى، تداركت اللجنة هذا الفراغ بمناسبة تعديلها للنظام رقم 03/97 بالنظام رقم 01/12⁽¹⁾.

أدرج النظام رقم 01/12 بقية القيم المنقولة الصادرة من شركات الأسهم داخل السوق، لكن بوصفها سندات الدين وليس سندات رأس المال. إذ تنص المادة 46-8 المستحدثة بموجب هذا النظام على ما يلي:

« تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال وسندات المساهمة، أو أي وصل آخر يخل الحق في سندات رأس المال كسندات دين ».

جاءت هذه المادة إضافة إلى سندات الاستحقاق المذكورة سابقا بسندات مديونية أخرى هي السندات القابلة للتحويل إلى أسهم (أولاً)، سندات الاستحقاق (ثانياً)، سندات المساهمة (ثالثاً)، شهادات الاستثمار (رابعاً)، وهي القيم التي يمكن أن تندرج داخلها كل من شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت والقيم الأخرى التي نص عليها التقنين الجاري في المادة 715 مكرر 110 منه.

أولاً - السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم:

جعلت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، سندات دين تطبق عليها أحكام سندات الاستحقاق، وذلك أسوة بما نص عليه المشرع في القانون التجاري⁽²⁾. تعتبر هذه القيم من قبيل السندات لكنها تمنح لصاحبها الحقوق نفسها التي تمنحها الأسهم، إذ ما تم تحويل هذه السندات إلى أسهم.

تمنح تقنية التحويل هذه للشركة مزايا عدة تتمثل في أنها تقلص من التزامها بالوفاء لأنها ستدفع للمساهمة الجديد فوائد أقل من التي كانت ستدفعها لو بقيت القيم سندات استحقاق، وقد تتخلص من دفعها كلياً لسنة مالية معينة إذا تقرر عدة توزيع الأرباح على المساهمين وإدراجها في احتياطي الشركة، كما أن الشركة قد تفضل إصدار هذا النوع من السندات بدلاً من اللجوء

1 - تنص المادة 10 من النظام رقم 01/12 على ما يلي:

« ينشأ بعد المادة 46-7 من النظام رقم 03/97 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمذكور أعلاه، قسم رابع عنوانه شروط قبول السندات في السوق ويتضمن المادتين 846 و 46-9 ».

2 - تنص المادة 715 مكرر 115 من التقنين التجاري على ما يلي:

« تخضع سندات الاستحقاق القابلة للتحويل للأحكام المنصوص عليها في القسم الفرعي المتعلق بسندات الاستحقاق ».

إلى رفع أسمائها عن طريق إصدار أسهم جديدة، إذا كانت الشركة ذات حجم متواضع أو أن القيمة السوقية للسهم جد متواضعة لا تستحق، كل العناء والتكاليف التي ستصرفها الشركة لقاء تنظيم حملة رفع رأسمالها والبحث عن المكتتبين للأسهم الجديدة التي ستصدرها⁽¹⁾.

أ - شروط إصدار السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم:

يعود اختصاص اتخاذ قرار إصدار السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم إلى الجمعية العامة غير العادية للشركة، يلاحظ بهذا الصدد أن المشرع قاسي هذا الاختصاص إلى الاختصاص باتخاذ قرار زيادة رأسمال الشركة عن طريق إصدار الأسهم الذي يعود الجمعية العامة غير العادية⁽²⁾، ولم يطبق أحكام السندات الاستحقاق على هذه الأخيرة⁽³⁾، يرجع السبب في ذلك إلى أن إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم سيؤدي إلى الرفع من رأسمال الشركة عندما يتقرر تحويل هذه الأخيرة.

تتخذ الجمعية العامة غير العادية هذا القرار بناءً على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين، كما اشترط المشرع على الجمعية العامة غير العادية طلب تقرير خاص من مندوب الحسابات قبل اتخاذ هذا القرار، يتمحور التقرير حول أسس التحويل من السندات إلى الأسهم للحصول على تقييم مالي دقيق للعملية⁽⁴⁾.

ب - ثمن إصدار السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم:

تدخل المشرع لحماية حاملي السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، وذلك بوضع حد أدنى لسعر السند، مشروطاً أن لا يقل عن القيمة الاسمية الأسهم التي تؤول إلى أصحاب سندات الاستحقاق في حالة اختيار التحويل⁽⁵⁾.

يعتبر هذا التحديد قيد على حرية التعاقد، إذ أن الأصل أن عقد الإصدار هو الذي يحدد جميع شروط الإصدار وبياناته، إلا أنه وتحقيقاً لتوازن المصالح والتساوي بين المساهمين، علماً أن حاملي هذه السندات سيتحولون إلى مساهمين في حال ما طبق خيار التحويل، وضع

1 - SALAH Mohammed, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, édition Ibn Khaldoun, Alger, 2001, pp 111 – 112.

2 - المادة 691 من التقنين التجاري.

3 - للتذكير فإن الاختصاص باتخاذ قرار إصدار سندات الاستحقاق يعود إلى الجمعية العامة العادية. المادة 715 مكرر 84 من التقنين التجاري.

4 - المادة 715 مكرر 116 من التقنين التجاري.

5 - المادة 715 مكرر 119 من التقنين التجاري.

المشرع هذا القيد بقاعدة أسرة لا يجوز الاتفاق على مخالفتها وذلك تحت طائلة بطلان الإصدار بحسب سعر إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم بسعر أسهم الشركة وقت إصدار هذه السندات لا وقت تحويلها إلى أسهم⁽¹⁾.

ج - تحويل السندات إلى الأسهم:

منح المشرع حق طلب تحويل السندات إلى أسهم للمكتتبين وليس للشركة، علماً أن التحويل قد يكون خلال فترة أو فترات محددة أو يكون في أي وقت، يطلب المكتتب تحويل سندات إلى أسهم إذا ما ارتفعت القيمة السوقية للسهم، تفوق قيمة السندات عند الاكتتاب وتغطي نفقات التحويل، أما في الحالة المعاكسة، أي إذا عرفت القيمة السوقية للسهم انخفاضاً مقارنة بقيمة السند عند الاكتتاب يفضل الحامل الإبقاء على سندات إلى أجل غير مسمى.

يستفيد المساهمين القدامى للشركة من حق الأفضلية في الاكتتاب في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، مع مراعاة الشروط الجديدة للإصدار⁽²⁾، فإذا رغم المساهم الاكتتاب في السندات الجديدة، له ذلك ليكون بذلك مركزه القانوني تجاه الشركة مزدوج، فهو مساهم ودائن في الوقت نفسه، يطبق على حق الأفضلية في الاكتتاب في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ما يطبق على الاكتتاب بأسهم جديدة، فليس كل مساهم يتمتع بهذا الحق⁽³⁾.

يجب أن يتضمن عقد الإصدار كيفية وإجراءات التحويل ونوعية خيار التحويل، إذا كان تحويل سيتم في فترة أو فترات محددة، أو أنه سيتم في أي وقت كان الإشارة فإن أغلب التشريعات الحديثة تنبئ طريقة التحويل في أي وقت كان، هي طريقة تمنح أكثر مرونة للحامل للتخلي عن سندات لقاء تحويلها إلى أسهم، متى كانت ظروف السوق مواتية، كما أنها طريقة تستهوي أكثر المستثمرين الذين يبحثون عن المرونة وعن فرص ربح أكبر.

فضل المشرع الجزائري المزج بين الطريقة التقليدية للتحويل وهي التحويل لفترة

1 - SALAH Mohammed, Les valeurs mobilières..., op.cit, p 117.

2 - المادة 715 مكرر 117 من التقنين التجاري.

3 - لأن الأسهم العادية مقسمة إلى فئتين، إحداهما فقط هي التي تمنح حق الأفضلية في الاكتتاب وفقاً لنص المادة 715 مكرر 44 التي تنص على ما يلي: « يمكن تقسيم الأسهم العادية الاسمية إلى فئتين، اثنتين حسب إرادة الجمعية العادية التأسيسية:

- تتمتع الفئة الأولى بحق تصويت يفوق عدد الأسهم التي بحوزتها.

- أما الفئة الثانية فتتمتع بامتياز الأولوية في الاكتتاب لأسهم أو سندات استحقاق جديدة ».

أو لفترات محددة مع الطريقة الحديثة وهي التحويل في أي وقت، التي سيأتي شرحها.

ج- 1 - التحويل في فترة أو فترات محددة: تحدد الشركة في عقد الإصدار الفترة أو الفترات التي يتم خلالها تحويل السندات إلى أسهم هي فترات معلومة للشركة، عند حلول الفترة المحددة في عقد الإصدار تعلن الشركة عن رفع رأسمالها، إذا ما تلقت طلبات من حامل السندات الراغبين بتحويلها إلى أسهم وذلك وفقا لقواعد رفع رأسمال الشركة⁽¹⁾.

تتقلب السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والتي لم يتم تحويلها خلال الفترات التي أعلنت عليها الشركة، إلى سندات عادية نافذة بذلك خيار التحويل، ليتأكد لحاملها مركز الدائن تجاه الشركة فله أن يطالب بفوائده عند حلول أجل السند، كما أن يخصمه قبل هذا الأجل.

ج- 2 - التحويل في أي وقت: تسمح هذه الطريقة لحامل السند التخلي عن سند لقاء سهم جديد متى شاء ذلك، ومتى كانت ظروف السوق مواتية لهذا التحويل، على الشركة أن تستجيب لطلب التحويل فوراً حتى ولو صدر من حامل واحد، تتمثل هذه الطريقة بالمرونة بالنسبة للحامل وبالعلاء بالنسبة للشركة، إذ أنها ملزمة بتعديل قانونها الأساسي كلما حدث تحويل السند إلى سهم، متحملةً بذلك مصاريف العقد والإعلانات القانونية.

حاول المشرع التوفيق بين مصلحة المكتتبين الذين يبحثون عن المرونة باختيار أسلوب التحويل في أي وقت، وبين مصلحة الشركة التي تبحث عن الاستقرار وترغب تحاشي تعديل قانونها الأساسي في كل مرة لرفع رأسمالها، وتفادي النفقات المترتب عن ذلك، لتحقيق هذا التوازن أجاز المشرع للشركة عدد تعديل قانونها الأساسي في كل مرة يحدث فيها تحويل السندات وعدم مباشرة إجراءات رفع رأسمالها بمناسبة كل تحويل، خاصة إذا كانت التحويلات متقاربة، إنما يتم ذلك في نهاية السنة المالية⁽²⁾، أين يثبت مجلس الإدارة زيادة رأس المال عن طريق بطاقات الاكتتاب، ليتم حينها مباشرة إجراءات تعديل القانون الأساسي لرفع رأسمال الشركة بصفة نهائية⁽³⁾.

د - أثر إصدار السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم:

تحاول الشركة ممثلتا في مسيرها البحث عن فرص استثمارية أفضل وأوفر، تقوم لقاء

1 - يكون قرار رفع رأسمال الشركة من اختصاص الجمعية العامة غير العادية طبقاً للمادة 691 من التقنين التجاري.

2 - SALAH Mohammed, Les valeurs mobilières..., op.cit, p 124.

3 - نصت على ذلك المادة 715 مكرر 125 من التقنين التجاري.

ذلك ببعض العمليات المالية التي قد تعود عليها بالربح أو بالخسارة، حماية لحاملي السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، منع المشرع على الشركة القيام ببعض الاستثمارات المضرة بهذه الفئة وقيد بعض التصرفات الأخرى بشروط وإجراءات خاصة.

د- 1 - العمليات المحظورة: يمنع على الشركة منعاً باتاً بعد إصدارها لسندات قابلة للتحويل إلى أسهم أن تستهلك رأسمالها أو تخصصه عن طريق التسديد، لأن هذا التصرف من شأنه المساس بالضمان العام لحاملي السندات باعتبارهم دائنين للشركة قبل تحويل سنداتهم إلى الأسهم⁽¹⁾، كما يحظر على الشركة تعديل كيفية ومواعيد توزيع الأرباح، لأن في ذلك إضراراً بمصالح المساهمين المحتملين الجدد بعد تحويل سنداتهم إلى أسهم.

يجب على الشركة احترام هذا الخطر وذلك تحت طائلة العقوبات المنصوص عليها في المادة 827 من التقنين التجاري⁽²⁾، انتقد البعض هذه الإحالة لعدة أسباب:

أولها: أنها تخص فقط شركات المساهمة مجلس إدارة، دون شركات المساهمة ذات مجلس المراقبة أو مجلس المديرين.

ثانياً: هذه المادة خاصة فقط بتخفي رأسمال الشركة دون استهلاكه ودون تعديل توزيع الأرباح.

ثالثاً: مجال تطبيق هذه العقوبات هي عدم احترام المساواة بين المساهمين دون الأخذ بعين الاعتبار حاملي السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم⁽³⁾.

1 - وذلك تطبيقاً للقواعد العامة التي تفضي بأن جميع أموال المدين ضامنة لديونه. المادة 188 من التقنين المدني الجزائري التي تنص على ما يلي:

« أموال المدين جميعها ضامنة لديونه »

وفي حالة عدم وجود حق أفضلية مكتسب طبقاً للقانون، فإن جميع الدائنين متساوون تجاه هذا الضمان ».

2 - تنص المادة 827 من التقنين التجاري على ما يلي:

« يعاقب بغرامة من 20.000 دج إلى 200.000 دج رئيس الشركة أو القائمون بإدارتها الذين قاموا عمداً بتخفيض رأسمال الشركة:

1 - دون مراعاة المساواة بين المساهمين.

2 - دون تبليغ مشروع تخفيض رأسمال الشركة إلى مندوبي الحسابات قبل 45 يوماً على الأقل من انعقاد الجمعية العامة المدعوة للبث في ذلك.

3 - ودون أن يقوموا بنشر قرار تخفيض رأس المال في النظرة الرسمية للإعلانات القانونية، فضلاً عن ذلك في جريدة مؤهلة لقبول الإعلانات القانونية ».

د- 2 - العمليات المقيدة بشروط وإجراءات خاصة: تتدخل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بصفقتها سلطة ضبط السوق المالية حامية السوق والمستثمرين فيها، لحماية حاملي السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عن طريق فرض شروط خاصة وإجراءات خاصة عندما ترغب الشركة التي سبق وأن أصدرت سندات قابلة للتحويل إلى أسهم القيام بإحدى العمليات التالية⁽¹⁾:

- إصدار أسهم جديدة واجبة الدفع نقدًا.
- منح الإصدار في رأس المال.
- توزيع الاحتياطات الخاصة بالنقد أو السندات.

تتشرط اللجنة إعلانات خاصة إعلام الجمهور والمساهمين والمكتتبين في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، على الشركة التي ترغب إصدار سندات استحقاق جديدة قابلة أو سندات استحقاق مع تسميات اكتتاب⁽²⁾.

يتوقف إصدار أسهم نقدية جديدة أو أسهم يجب اكتتابها بمقابل نقدي أو إصدار سندات استحقاق جديدة قابلة للتحويل، على إقرار الجمعية العامة للمساهمين، كما يجب أن تصادق هذه الجمعية على قرار إلغاء الحق التفضيلي في الاكتتاب.

ثانيا - سندات الاستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم:

تتمتع شركة المساهمة بفرص استثمار كبيرة عند إصدارها لسندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم، لأن إقبال المكتتبين عليها يكون أكثر من إقبالهم على السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، يرجع السبب في ذلك إلى أن قسيمات الاكتتاب بالأسهم يمكنها أن تستقل عن سندات الاستحقاق التي أصدرت بها، فيجوز للمكتتب أن يستثمرها بمعزل عن السندات لأنها قابلة للتداول بمفردها.

أ - شروط اصدار سندات الاستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم:

يكتنف هذه السندات غموضاً من حيث الجهة التي لها صلاحية اتخاذ قرار إصدارها. على عكس السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، نص المشرع صراحة على منح هذا الاختصاص للجمعية العامة غير العادية. قياساً على هذه الأخيرة، يمكن القول أن الجمعية العامة غير العادية هي المختصة باتخاذ

1 - المادة 715 مكرر 121 من التقنين التجاري.

2 - المادة 715 مكرر 122 من التقنين التجاري.

قرار إصدار سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب الأسهم لأن الاكتتاب من شأنه الرفع من رأسمال الشركة وذلك من اختصاص الجمعية العامة غير العادية.

تطرق المشرع إلى حالة خاصة هي حالة الشركة المدمجة أو الشركة التي تملك أكثر من نصف رأسمالها شركة أخرى، حيث سمح للشركة مملوكة إصدار سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بأسهم الشركة المالكة⁽¹⁾، ميز المشرع بين إجراء إصدار سندات الاستحقاق ذات قسائم الاكتتاب التي تصدرها الشركة المتبوعة التي سيكتتب فيها حاملي السندات ذات قسائم الاكتتاب، أين منح الاختصاص باتخاذ قرار الإصدار للجمعية العامة غير العادية للشركة المتبوعة.

ب - ثمن وآجال الاكتتاب:

ترك المشرع تحديد ثمن إصدار سندات الاستحقاق ذات قسيمات الاكتتاب بالأسهم إلى عقد الإصدار⁽²⁾، مع أنه لم يطبق هذه القاعدة بشأن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، أين وضع الحد الأدنى لسعر السند.

تدخل المشرع بشأن السندات القابلة للتحويل، كان بدافع حماية حامل السند. حماية لا يحتاجها حامل السند ذات قسيمة الاكتتاب في الأسهم، لأن قيمة الاكتتاب مستقلة عن السند وهي قابلة للتداول بمفردها. وعليه يتحدد ثمن إصدار السند بموجب عقد الإصدار، وإذا أراد الحامل استثمار هذا السند، فله فرصة بيعه عندما ترتفع الأسهم إن لم يكن يرغب هو في الاكتتاب فيها.

يبقى الحامل محتفظاً بالسند وفقاً لشروط إصداره مع حصوله على أسهم جديدة إن ارتأى الاكتتاب فيها، أو الحصول على ثمن القسيمة إن رغبت بيعها. يحدد عقد الإصدار سعر الاكتتاب السندات بناءً على قرار الجمعية العامة التي ثبتت في كفاءات حساب سعر ممارسة حق الاكتتاب وفي المبلغ الأقصى للأسهم التي يمكن أن يكتتبها أصحاب القسيمات ويجب أن يكون سعر ممارسة الحق في الاكتتاب مساوياً على الأقل للقيمة الاسمية للأسهم المكتتبه بناءً على تقديم القسيمات⁽³⁾.

1 - تنص المادة 715 مكرر 126 من التقنين التجاري على ما يلي:

« يجوز لشركات المساهمة التي تستوفي الشروط المطلوبة إصدار سندات استحقاق أن تصدر سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم ويجوز لشركة ما إصدار سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم تقوم بإصدارها الشركة التي تملك بصفة مباشرة أو غير مباشرة أكثر من نصف مالها ».

2 - المادة 715 مكرر 127 من التقنين التجاري.

3 - Article 184-2 alinéa 3 du code de commerce Français.

خالف المشرع الجزائري المشرع الفرنسي في تحديد أجل ممارسة حق الاكتتاب في الأسهم الذي تمنحه سندات الاستحقاق ذات قسيمات الاكتتاب بالأسهم لحاملها، حيث أن المشرع الفرنسي حددها بحد أقصى لا يتعدى خمس سنوات من تاريخ ترخيص الجمعية العامة غير العادية بإصدار السند⁽¹⁾، أما المشرع الجزائري فقد تحاشى تحديد هذا الأجل تاركاً تحديده إلى عقد الإصدار، لكنه مع ذلك وضع حداً أقصى لممارسة حق الاكتتاب وهو أن لا يتجاوز ثلاثة أشهر من تاريخ الاستهلاك النهائي للقرض⁽²⁾.

ج - التزامات الشركة المصدرة لسندات الاستحقاق ذات قسيمات الاكتتاب بالأسهم:

تتمتع الشركة المصدرة لسندات الاستحقاق ذات قسيمات الاكتتاب بالأسهم بحرية ممارسة نشاطاتها التجارية، والقيام بالعمليات المالية التي تنافسها، دون قيد أو شرط على خلاف الشركة المصدرة للسندات القابلة للتحويل إلى أسهم كما سبقت دراسته.

يقع على الشركة المصدرة لهذه السندات مجموعة من الالتزامات تجاه حاملي السند تتلخص فيما يلي:

ج - 1 - التزام الشركة بالإعلام: ألزم المشرع الشركة المصدرة لسندات الاستحقاق ذات قسيمات الاكتتاب بالأسهم بإعلام أصحاب قسيمات الاكتتاب بأي إصدار تقوم به، وذلك لتمكينهم من ممارسة حقهم في الاكتتاب.

يتم هذا الإعلان وفقاً لنموذج الإعلان الذي حددته لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الذي سيدرس لاحقاً. من بين البيانات الإلزامية التي يجب أن يتضمنها هذا الإعلان الأجل المفتوح للاكتتاب، أما إذا علم حامل السند بهذه العملية وأراد الاكتتاب قبل افتتاح المواعيد، فإن سعر الاكتتاب الواجب اعتماده هو أول سعر يوجد في عقد الإصدار.

أجاز المشرع في حالة ما إذا كانت القسيمات تمنح الحق في الاكتتاب بالأسهم المسجلة في السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة، تصحيح شروط الاكتتاب المحددة في عقد الإصدار قصد التكفل بأثر الإصدارات أو الإدراجات أو التوزيعات حسب شروط ووفق كفاءات الحساب التي تحددها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها⁽³⁾.

1 - تنص المادة 715 مكرر 127 من التقنين التجاري على ما يلي:

« لا يمكن أن تتجاوز مدة ممارسة حق الاكتتاب أجل الاستهلاك النهائي للقرض بأكثر من ثلاثة أشهر ».

2 - المادة 715 مكرر 128 من التقنين التجاري.

3 - المادة 715 مكرر 493/128 من التقنين التجاري.

ج- 2 - التزام الشركة برفع رأسمالها: يؤدي الاكتتاب في أسهم الشركة بموجب قسيمات الاكتتاب الملحقة بسندات الاستحقاق إلى رفع رأسمال الشركة، وعليه تلتزم الشركة بتعديل قانونها الأساسي لرفع رأسمالها مدرجة المساهمين الجدد فيها بقيمة أسهمهم وطبيعة هذه الأسهم. تعدل الشركة قانونها الأساسي في الشهر الذي يلي كل سنة مالية، بحيث يثبت مجلس إدارة الشركة أو مجلس المديرين حسب الحالة العدد والمبلغ الاسمي للأسهم، ويدخل التعديلات الضرورية على بنود القوانين الأساسية المتعلقة بمبلغ رأسمال الشركة، ويحدد الأسهم الذي تشكله. يجوز لمجلس إدارة الشركة أو مجلس المديرين حسب الحالة القيام في أي وقت بهذا الإثبات خلال السنة المالية الجارية، وإدخال التعديلات المناسبة على القانون الأساسي، يلتزم في المقابل المكتتب المساهم الجديد بدفع الثمن النقدي للأسهم المكتتب بها⁽¹⁾.

د - حقوق حامل القسائم:

د- 1 - الحق في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة:

تتمتع السندات ذات قسائم الاكتتاب بالأسهم بخاصية أساسية تميزها عن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، تتمثل هذه الخاصية في حق حامل في استعمال قسيمته الاكتتاب بأسهم الشركة عن إصدارها لها. تمنح قسيمات الاكتتاب، حق اكتتاب أسهم تقوم بإصدارها الشركة بسعر أو بأسعار مختلفة وفقاً للشروط والآجال المحددة في عقد الإصدار⁽²⁾.

أعطى المشرع الجزائي صلاحية تحديد سعر الاكتتاب بالأسهم الجديدة للجمعية العامة للشركة، التي تبت في كفيات حسابه، وفي المبلغ الأقصى للأسهم التي يمكن أن يكتتب بها أصحاب القسيمات. لكنه قيد حرية الجمعية العامة في تحديد سعر الاكتتاب بوضع الحد الأدنى له، إذ يجب أن يكون سعر ممارسته للحق في الاكتتاب مساوياً على الأقل للقيمة الاسمية المكتتبه بناءً على تقديم القسيمات.

يحتفظ صاحب قسيمة الاكتتاب بحقه في الاكتتاب بالأسهم التي تصدرها الشركة، سواء احتفظت الشركة بوضعها القانوني الذي كانت تتمتع به وقت إصدار القسيمات أو اندمجت مع شركة أخرى أو انفصلت عن الشركة الأم، فإذا امتصت شركة ما الشركة المصدرة للأسهم

1 - المادة 715 مكرر 5/128 من التقنين التجاري.

2 - المادة 715 مكرر 127 من التقنين التجاري.

أو اندمجت مع شركة أو عدة شركات أخرى لتكوين شركة جديدة التي انشقت، جاز لأصحاب قسيمة الاكتتاب أن يكتتبوا أسهمًا من الشركة الممتصة أو من الشركات الجديدة، يحدد عدد الأسهم التي من حق الحامل للاكتتاب فيها عن طريق تصحيح عدد أسهم الشركة المصدرة التي كان لدى الحامل حق الاكتتاب في أسهمها، بنسبة تبديل أسهم هذه الشركة الأخيرة مقابل أسهم الشركة الممتصة أو الشركة الجديدة.

يعود الاختصاص في ترتيب الحق التفضيلي في الاكتتاب في أسهم الشركة الجديدة إلى الجمعية العامة للشركة الجديدة، وكذلك الاختصاص بالتنازل عن هذا الحق، علماً أنه سيترجم في هذا الحق كل من مساهمي الشركة ذات أسهم امتيازية تمنح حق التفصيل وحاملي قسائم الاكتتاب بالأسهم والمساهمين الممتازين للشركة الممتصة وحامل قسائم الاكتتاب بالأسهم التي تصدرها الشركة الممتصة⁽¹⁾.

د- 2 - الحق في التنازل عن قسيمة الاكتتاب: حدد القانون أجلاً لاستعمال الحق في الاكتتاب بالأسهم التي تصدرها الشركة وهو حد أقصى لا يجب أن يتجاوز ثلاثة أشهر من تاريخ الاستهلاك النهائي للسند المرافق للقسيمة تجاوز هذا الأجل يعرض صاحب القسيمة لفقدان حقه في الاكتتاب بصفة لا إرادية كما يفقد الحامل حقه في الاكتتاب في الأسهم بإرادته، إذ هو تنازل عن هذا الحق لغيره من حاملي سندات الاستحقاق.

يعتبر التنازل عن حق الاكتتاب الذي تضمنه القسيمة، تصرف بالإرادة المنفردة لحامل القسيمة. يحول بموجبه الحق في الاكتتاب في الأسهم إلى شخص آخر، مع مراعاة القواعد العامة في حوالة الحق المنصوص عليها في التقنين المدني. غير أنه يمكن للشركة أن تمتع حاملي القسائم من ممارسة هذا الحق، باشتراطها عدم التنازل عن القسائم في عقد الإصدار⁽²⁾.

سمح المشرع بتداول القسائم بمعزل عن سندات الاستحقاق التي أصدرت بمناسبةها، لكن بالرجوع إلى نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، نجدها تنص على تداول سندات الاستحقاق ذات قسائم الاكتتاب بالأسهم، ولا تسمح بتداول القسائم بمعزل عن السندات،

1 - المادة 715 مكرر 129 من التقنين التجاري.

2 - تنص المادة 715 مكرر 130 من التقنين التجاري على ما يلي:

« يجوز التنازل عن قسيمة الاكتتاب أو التداول فيها بصفة مستقلة عن سندات الاستحقاق، إلا إذا نص عقد الإصدار على خلاف ذلك ».

يمكن للشركة التي أصدرت سندات الاستحقاق ذات قسائم الاكتتاب أن تطلب شراء القسائم لإلغائها نهائياً، كما يمكن أن تفعل ذلك الشركة الممتصة للشركة المصدرة، يؤدي شراء القسائم إلى إلغائها بالتالي إلغاء حق الاكتتاب في الأسهم المصدرة مع احتفاظ صاحب سند الاستحقاق بسنده⁽¹⁾.

د- 3 - الحق في الحصول على وثائق الشركة:

يعتبر حامل قسيمة الاكتتاب بالأسهم، مساهماً محتملاً في الشركة، وعليه يتمتع ببعض الحقوق التي يتمتع بها المساهم منها حق الحصول والإطلاع على وثائق الشركة وحساباتها ووضعها المالي والقانوني، مع أن المشرع الجزائري لم ينص على هذا الحق صراحة، إلا أن حماية هذا المساهم المحتمل تقتضي ذلك، نظراً لعدم وجود نص يمنع حصول هذا الأخير على مثل هذه الوثائق وليس هناك ما يمنع من ذلك.

كرس المشرع الفرنسي صراحة هذا الحق، باعتبار حامل القسيمة يسبح مساهم مستقبلاً، كذلك لأن الإطلاع على بعض الوثائق يساعد حامل القسيمة على اتخاذ قرار الاكتتاب من عدمه على دراية تامة، بوضعية الشركة⁽²⁾.

ذهب المشرع الفرنسي إلى أبعد من ذلك عند تقريره لهذه الحماية بتكريس حق الحامل في اللجوء إلى القضاء لاستصدار أمر بوضع هذه الوثائق تحت تصرفه⁽³⁾.

ثالثاً - سندات المساهمة:

رخص المشرع الجزائري لشركات المساهمة إصدار سندات المساهمة⁽⁴⁾، عكس المشرع الفرنسي الذي جعل هذا الحق حكراً على الهيئات العمومية والشركات العامة⁽⁵⁾ قبل أن يفتح المجال أمام الشركات الخاصة لإصدار مثل هذه السندات.

تعتبر سندات المساهمة سندات دين تتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمنه العقد

1 - المادة 715 مكرر 132 من التقنين التجاري.

2 - l'Article L 225-158 du code de commerce Français.

3 - Les articles 142 à 144 au code de commerce Français.

4 - المادة 715 مكرر 73 من التقنين التجاري.

5 - l'Article 283-6 alinéa 1 de la loi 66-537 du 24/07/1966 portant de droit de commerce Français. aussi la loi 83-1 du 03/01/1983 portant de développement des investissements et la protection de l'épargne.

وجزاء متغير بحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند⁽¹⁾.

هذه السندات في صنف سندات الدين من شأنه أن يجعل حاملها دائنا للشركة المدينة بمستحققاتها عن تصفية الشركة أو بعد انتهاء أجل السند الذي لا يمكن أن يقل عن خمس سنوات حسب الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار.

تحسب فوائد هذه السندات على جزأين، جزء ثابت ينصب على مقداره عقد الإصدار يعلمه المكنتب وقت الاكتتاب، وجزء متغير يحسب بالنظر إلى نشاط الشركة والنتائج التي تحققها، لهذا السبب ذهب البعض بالقول أن سندات المساهمة تشبه سندات الاستحقاق في جزءها الثابت، فهي فوائد ثابتة تحدد وقت الإصدار وتشبه الأسهم في جزئها المتغير الذي يقوم وفقا لنتائج الشركة، كما تسمح للشركة من تعزيز مصادرها التمويلية لكن دون تغيير في هيكله رأسمالها⁽²⁾.

تتمتع سندات المساهمة بنظام قانوني خاص بها، رغم أن المشرع يستعين في بعض الأحيان بتقنية الإحالة في الأحكام التي تشبه على سندات الاستحقاق⁽³⁾.

نظرا إلى أن سندات المساهمة تجمع بين خصائص الأسهم من جهة وخصائص السندات من جهة أخرى، ونظرا إلى أن هذه الأخيرة غير قابلة للتسديد في حالة التصفية أو إذا قررت الشركة ذلك، أقر المشرع حماية خاصة لحاملي هذه السندات.

تتمثل هذه الحماية في اجتماع حاملي سندات المساهمة التي هي من نفس الإصدار بقوة القانون في جماعة خاصة بهم لتمثيل مصالحهم المشتركة و الدفاع عنها، تتمتع هذه الجماعة بالشخصية المدنية ويخضعون للأحكام المنصوص عليها بالنسبة لأصحاب سندات الاستحقاق⁽⁴⁾.

تختص جمعية حاملي سندات المساهمة بالنظر في حسابات الشركة والاستماع إلى

1 - المادة 715 مكرر 74 من التقنين التجاري.

2 - « Comme les obligations, les titres participatifs sont délivrés à leurs souscripteurs en représentation des sommes prêtes par eux à la société.
Comme les actions ils permettent à la société de renforcer ses fonds propres sans toutefois modifier la structure de son capital ».

SALAH Mohammed, Les valeurs mobilières..., op.cit, p 185.

3 - يمكن ذكر المادة 715 مكرر 77 من التقنين التجاري على سبيل المثال.

4 - المادة 715 مكرر 78 من التقنين التجاري.

مسيرى الشركة عند تقديمه للتقرير المالى للسنة المنصرمة، كما تنظر فى تقرير مندوبى الحسابات حول حسابات السنة المالية، يتم ذلك فى الاجتماع السنوى التى تعقده الجمعية.

يعين حاملو سندات المساهمة ممثلين عنهم لحضور جمعية المساهمين، والتدخل فى مناقشاتهم المقررة فى جدول الأعمال، باستثناء المسائل المتعلقة بتوظيف مسيرى الشركة أو إقالتهم التى هى من اختصاص مجلس الإدارة⁽¹⁾.

أحاط المشرع حاملو سندات المساهمة بحماية خاصة بتمكينهم من الاطلاع على تقارير وحسابات الشركة، تجد هذه الحماية أساسها فى خطورة موقف حاملى سندات المساهمة، إذ أن السند يحتوى على جزء متغير بتوقف تحديد قيمته على نتائج الشركة خلال السنة المالية، وعليه كان لزاما على المشرع أن يمنح الحق نفسه الذى منحه المساهمين⁽²⁾ حاملى سندات المساهمة خاصة وأن هذه السندات غير قابلة للتسديد إلا فى حالات حددها القانون عكس سندات الاستحقاق.

رابعا - شهادات الاستثمار:

تنتج شهادات الاستثمار من تجزئة الأسهم إلى قسمين، قسم يمثل الحقوق المالية للسهم وهى قابلة للتداول⁽³⁾، وقسم آخر يمثل الحقوق غير خاصة حق التصويت وهو غير قابل للتداول⁽⁴⁾، يسمى القسم الأول بشهادات الاستثمار، فهى تحتل الربح أو الخسارة لأنها تتعلق بالتمويل، فى حين يسمى القسم الثانى بشهادات الحق فى التصويت التى تضمن السلطة حسب وصف بعض الفقهاء⁽⁵⁾.

تلجأ الشركة إلى إصدار مثل هذه القيم بمناسبة زيادة رأسمالها الاجتماعى أو تحززه

1 - المادة 715 مكرر 79 من التقنين التجارى.

2 - تنص المادة 715 مكرر 80 من التقنين التجارى على ما يلى:

« يمكن لحاملى سندات المساهمة الاطلاع على وثائق الشركة حسب الشروط المطلوبة بالنسبة للمساهمين ».

3 - تنص المادة 715 مكرر 62 من التقنين التجارى على ما يلى:

« تمثل شهادات الاستثمار التى يجب أن تكون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية لسهم الشركة المصدرة، حقوقا مالية، وهى قابلة للتداول ».

4 - تنص المادة 715 مكرر 63 من التقنين التجارى على ما يلى:

« تمثل الشهادات الحق فى التصويت حقوقا أخرى غير الحقوق المالية المرتبطة بالأسهم ».

5 - « Il est dès lors évident que le certificat d'investissement représente « la finance » alors que le certificat de droit de vote représente le « pou ».

SALAH Mohammed, Les valeurs mobilières, op.cit, p 150.

أسهمها الموجودة⁽¹⁾، عادة ما تحصل الشركة زيادة رأسمالها عن طريق إصدار شهادات الاستثمار بدلا من إصدار الأسهم، وذلك بهدف الاحتياط الاحتفاظ بمركز القرار في الشركة على حاله، لأن المكتتبين بشهادات الاستثمار لا يملكون حق التصويت في الجمعيات العامة للشركة.

تعتبر شهادات الاستثمار قيما منقولة قابلة للتداول داخل البورصة، باعتبارها تمثل الحقوق المالية للسهم وهذه الأخيرة قابلة للتداول، لا تتدرج هذه القيم داخل البورصة إلا بمناسبة صدور النظام رقم 01/12 الذي عدل المادة 30 من نظام اللجنة رقم 03/97 وصار نصها كما يلي: «تعتبر الأسهم وشهادات الاستثمار التي تصدرها شركات المساهمة كسندات رأسمال»⁽²⁾.

أخضع المشرع شهادات الاستثمار إلى نظام قانوني خاص يختلف عن نظام الأسهم، يتبين هذا النظام من خلال الإجراءات الخاصة، إنشاء شهادات الاستثمار وكيفية إنشائها.

أ - إجراءات إنشاء شهادات الاستثمار:

يعود قرار إنشاء شهادات الاستثمار إلى الجمعية العامة للمساهمين، بناءً على تقرير مندوب الحسابات وتقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة⁽³⁾.

لم يحدد المشرع نوع الجمعية العامة المختصة بمثل هذا القرار، إن كانت الجمعية العامة العادية أو غير العادية. لكن باعتبار أن شهادات الاستثمار قد تصدر بمناسبة زيادة رأسمال الشركة التي تختص بتقريره الجمعية العامة غير العادية، فإن هذه الأخيرة هي المختصة باتخاذ قرار إنشاء شهادات الاستثمار⁽⁴⁾. كما لم يحدد المشرع الجزائي مضمون التقرير الذي يعده

1 - أخطأ المشرع في صياغة النص العربي للمادة 715 مكرر 61 من التقنين التجاري باستعماله حرف العطف "و" والتي باء نصها كما يلي:

«تصدر شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت بمناسبة زيادة رأسمال الشركة وتجزئة الأسهم الموجودة»، يفهم من هذا النص أن كلا من زيادة رأسمال الشركة وتجزئة السهم إجراءان متلازمان، في حين أن صياغة النص الفرنسي وهي الأصح جاءت كما يلي:

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

2 - عدلت المادة 30 من النظام رقم 03/97 بموجب المادة 6 من النظام رقم 01/12، وكما عدلت المادة 5 من النظام نفسه عنوان القسم الثاني من الفصل الثاني من النظام رقم 03/97 وصار كما يلي: « شروط قبول سندات الرأسمال في السوق الرئيسية » بدلا من العنونة القديمة "شروط القبول".

3 - المادة 715 مكرر 66 من التقنين التجاري.

4 - Article L 228-30 du code de commerce Français modifié par les articles 35 et 36 de l'ordonnance 2004/604 du 24 juin 2004, Journal officiel de la république Française du 26 juin 2004.

كل من مندوب الحسابات ومجلس الإدارة أو مجلس المراقبة عكس ما فعله المشرع الفرنسي الذي اشترط شرح أسباب وكيفيات إنشاء شهادات الاستثمار⁽¹⁾.

أحال المشرع الجزائري إجراءات إصدار شهادات الاستثمار إلى القواعد العامة لإصدار الأسهم وتسديد قيمتها، حيث جاء نص المادة 715 مكرر 68 كما يلي: « **تطبق القواعد المتعلقة بإصدار الأسهم وتسديدها على شهادات الاستثمار** »، على خلاف إصدار الشركة للأسهم قيد المشرع الشركة المصدرة لشهادات الاستثمار بحجم إصدار لا يجب أن تتعدى ربع 1/4 من رأسمال الشركة⁽²⁾.

ب - كيفيات إصدار شهادات الاستثمار:

يمكن إصدار شهادات الاستثمار إما بمناسبة زيادة رأسمال الشركة أو بمناسبة تجزئة أسهمها الموجودة في حالة زيادة رأسمال الشركة، يستفيد المساهمون وحاملو شهادات الاستثمار من حق اكتتاب تفصيلي في شهادات الاستثمار الصادرة، في هذه الحالة تتبع إجراءات زيادة رأسمال الشركة. يجب على حاملي شهادات الاستثمار المصدرة التخلي عن حقهم في الاكتتاب في جمعية خاصة تخضع لقواعد الجمعية العامة غير العادية للمساهمين⁽³⁾.

أقر المشرع في حالة تجزئة الأسهم حماية خاصة لحامليها، إذ يجب أن تعرض عليهم شهادات الاستثمار بنسبة تساوي حصتهم في رأسمال الشركة. يلاحظ أن المشرع اعتمد في تقييم هذه الشهادات على قيمتها وقت إنشاء الشركة وليس قيمة السهم وقت التجزئة على أن تحدد الجمعية العامة كيفيات توزيع رصيد احتمالات الأحداث غير الممنوحة⁽⁴⁾.

1 - Article 155-1 du décret 67-263 sur les sociétés commerciales modifiée par le décret n° 2005-112 du 10 février 2005. JORF du 12 février 2005 et puis par le décret n° 2007-431 du 25 mars 2007, JORF du 27 mars 2007.

2 - المادة 715 مكرر 66 فقرة 1 من التقنين التجاري.

3 - المادة 715 مكرر 66 فقرة 2، 3، 4 من التقنين التجاري.

4 - المادة 715 مكرر 66 فقرة 6، 7 من التقنين التجاري.

المبحث الثاني

مكانة القانون الخاص في تأطير عمليات السوق الأولية

يعتبر استثمار الفرد للفائض من دخله في شراء الأوراق المالية، من أفضل الاستثمارات في الوقت الحالي. حيث أصبحت عملية شراء الصكوك المالية بديلاً جيداً وواضح المعالم لاستثمار مدخرات الأفراد، مهما بلغ حجم تلك المدخرات، لما يتوفر لدى هذا النوع من الاستثمار من عنصر السيولة الذي تمتاز به الأوراق المالية، دون غيرها من أنواع الاستثمار الأخرى. إذ يستطيع المدخر أو المستثمر شراء الورقة المالية متى عرضت في السوق الأولية كما يستطيع التخلص منها بكل سهولة ويسر ببيعها في السوق الثانوية أي سوق البورصة وقت ما شاء⁽¹⁾.

تعرف السوق الأولية بأنها تلك السوق التي تطرح فيها الأوراق المالية لأول مرة على الجمهور الذي يقتنيها عن طريق الاكتتاب⁽²⁾. فيتم فيها عرض إصدارات جديدة للأوراق المالية سواء من قبل الدولة أو الشركات الخاصة⁽³⁾. تعتبر هذه السوق سوق تمويلية بامتياز، فهي تقوم على تعبئة المدخرات لتمويل المشاريع الضخمة سواءً بطرح الأسهم أو السندات⁽⁴⁾.

على خلاف السوق الثانوية، فإن السوق الأولية ليس لها وجود مكاني ولا حيز زمني محدد. هي من خلق المؤسسات المصدرة، التي تلجأ إلى طرح أوراق مالية للاكتتاب سواء العام أو الخاص، ذلك حينما تجد الشركة نفسها بحاجة إلى مصادر تمويلية جديدة لتغطية مشاريعها. الأمر الذي يعطي فرصة للشركات والهيئات المختلفة وكذا الأفراد، لتوجيه مدخراتهم نحو هذه السوق بغرض استثمارها⁽⁵⁾.

يسمى البعض هذه السوق، بالسوق "الجديدة"، وهي سوق واسعة الانتشار كونها مفتوحة على الجمهور العريض للاكتتاب (المطلب الأول). يتم ذلك عن طريق شبائيك

1 - كذلك سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 83.

2 - الزرري عبد النافع عبد الله وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2000، ص 48.

3 - الناقبة أحمد أبو الفتوح، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة الشباب الجامعة للنشر، الإسكندرية 1998، ص 12. وأيضاً الموسوي ضياء مجيد، البورصات، مرجع سابق، ص 5.

4 - OHL Daniel, droit des sociétés cotées, Editions Litec, Paris 2005, p 32.

5 - الزرري عبد النافع عبد الله، وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 47.

موزعة في كامل القطر الوطني، من بنوك ومؤسسات مالية⁽¹⁾. عادة ما يطلق بعض المؤلفين على هذه البنوك أو المؤسسات المالية تسمية بنكير الاستثمار⁽²⁾، وظيفتها تسويق هذه الإصدارات ببيعها للجمهور (المطلب الثاني).

المطلب الأول

النظام القانوني لطرح الأوراق المالية للاكتتاب

يقصد بإصدار الأوراق المالية، عرضها على الجمهور للاكتتاب فيها لأول مرة⁽³⁾. يقترن إصدار الأوراق المالية إما بتأسيس شركة المساهمة، أو بزيادة رأسمالها، إذا كانت تسعى لتوسيع نشاطها وتمويل استثماراتها الجديدة. تملك شركة المساهمة حق اختيار الإجراء المناسب لها، عند طرح قيمها المنقولة للاكتتاب.

تختار الشركة المصدرة بين الاكتتاب الخاص الموجه لفئة محدودة هم المساهمين القدامى، خاصة الذين يملكون منهم حق الأفضلية في الاكتتاب في الإصدارات الجديدة، يسمى هذا الإجراء أيضاً بزيادة رأسمال الشركة دون اللجوء العلني للدخار. تفضل الشركة اللجوء إلى هذا الإجراء إذا كانت لا ترغب في فتح رأسمالها على الجمهور، وإذا كان الرأس مال الذي تحتاجه إلى تمويل مشاريعها محدود، إذ تستطيع هذه الفئة تغطيته.

يمكن للشركة أن تختار إصدار قيمها المنقولة عن طريق الاكتتاب العام، أي باللجوء العلني للدخار. يتخذ مثل هذا القرار إذا كانت الشركة ترغب في فتح رأسمالها على الجمهور، كذلك حينما تمهد الشركة نفسها للدخول في البورصة، خاصة أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تشترط ذلك⁽⁴⁾.

1 - AMMOUR Benhalima, Pratique des techniques bancaires op. cit., p 114.

2 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 67.

3 - « L'émission des valeurs mobilières, est l'offre contre souscription ou l'attribution des titres pour la première foi ».

Valeurs mobilières, Répertoire commercial, Dalloz, Tome 5, op. cit., p 11.

4 - لكي يتم قبول قيد الأوراق المالية لشركة ما داخل البورصة، وضع المشرع مجموعة من الشروط، التي على هذه الشركة السهر على توفيرها.

- من بين هذه الشروط ضرورة توزيع وضمن انتشار أسهم الشركة بين الجمهور، وقد حدد المشرع الحد الأدنى لهذا الانتشار في المادة 44 من النظام رقم 03/97 المتضمن النظام العام لبورصة القيم المنقولة التي تنص على=

يهيمن القانون الخاص على تنظيم عمليات طرح القيم المنقولة للاكتتاب في السوق الأولية، إذ نظمت هذه الأخيرة بموجب القانون التجاري والقواعد المهنية الصادرة عن اللجنة. سواءً تعلق الأمر بتنظيم عملية اللجوء العلني للدخار بمناسبة تأسيس الشركة، أو الزيادة في رأسمالها (الفرع الأول)، أو بتوظيف القيم المصدرة والاكتتاب فيها (الفرع الثاني).

الفرع الأول

تنظيم عملية اللجوء العلني للدخار

يرى البعض أن عملية اللجوء العلني للدخار هي أنسب وسيلة للبحث عن المستثمرين⁽¹⁾، فعلى عكس الاكتتاب المغلق أو الخاص يتوجه هذا الإجراء إلى الجمهور عامة أو إلى السوق⁽²⁾. ينتج عن اختيار هذا الإجراء تطبيق قواعد قانونية خاصة تنشأ حقوقاً والتزامات متبادلة على عاتق الشركة التي تطرح أوراقها للاكتتاب من جهة، وعلى عاتق المستثمر المحتمل الذي سيكتتب في هذه الأوراق من جهة أخرى.

نظمت القواعد العامة لعملية اللجوء العلني للدخار بموجب القانون التجاري، وذلك بمناسبة تأسيس شركة المساهمة⁽³⁾، أو بمناسبة زيادة رأسمالها⁽⁴⁾. ثم تدخلت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لإضافة إجراءات خاصة لإتمام عملية اللجوء العلني للدخار. تتعلق هذه الإجراءات بالإعلام الواجب نشرها للجمهور، من طرف الشركات التي تطرح قيمها المنقولة للاكتتاب عن طريق اللجوء العلني للدخار. وذلك بموجب قواعد مهنية خاصة

كما يلي: « يجب توزيع سندات رأس المال الموزعة على الجمهور على 300 مساهماً على الأقل يملكون فرادى على الأكثر 5% من رأس مال الاجتماعي. وذلك يوم الإدخال على أبعد تقدير ».

عدلت هذه المادة بموجب المادة 8 من نظام اللجنة رقم 01/12، وصار نصها كما يلي: « يجب توزيع سندات رأس المال الموزعة على الجمهور على عدد أدناه مائة وخمسون (150) مساهماً وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير ».

- 1 - « La recherche d'investisseurs se réalise essentiellement au moyen d'un appel public à l'épargne... »
NEUVILLE Sébastien, Droit de la banque et des marchés financiers, Presses Universitaires de France, Paris, 2005, p 303.
- 2 - « C'est une modalité de placement qui est caractérisée par le fait qu'elle s'adresse au public en générale ou au marché... »
OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, 2^{ème} éditions, Edition Litec, Paris 2005, p 34.

3 - المواد من 559 إلى 604 من التقنين التجاري.

4 - المواد من 687 إلى 708 من التقنين التجاري.

تتمثل في نظام اللجنة رقم 02/96⁽¹⁾، المعدل والمتمم بموجب النظام رقم 01/04⁽²⁾. تهدف اللجنة من وراء سن قواعد خاصة بتنظيم عملية اللجوء العلني للادخار، إلى توفير الحماية اللازمة للسوق المالية الأولية المستقبلية للقيم المطروحة من جهة، وحماية المدخرين المكتتبين من جهة أخرى وذلك بتعريف اللجوء العلني للادخار (أولاً)، وتحديد حالات اللجوء إليه (ثانياً)، وخيراً إجراءات الترخيص به (ثالثاً).

أولاً - تعريف اللجوء العلني للادخار:

تجنب المشرع الفرنسي تعريف إجراء اللجوء العلني للادخار عند إصدار القيم المنقولة، وذلك عبر كل النصوص التشريعية والتنظيمية المنظمة لهذا الإجراء. إنما اكتفى بسرد الحالات التي تلتزم فيها الشركة المصدرة للأوراق المالية بالاستعانة بهذا الإجراء. يظهر من جملة هذه النصوص أن هذا الالتزام مرده هو رغبة المشرع في توفير الحماية القانونية للجمهور المكتتب.

يعود تنظيم إجراء اللجوء العلني للادخار في القانون الفرنسي إلى القانون المؤرخ في 24 جويلية 1867، المتعلق بالشركات التجارية. عدل بموجب القانون المؤرخ في 8 أوت 1935، لكنه كان تعديلاً مظهرياً فحسب⁽³⁾. جاء التعديل الحقيقي لإجراءات اللجوء العلني للادخار، بمناسبة تعديل قانون الشركات سنة 1966، وذلك بموجب القانون المؤرخ في 24 جويلية 1966.

أسس هذا القانون في مادته 72 قرينة قانونية قطعية بموجبها تلتزم الشركة باتباع إجراء اللجوء العلني للادخار، إذا ما توفرت فيها إحدى هذه الحالات. تتعلق هذه القرينة بالشركة المقبولة قيمها للتداول في السوق المنظم، أو التي تقوم بالتوظيف الخاص لقيمتها بالاستعانة

1 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/96، مؤرخ في 22 جوان سنة 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيماً منقولة، صدر في الجريدة الرسمية عدد 36، صادر في 01 جوان 1997.

2 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/04، المؤرخ في 08 جوان 2004، المعدل والمتمم للنظام رقم 02/96، مؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيماً منقولة، الصادر في الجريدة الرسمية عدد 22، صادر في 27 مارس 2005.

3 - إذ عدلت المادة 33 من القانون القديم، وجاء نصها الجديد بالالتزام جديد هو التزام الشركة باختيار محافظ للحسابات من القائمة المحددة مسبقاً، إذا ما رغبت بإصدار قيمتها المنقولة عن طريق اللجوء العلني للادخار. NEUVILLE Sébastien, Droit de la banque et des marchés financiers, op.cit, p304.

بمقدمي خدمات الاستثمار، أو بإجراء الإشهار أو السعي المصفاقي⁽¹⁾.

اكتفت لجنة البورصة الفرنسية بتكريس القرينة سابقة الذكر، دون تقديم أي تعريف لإجراء اللجوء العلني للادخار. لكنها أضافت حالة جديدة للجوء العلني للادخار، وذلك بموجب النظام رقم 04/88، المتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف شركات المساهمة التي تلجأ علانية للادخار⁽²⁾.

تأثر المشرع الفرنسي بالمعايير التي أضافتها لجنة البورصة عند اللجوء الشركة إلى ادخارات الجمهور بمناسبة تمويل استثماراتها، فأدرجها في القانون رقم 546/98 المؤرخ في 2 جويلية 1998، المدرج في المواد L.411-1 إلى L.412-1 من التقنين النقدي والمالي. أدى ذلك إلى توسيع مجالات اللجوء العلني للادخار.

تحاشى المشرع الفرنسي تعريف إجراء اللجوء العلني للادخار عند صدور قانون 26 جويلية 2005⁽³⁾، صدر هذا القانون بعد التوجيه الأوروبية رقم 71/2003⁽⁴⁾، ومع ذلك لم يأخذ بعين الاعتبار معايير اللجوء العلني للادخار التي وضعتها التوجيهية، مما عرض هذا القانون للعديد من الانتقادات⁽⁵⁾.

تدارك المشرع الفرنسي هذا التناقض بتعديل قانونه الداخلي وتوحيده مع القواعد الأوروبية. كان ذلك بصدور الأمر رقم 80/2009⁽⁶⁾، المؤرخ في 22 جانفي 2009 المتعلق بعرض السندات المالية على الجمهور. تبنى المشرع هذه التسمية بدلاً من اللجوء

1 - BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p 392.

2 - يتمثل هذا المعيار في توزيع قيم الشركة بين جمهور المدخرين الذي يجب أن يساوي أو يتعدى 300 شخص. تبنت اللجنة المعيار نفسه بمناسبة إصدارها للنظام رقم 02/92 المتعلق بالعرض على الجمهور للقيم غير المسعرة. l'offre au public des valeurs non cotées.

3 - La loi n 2005-842 du 26 juillet 2005, pour la confiance et la modernisation de l'économie. Qui a modifié les articles L.411-1, du code monétaire et financier.

4 - La directive européenne N°2003/71/CE du parlement européen et du conseil du 4 Novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et modifiant la directive N° 2001/34/CE, JOCE du 31/12/2003.

تدارك المشرع الفرنسي هذا التناقض بتعديل قانونه الداخلي وتوحيده مع القواعد الأوروبية، كان ذلك بصدور الأمر رقم 80/2009، المؤرخ في 22 جانفي 2009 المتعلق بعرض السندات المالية على الجمهور.

5 - OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, op.cit, p 34.

6 - Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière, JORF, n°0019 du 23 janvier 2009, p 1431.

العلني للادخار وفقاً لما ورد في التوجيه الأوروبية رقم 71/2003⁽¹⁾. ثم صدر المرسوم التنفيذي رقم 558/2009⁽²⁾، يتضمن كيفية تطبيق الأمر رقم 80/2009.

نهج المشرع الجزائري نهج نظيره الفرنسي، بعدم تعريف إجراء اللجوء العلني للادخار⁽³⁾. مكتفياً بسرد حالاته ومعاييرها، في كل من المادة 43 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل بموجب القانون رقم 04/03، وكذا المادة 02 من نظام اللجنة رقم 02/96⁽⁴⁾.

1 - L'ordonnance substitue à la notion française d'appel public à l'épargne les notions européennes d'offre au public de titres financiers, d'une part, et d'admission aux négociations sur un marché réglementé, d'autre part ; afin d'adapter le droit français à la directive européenne 2003/71CE du 4 novembre 2003. Elle porte la définitions et champ d'application d'offre au public de titres financiers comme suite :

Art.L. 411-1. « **L'offre au public de titres financiers est constituée par l'une des opérations suivantes :**
1. **Une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers ;**

2. **Un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers ».**

Art.L. 411-2.-I. - « **Ne constitue pas une offre au public au sens de l'article L. 411-1 l'offre qui porte sur des titres financiers mentionnés au 1 ou au 2 du I de l'article L. 211-1, lorsqu'elle porte sur des titres que l'émetteur est autorisé à offrir au public et :**

1. **Dont le montant total est inférieur à un montant fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ou à un montant et une quotité du capital de l'émetteur fixés par le règlement général. Le montant total de l'offre est calculé sur une période de douze mois dans des conditions fixées par le règlement général ;**

2. **Ou lorsque les bénéficiaires de l'offre acquièrent ces titres financiers pour un montant total par investisseur et par offre distincte supérieur à un montant fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;**

3. **Ou lorsque la valeur nominale de chacun de ces titres financiers est supérieure à un montant fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.**

II. — **Ne constitue pas une offre au public au sens de l'article L. 411-1 l'offre qui s'adresse exclusivement:**

1. **Aux personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers ;**

2. **A des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre.**

Un investisseur qualifié est une personne ou une entité disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers. La liste des catégories d'investisseurs reconnus comme qualifiés est fixée par décret.

Un cercle restreint d'investisseurs est composé de personnes, autres que des investisseurs qualifiés, dont le nombre est inférieur à un seuil fixé par décret ».

2 - Décret n° 2009-558 du 19 mai 2009 pris pour l'application de l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière, JORF, n°0117, du 21 mai 2009, p 8500.

3 - لقد عوض المشرع الجزائري كلمة التوفير التي استعملها في القانون القديم بكلمة الادخار في القانون الجديد لتصير بذلك العبارة كالآتي "اللجوء العلني للادخار" المادة 21 من القانون رقم 04/03 سابق الذكر.

4 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/96، المعدل بموجب النظام رقم 01/04 السابق ذكرهما.

نصت المادة 43 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدلة بموجب المادة 17 من القانون رقم 04/03 على حالات اللجوء العلني للادخار وجاء نصها كما يلي:

« تعد من الشركات التي تلجأ إلى الادخار العلني، الشركات ذات السندات المقبولة للتداول ابتداءً من تاريخ تسجيلها، أو تلك التي تلجأ إلى توظيف سنداتهما مهما كان نوعها، إما إلى البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء »⁽¹⁾.

حذف المشرع في الصياغة الجديدة للمادة 43 معيار السعي المصفاي لاعتبار الشركة ملتزمة علانية للادخار. هذا لا يعني أنه استغنى عن هذا المعيار، إنما تفادى التكرار وتبنى الاختصار. فعندما تلجأ الشركة إلى البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة لتوظيف سنداتهما، دليل على أنها لا ترغب في الاكتتاب الخاص إنما ترغب تحقيق توزيع موسع لسنداتهما، ولا يتحقق لها ذلك إلا بالسعي المصفاي، وإلا ما حاجتها تدخل البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء.

أصاب المشرع بحذف أساليب الإشهار العادي من معايير اللجوء العلني للادخار، لأنها أساليب تلجأ إليها الشركة بمناسبة ممارستها للنشاطات العادية، كتعديل قانونها الأساسي. تتمثل في النشرات الواجب إيداعها في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية Bultin officiel des annonces légales (BOAL) وذلك لدى المركز الوطني للسجل التجاري. إجراء ليس له أية صلة باللجوء العلني للادخار، ولا بتحقيق توزيع شامل لسندات الشركة.

استعانت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالمعايير المبينة أعلاه لتحديد إجراء اللجوء العلني للادخار، وذلك في المادة 02 من نظامها رقم 02/96. إلا أنها أضافت معيار جديد هو توظيف الأصول المالية بحجم يتعدى دائرة محدودة من الأشخاص، يتحقق هذا التوزيع اشتمل على أكثر من 100 شخص⁽²⁾.

1 - كان النص القديم للمادة 43 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 تنص على ما يلي: هي « تعد من الشركات التي تلتجئ إلى التوفير علناً، الشركات المسجلة سنداتهما في التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة ابتداءً من تاريخ هذا التسجيل، أو التي تلجأ لتوظيف سنداتهما مهما يكن نوعها إما إلى المؤسسات المالية، إلى البنوك أو الوسطاء في عمليات البورصة وإما إلى أساليب الإشهار عادي إما إلى السعي المصفاي المباشر... ».

2 - تنص المادة 02 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة رقم 02/96، المذكور أعلاه، على ما يلي:

« إن الطابع العلني للجوء إلى الادخار ينتج من:

ثانياً - حالات اللجوء العلني للادخار:

تستعين شركة المساهمة بإجراء اللجوء العلني للادخار عند طرحها لقيمها المنقولة في السوق الأولية، حسب القانون التجاري الجزائري في حالتين أساسيتين هما: تأسيس الشركة بالاكتتاب العام، وزيادة رأسمال الشركة.

أ - اللجوء العلني للادخار عند تأسيس الشركة:

تتأسس شركة المساهمة عن طريق اللجوء العلني للادخار باحترام جملة من الاجراءات القانونية. تبدأ هذه الإجراءات بتحرير مشروع القانون الأساسي للشركة من قبل الموثق، لتودع نسخة من هذا العقد لدى المركز الوطني للسجل التجاري، ثم يتولى المؤسسون القيام بالنشرات القانونية المناسبة⁽¹⁾.

تفتح الشركة باب الاكتتاب في رأسمالها، على أن تدفع القيمة الاسمية لربع أسهمها على الأقل، يتم وفاء الزيادة مرة واحدة أو عدة مرات بناءً على قرار مجلس الإدارة أو مجلس المديرين، على أن لا يتجاوز هذا الوفاء أجل أقصاه خمس سنوات من تاريخ تسجيل الشركة في السجل التجاري. يخص هذا الأجل الأسهم النقدية دون الأسهم العينية التي يجب أن يتم الوفاء بها حين إصدارها. تثبت الاكتتابات والمبالغ المدفوعة في عقد يحرره الموثق الذي تودع هذه الأموال في حساب زبائنه لدى الخزينة العمومية.

= - قبول الأصول للتداول لدى بورصة القيم المنقولة،

- اللجوء إما إلى البنوك، إلى المؤسسات المالية أو الوسطاء في عمليات البورصة، وإما إلى أساليب الإشهار العادي وإما إلى السعي المصنف.

إن توظيف الأصول بحجم يتعدى الدائرة المحدودة يفترض حدوثه عندما يعني أكثر من 100 شخص «.

يلاحظ أن لجنة قد وقعت في الخطأ نفسه الذي وقع فيه المشرع باعتمادها على أساليب الإشهار العادي كمعيار من معايير اللجوء العلني للادخار. كان الأجدر بها حذفه خاصة بعد تعديل هذا النظام سنة 2004 الذي جاء بعد القانون 04/03، وتوحيد موقفها مع المشرع.

نقل هذا الموقف عن المشرع الفرنسي وعن لجنة البورصة الفرنسية، مع أن هذه الأخيرة نصت في إعلان الصادر عنها سنة 1991 أن الإشهار البسيط الغرض منه تقديم الشركة دون أن يكون له أي أثر على توظيف قيمها.

« la publicité se limite à la simple présentation de la société et de ses activités, et ne contient aucune incidence sur le placement ou la souscription des titres, ni d'allusion propre à suggérer l'éventualité d'une prochaine opération de placement de titres ».

BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés finance, op.cit, p393.

يستدعي المؤسسون المكتتبين إلى جمعية عامة تأسيسية. تتحقق هذه الأخيرة من الرأسمال المكتتب به والمبالغ المستحقة الدفع ثم تصادق على القانون الأساسي الذي لا يقبل التعديل إلا بإجماع المكتتبين. تعين هذه الجمعية القائمين بالإدارة الأولين وأعضاء مجلس المراقبة، كما تعين واحد أو أكثر من مندوبي الحسابات. تحرر الجمعية العامة التأسيسية محضر الجلسة عند نهايتها، تثبت فيها قبول الأشخاص المعينين لوظائفهم⁽¹⁾.

تتداول الجمعية التأسيسية حسب شروط اكتمال النصاب وحسب الأغلبية المقررة في الجمعية العامة العادية. يتمتع المكتتبون بحق الاقتراع ولهم مباشرته بأنفسهم أو عن طريق ممثليهم. يملك كل مكتتب عدد من الأصوات يعادل عدد الحصص التي اكتتب بها، دون أن يتجاوز نسبة 5% من العدد الإجمالي للأسهم، سواء مارس المكتتب حقه في الاقتراع بنفسه أو عن طريق ممثله⁽²⁾.

يجب على المؤسسين اتمام إجراءات تأسيس الشركة في أجل أقصاه ستة أشهر، ابتداءً من تاريخ إيداع مشروع القانون الأساسي بالمركز الوطني للسجل التجاري. سمح المشرع في حالة تجاوز هذا الأجل لكل مكتتب أن يطالب من القضاء تعيين وكيل يكلف بسحب الأموال وإعادتها إلى المكتتبين بعد خصم مصاريف التوزيع. أما إذا قرر المؤسسون استكمال إجراءات التأسيس، وجب القيام بإيداع الأموال من جديد والتصريح بالتأسيس مع احترام النشرات القانونية المناسبة⁽³⁾.

ب - اللجوء العلني للاذخار عند زيادة رأسمال الشركة:

أسند قرار زيادة رأسمال الشركة إلى الجمعية العامة غير العادية التي تحتكر لوحدها حق الاختصاص باتخاذ مثل هذا القرار، وذلك بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الحالة⁽⁴⁾. وعلى الشركة التي تقرر زيادة رأسمالها، أن تباشر

1 - المادة 600 من التقنين التجاري.

2 - المادة 603 من التقنين التجاري.

3 - المادة 604 من التقنين التجاري.

4 - يجوز للجمعية العامة أن تفوض لمجلس الإدارة هذا الاختصاص، ويعتبر باطلا كل شرط وارد في القانون الأساسي يخول لهذا الأخير سلطة تقرير زيادة رأس المال من دون تفويض.

- المادة 691 من التقنين التجاري.

- في حين أن القانون المصري فرق بشأن زيادة رأس المال بين حالات يكون الاختصاص فيه راجع إلى الجمعية العامة غير العادية وبين الحالات التي يعود هذا الاختصاص إلى مجلس الإدارة، وكان ذلك بموجب المادة 33=

ذلك في أجل أقصاه خمس سنوات ابتداءً من تاريخ انعقاد الجمعية العامة التي قررت ذلك⁽¹⁾. ترفع الشركة رأسمالها إما بإصدار أسهم جديدة أو بإضافة قيمة إسمية للأسهم الموجودة، علماً أن الاحتمال الثاني متوقف على موافقة المساهمين بالإجماع، ما عدا إذا تحققت الإضافة في القيمة الإسمية للأسهم بإلحاق الاحتياط أو الأرباح أو علاوات الإصدار إلى الأسهم المزمع طرحها⁽²⁾.

وضع المشرع بعض القيود على زيادة رأسمال الشركة، وذلك لحماية المساهمين القدامى والجدد على حد سواء، يذكر منها ما يلي:

- اشتراط تسديد رأسمال الشركة بالكامل قبل إصدار أسهم جديدة.
- إذا كانت زيادة رأس المال ستتم عن طريق اللجوء العلني للادخار، بعد أقل من سنتين من تأسيس الشركة، اشترط المشرع فحص أصول وخصوم الشركة قبل الترخيص بهذا الإجراء⁽³⁾.

يتمتع مساهمي الشركة بحق الأفضلية في الاكتتاب في الإصدارات الجديدة بنسبة تساوي قيمة أسهمهم. لا يمكن للشركة أن تحرم المساهم من هذا الحق باشتراط غير ذلك في عقد الاكتتاب. أورد المشرع على هذا الحق استثناءين هما:

- يجوز للجمعية العامة غير العادية التي قررت زيادة رأسمال الشركة عن طريق إصدار أسهم جديدة، أن تلغي حق الأفضلية في الاكتتاب الذي يتمتع به المساهمين القدامى. يشترط لذلك أن تتداول هذه الجمعية بناءً على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المدربين حسب الحالة وعلى تقرير مجلس المحاسبة⁽⁴⁾.

تمن قانون الشركات المصري والمادة 104 من اللائحة التنفيذية. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لسوق الرأس المال، مرجع سابق، ص 38.

- 1 - لقد وردت بعض الاستثناءات على هذه الآجال، إذ لا تطبق على زيادات رأس المال التي يمكن تحقيقها بواسطة تحويل السندات إلى أسهم، أو تقديم سند الاكتتاب ولا تطبق كذلك على الزيادات التكميلية المخصصة لأصحاب السندات الذين اختاروا التحويل أو أصحاب سندات الاكتتاب الذين يكونون قد مارسوا حقوقهم في الاكتتاب، كذلك لا يطبق الآجال على زيادات رأس المال المقدمة نقداً والناجمة عن اكتتاب أسهم تم إصدارها بعد زوال حق الاختيار.

- المادة 692 من التقنين التجاري.

- 2 - المادة 689 من التقنين التجاري.

- 3 - مخالفة هذه الشروط تعرض إجراء زيادة رأس مال الشركة عن طريق اللجوء العلني للادخار للبطلان.

المادة 693 من التقنين التجاري.

- 4 - المادة 697 من التقنين التجاري.

- يعتبر هذا الحق من النظام الخاص يجوز للمساهم التنازل عليه بصفة فردية⁽¹⁾.
- يجب على المساهم الذي يرغب في ممارسة حق الأفضلية في الاكتتاب، أن يباشر ذلك في أجل أقصاه ثلاثين يوماً من تاريخ افتتاح الاكتتاب⁽²⁾.
- أخضع المشرع زيادة رأسمال الشركة عن طريق اللجوء العلني للإصدار وبدون حق الأفضلية إلى شروط خاصة وهي:
- يجب أن يتم الإصدار في أجل أقصاه ثلاث سنوات من تاريخ انعقاد الجمعية التي رخصت بالإصدار.
- بالنسبة للشركات التي تكون أسهمها مقيدة في السعر الرسمي للبورصة، يجب أن يكون سعر الإصدار مساوياً لمعدل الأسعار التي تحققها هذه الأسهم خلال مدة عشرين يوماً متتالية أسعار الأربعاء يوماً السابقة ليوم بداية الإصدار.
- أما بالنسبة لغيرها من الشركات، يكون سعر الإصدار مساوياً إما لحصة رؤوس الأموال الخاصة بالأسهم عن آخر ميزانية موافق عليها قبل الإصدار، أو مساوياً للسعر الذي يحدده الخبير المعين من قبل القضاء بناءً على طلب مجلس الإدارة أو مجلس المديرين.
- يجب الوفاء بالأسهم المكتتب بها إجبارياً وقت الاكتتاب بنسبة الربع على الأقل من قيمتها الاسمية، كي تتحقق الزيادة في رأسمال الشركة. إذا لم تتحقق هذه الزيادة خلال ستة أشهر من تاريخ افتتاح الاكتتاب تبطل عملية الزيادة⁽³⁾.

ثالثاً - الترخيص بالإصدار عن طريق اللجوء العلني للإصدار:

يمنع على الشركة عند إصدارها للقيم المنقولة، تعدي حجم الإصدار الذي حددته اللجنة. يعود تحديد حجم الإصدار بالفائدة على كل من الشركة والسوق في آن واحد. بالنسبة للشركة المصدرة، فإن إصدار حجم كبير من القيم لا يخدم بالضرورة مصالحها، فكلما ارتفع حجم الإصدار زاد تغير المساهمين الحائزين على أغلبية الأسهم بالتالي ارتفاع خطر تغير الطاقم الإداري للشركة وتغير سياستها. أما بالنسبة إلى السوق فيهدف إلى عدم إغراقها بإصدارات جديدة وكثيرة، الشيء الذي يؤثر على القيمة السوقية للورقة

1 - المادة 694 من التقنين التجاري.

2 - المادة 702 من التقنين التجاري.

3 - المادة 705 من التقنين التجاري.

من جهة، وتؤثر على فعالية عمليات البورصة من جهة أخرى. يتم الإصدار في الحدود التي تمتصها السوق بالنسبة للحد الأقصى للإصدار، أما بالنسبة للحد الأدنى فيجب أن يكون بالحجم الذي يضمن توزيع الأوراق المصدرة، بشكل عريض على المستثمرين.

تختص بتحديد حجم الإصدار الهيئة المكلفة بالترخيص به⁽¹⁾. في القانون الجزائري، فالهيئة المختصة بتحديد حجم الإصدار هي اللجنة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. اشترطت هذه الأخيرة في نظامها العام للبورصة أن لا يقل رأسمال الشركة التي تقدم طلب قبول قيمها المنقولة في البورصة عن مائة مليون دينار جزائري.

اشترطت اللجنة على أن توزع على الجمهور سندات تمثل 20% من رأسمالها⁽²⁾. الجدير بالذكر أن اللجنة وضعت الحد الأدنى للإصدار، باشتراطها أن لا يقل عن 20% من رأسمال الشركة، لقبول الترخيص بالإصدار، دون أن تحدد صراحة الحد الأقصى لذلك، أمر تركت حيرة القرار فيه للجمعية العامة للشركة.

يجب على الشركة اتباع مجموعة من الإجراءات التي اشترطها القانون لإتمام عملية إصدار القيم المنقولة بصورة قانونية وسليمة، وذلك تحت طائلة العقوبات تارة وتحت طائلة البطالان تارة أخرى.

أ - الجهة المصدرة للترخيص:

سعت كل القوانين رغم اختلافها إلى توفير حماية خاصة للمدخر الملتزم منه الاكتتاب، عن طريق إلزام المصدر بالحصول على ترخيص مسبق من قبل الهيئات المختصة، قبل طرح القيم المنقولة على الجمهور للاكتتاب. فقد فرض القانون الأمريكي الذي بدوره ضرورة الترخيص المسبق، وذلك في شكل اعتماد تطلبه الشركات الراغبة

1 - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص 54.

- « Guide de l'investisseur », document édité par la commission d'organisation et de surveillance des opérations de Bourse, Collection les guides de COSOB, Alger, Novembre, 1997, pp. 17 et 18.

2 - المادة 43 من النظام رقم 03/97 المتضمن النظام العام للبورصة السابق ذكره.

إلا أنه في حالة ما إذا كان دخول المؤسسة داخل البورصة كوسيلة لخصوصيتها، فإن الهيئة المكلفة بالخصوصية تتدخل لتحديد نسبة الأسهم القابلة للتنازل.

كما نصت على ذلك المادة 2 من المرسوم التنفيذي رقم 134/96 المؤرخ في 13 أبريل 1996 والمتضمن شروط تملك الجمهور الأسهم والقيم المنقولة الأخرى في المؤسسات العمومية التي ستخصص وكيفيات ذلك، الجريدة الرسمية عدد 23، صادر في 14 أبريل 1996.

في إصدار الأوراق المالية، إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC) ⁽¹⁾. من جهته المشرع الفرنسي فرض هذا الترخيص عندما وضع أحكام رقابة السلطة العامة على السوق المالية، وذلك بمناسبة سن قانون المالية الفرنسي الصادر في 23 ديسمبر 1946 في مادته 82، وقد كلف وزير المالية بذلك. إلا أن هذه الصرامة في رقابة سوق المال تلاشت نوعاً ما، ليحل محلها ضرورة إعلام لجنة عمليات البورصة (COB) وإعلام الجمهور بصورة كافية ووافية حسب تقدير هذه اللجنة التي تؤشر بالموافقة على عملية الإصدار متى تحققت من صحة وقانونية البيانات الواردة إليها من الشركة، خاصة بعد صدور القانون المؤرخ في 3 جانفي 1983 ⁽²⁾.

ترخص الهيئة العامة لسوق المال المصرية بإصدار القيم المنقولة، بعد إخطارها بذلك من قبل الشركة التي تودع ملفاً بطلب الترخيص، فإذا لم تعترض الهيئة خلال ثلاثة أسابيع من الأخطار كان للشركة المضي في إجراءات الإصدار، وذلك وفقاً للمادة 2 من قانون سوق المال المصري ⁽³⁾.

نص المشرع الكويتي على هذا الترخيص في القانون رقم 32 لسنة 1980 المتعلق بتنظيم تداول الأوراق المالية، إذ اشترط فيه لصحة التداول، وجوب الحصول على ترخيص مسبق من قبل وزارة التجارة والصناعة قبل طرح هذه الأوراق للتداول، بحيث أنشأت لجنة خاصة تسهر على ذلك وهي لجنة الأوراق المالية داخل وزارة التجارة والصناعة ⁽⁴⁾.

سلك المشرع الجزائري المسلك نفسه كنظيره الفرنسي، بحيث اكتفى بالتأشيرات التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، على المذكرة الإعلامية التي تودعها الشركة. يجب أن تودع المذكرة الإعلامية لدى اللجنة قبل بداية عملية الاكتتاب وذلك في

1 - Security and exchange commission.

هندي منير إبراهيم: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 36.

كذلك عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لسوق رأس المال، مرجع سابق، ص 36.

2 - l'art. 289 de la loi N° 66/537 du 24 Juillet 1966. JAFFEUR Corynne, op. cit, pp. 158-159.

- GYON Yves, Les sociétés anonyme, Editions Dalloz, Paris, 1944, p 92.

THEODOR Jean-François, op. cit., p 73.

3 - سواء أكان المُصدر شركة عامة أو خاصة، عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لسوق رأس المال: مرجع سابق، ص 32، 33.

4 - الثمري طعمة، "أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتي"، مجلة الحقوق، السنة 7، عدد 4، الصادرة عن جامعة الكويت، 1983، ص 34.

أجل أقصاه شهرين على الأقل قبل التاريخ المقرر الإصدار⁽¹⁾. تتضمن هذه المذكرة العناصر الإعلامية التي من شأنها أن تمكن المستثمر من اتخاذ قراره عن دراية⁽²⁾. يجوز للجنة أن تطلب توضيح المعلومات المقدمة إليها، أو تعديلها أو إتمامها كلما اقتضت حماية المستثمر ذلك.

لا تتطوي التأشيرة التي تقدمها اللجنة لإصدار القيم المنقولة، على أية دلالة عن نوعية العملية المزمع القيام بها، ولا رضاها من عدمها. إنما ينصب تركيزها على نوعية الإعلام المقدم للجمهور ومدى مطابقته للنصوص التشريعية والتنظيمية السارية المفعول⁽³⁾. وعليه، يمكن للجنة أن ترفض تقديم تأشيراتها لأي عيب يشوب المذكرة، على أن تخطر المصدّر برفضها في وقت مناسب وأن تتطلع من جديد على المذكرة بعد تعديلها من طرف المصدّر⁽⁴⁾.

أغفل المشرع الجزائري النص على إمكانية طعن الشركة المصدرة، ضد قرار اللجنة المتضمن رفض التأشير على المذكرة الإعلامية، مما يدعو للتساؤل عن إمكانية لجوء المصدّر للقضاء، للطعن ضد قرار اللجنة المتضمن رفض تقديم التأشيرة طبقاً لمبدأ قابلية الطعن أمام القضاء ضد كل القرارات الإدارية⁽⁵⁾. أم أنه غير قابل للطعن كونه لا ينظر في موضوع العملية التي تتضمنها المذكرة، إنما في مدى تطابق المذكرة للنصوص التشريعية والتنظيمية⁽⁶⁾.

1 - المادة 4 من النظام رقم 02/96 السابق ذكره.

2 - تتمثل هذه المعلومات في: تقديم مصدر القيم المنقولة (أي التعريف بالشركة) وتنظيمه ووضعياته المالية، تطور نشاطه، موضوع العملية المزمع إنجازها وخصائصها.

تؤرخ هذه المذكرة ويوقع عليها الممثل الشرعي للمصدر، حسب نص المادة 3 من النظام رقم 02/96.

3 - GUYON Yves, Les sociétés anonyme, op. cit., p 97.

4 - حددت المادة 6 من النظام نفسه الحالات التي يمكن فيها للجنة رفض تقديم التأشيرة ألا وهي.

- 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 المبلغة من طرف اللجنة غير مرضية.

- إذا كانت حماية المدخر تقتضي ذلك.

5 - نصت على ذلك المادة 143 من دستور الجمهورية الجزائرية لسنة 1996.

6 - حتى القانون الجديد رقم 04/03 لم يتطرق إلى إمكانية الطعن ضد قرار اللجنة المتضمن رفض منح التأشيرة، هذا ما يؤكد على الفرضية الثانية، أي أن إرادة المشرع لم تتوجّه للسماح بهذا الطعن.

استثنى المشرع الهيئات المحلية التي تصدر سندات عن طريق اللجوء العلني للادخار، من الحصول على ترخيص مسبق للإصدار. بل تكتفي بإعداد بيان إعلامي يصف العملية المزمع إنجازها ويوضع تحت تصرف الجمهور بمقر الجماعات المحلية المصدرة. ويودع هذا البيان لدى اللجنة، على سبيل الأخطار لا غير⁽¹⁾. نص المشرع الفرنسي على الإجراء نفسه في الأمر رقم 833/87 المؤرخ في 28 سبتمبر 1987⁽²⁾.

ب - الترخيص يتعلق بنوعية الإعلام الموجه للجمهور:

سبق الذكر أن اللجنة حينما تنتظر في طلب الترخيص بإصدار القيم المنقولة، لا تدرس الطابع التقني للعملية. إنما تهتم بنوعية الإعلام الموجه للجمهور بمناسبة هذا الإصدار، عن طريق مراقبة مدى احترام المصدر للنصوص التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالنشرات القانونية الواجب نشرها.

أصدرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تعليمية تتضمن النشرات القانونية الواجب نشرها، والبيانات التي يجب أن تتضمنها وهي التعليمات رقم 07/93⁽³⁾. الغرض من هذه النشرات هو توفير أكبر قدر من المعلومات للجمهور، وتوفير إعلام مناسب وملائم للمهتمين بالاككتاب لتمكينهم من اتخاذ القرارات على دراية تامة بوضعية الشركة. كما تهدف اللجنة من وراء هذا الإعلام إلى حماية السوق من المعلومات الخاطئة والمضللة.

1 - المادة 8 من النظام رقم 02/96 السابق ذكره.

- يجب الإشارة بهذا الصدد إلى أن إصدار السندات في مصر قد يكون معفي من مثل هذا الترخيص إذا كان إصدار خاص بدون اللجوء العلني للادخار، وإن كان غير ذلك فالترخيص إجباري تصدره الهيئة العامة لسوق المال، وقد نصت على ذلك المادة 124 من قانون سوق المال المصري.

- عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص 64.

- في حين أن القانون الكويتي رفض الإصدارات الخاصة للسندات واشترط أن يكون الاككتاب فيها عام. وبعد الحصول على ترخيص مسبق حسب المادة 112 من قانون الشركات الكويتي. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص 65.

2 - L'ordonnance N° 87/833 du 28 Septembre 1987.

- JAFFEUX Corynne, Le financement des entreprises...op. cit., p 52.

- GUYON Yves, La société anonyme, Edition Dalloz, Paris 1994, p 97.

3 - التعليمات رقم 03/97 الصادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتاريخ 30 نوفمبر 1997، المتضمنة تطبيق النظام رقم 02/96 المؤرخ في 22 جوان 1996، المتعلقة بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة.

تلتزم الشركة بالقيام بالنشرات القانونية، أيا كان الإجراء الذي تختاره في إصدار قيمها المنقولة، وإن كانت هذه الأخيرة تختلف باختلاف الإجراء المختار. إذا كان الإصدار دون اللجوء العلني للإدخار، فإن المستهدفين من هذه النشرة هم المساهمين القدامى، الذين يوجه إليهم إعلاناً متضمناً لبيانات حددها القانون⁽¹⁾.

ينشر هذا الإعلان قبل ستة أيام على الأقل من تاريخ افتتاح الاكتتاب، في نشرة قانونية للولاية التي يوجد بها مقر الشركة. أما إذا كان الإصدار عن طريق اللجوء العلني للإدخار، يجب على الشركة - بعد تأشير اللجنة على المذكرة الإعلامية - أن تنشر المذكرة الإعلامية للجمهور مرفقة ببيان إعلامي "Le prospectus" يلخص ما جاء في المذكرة، مقدماً المعلومات الأكثر أهمية ودلالة فيما يخص المصدر والعملية المزمع إنجازها حجمها سعرها والتواريخ الرئيسية لهن يجب أن يتضمن البيان رقم التأشيرة التي منحتها اللجنة على المذكرة الإعلامية.

توضع كل من المذكرة والبيان الإعلامي تحت تصرف الجمهور في مركز المؤسسة المصدرة ولدى الوسطاء الماليين المكلفين بتسويق وتوظيف الإصدارات، بغية التطلع عليها لمن أراد ذلك، كما توزع منشورات عن العملية مجاناً. إضافة إلى ذلك يلتزم المصدر بنشر إعلانات في جريدة واحدة على الأقل توزع في كامل التراب الوطني لضمان انتشار أوسع لهذه المعلومات⁽²⁾.

الفرع الثاني

توظيف الإصدارات والاكتتاب فيها

تعتبر كل من عمليتي الإصدار والتوظيف، عمليتان متتابعتان ومتكاملتان، إذ لا يمكن أن يحدث إصدار للأوراق المالية دون أن يكون متبوعاً بتوظيف هذه الأوراق، وبالعكس لا يمكن الكلام عن توظيف قيم منقولة قبل إصدارها. ذلك لأن التوظيف عبارة عن تسويق الإصدارات الجديدة التي تطرحها القيم الشركة المصدرة في السوق (أولاً). تنتهي عملية التوظيف باكتتاب الجمهور في المصدرة الذي يجب البحث في تكييفه القانوني (ثانياً).

1 - المرسوم التنفيذي رقم 438/95 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995 المتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلق بشركات المساهمة والتجمعات، الجريدة الرسمية عدد 80، صادر في 24 ديسمبر 1995. تحدد المادة 9 منه البيانات التي يجب أن تتضمنها هذه النشرة.

2 - المواد 7، 11، 13 على التوالي من النظام رقم 02/96 السابق ذكره.

أولاً - توظيف القيم المصدرة بين الجمهور:

يمكن تعريف عملية التوظيف بعملية البحث عن مكتبتين في الإصدارات الجديدة، أو مشترين للأسهم والسندات التي تم إصدارها، سواء كان الإصدار بواسطة اللجوء العلني للإدخار أو من دونه. بغض النظر عن القائم بالعملية، أي أن تقوم بها الشركة المصدرة بنفسها أو عن طريق شخص آخر⁽¹⁾.

يظهر جليا أن إصدار القيم المنقولة يبقى دون أهمية إن لم يتم توظيف وتسويق هذه الأخيرة، إذ أن ما يجلب رؤوس الأموال للشركة التي تلجأ لإصدار سندات جديدة ليس الإصدار بحد ذاته، إنما اكتتاب المستثمرين في هذه السندات مقابل دفع أسعار الأوراق التي يكتتبون بها. هذا ما أدى بالقول بوجود تكامل في هاتين العمليتين، التي لا يمكن للسوق الأولية الاستغناء عن أحدهما. نظرا لأهمية التوظيف الأوراق المالية في السوق الأولية ستتم دراسة أنواعه، والأساليب المتعمدة لإنجاحه، وأخيرا الهيئات المختصة به.

أ - أنواع التوظيف: يمكن أن ندرج في هذا الصدد ثلاثة أنواع من التوظيف وذلك بحسب نوعية الأشخاص المستهدفين من التوظيف أو المرغوب في اكتتابهم.

أ - 1 - التوظيف المضمون: يتم اللجوء إلى هذا النوع من التوظيفات، عندما ترغب الشركة جلب البنوك والمؤسسات المالية والشركات الضخمة فقط لشراء سندات المطروحة للإصدار⁽²⁾ *invertisseurs institutionnels*. مضمون هذه التقنية هو توجيه كتابات أو خطابات إلى المؤسسات والشركات يطلب فيها المصدر التعرف على نية هذه الشركات في شراء سندات المطروحة للبيع مع تحديد الكمية المرغوب فيها من الأوراق المالية وأسعارها.

يقوم الشخص المكلف بالتوظيف "Le chef de file" بجمع ردود هذه الشركات ونقلها للمصدر الذي يقرر إجراء هذه البيوع وفقا لمعطيات ومقترحات الشركات⁽³⁾، هذا

1 - Le placement des valeurs mobilières, consiste de la part de l'émetteur lui-même ou de l'intermédiaire, à recherches des souscripteurs ou des acquéreurs de titres, il comporte ou nomme un appel public à l'épargne.

répertoire commercial Dalloz.Tom 5. « Valeurs mobilières », op.cit, p 12.
aussi Guide de l'investisseur, op.cit, p 17.

2 - Infos-bourse « offre publique de vente, privatisation par la bourse », document édité par la SGBV, publication N° 2, Septembre 1998, p 6.

3 - Ibid, p 6.

النوع من التوظيف ظهر لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية⁽¹⁾، وعادة ما يقترن هذا النوع بالعرض العمومي للبيع الذي يتم تحضيره داخل البورصة، لذا يمكن القول أن هذا النوع من التوظيف خاص بالبورصة⁽²⁾.

أ - 2 - التوظيف بين الجمهور: يوجه هذا النوع من التوظيف للأشخاص الطبيعية دون المعنوية. تسمح هذه التقنية بمعرفة أحوال السوق ودرجة إقبال الجمهور على سندات الشركة قبل بداية عملية العرض العمومي للبيع داخل البورصة⁽³⁾. أجازت اللجنة للشركات اللجوء الاختيار بين أحد الأسلوبين لتوظيف قيمها، على أن تقدم هذه الأخير كشفا مفصلا عن نتيجة التوظيف⁽⁴⁾.

ب - أساليب التوظيف:

ب - 1 - أسلوب التوظيف المباشر: قد لا تلجأ الشركة المصدرة إلى المختصين لجمع الاكتتابات في الأوراق المالية التي تطرحها، بل تباشر بنفسها كل العملية من بدايتها لنهايتها⁽⁵⁾. يستعمل هذا الأسلوب عندما يكون الإصدار دون اللجوء العلني للدخار، حيث يكلف المؤسسون أشخاصا من الشركة بتصريف الإصدارات وجمع الاكتتابات مع تسليم المكتتبين شهادات الأسهم. على أن تودع مبالغ الاكتتاب في حساب الشركة لدى البنك⁽⁶⁾.

1 - آيت منصور كمال، خوصصة المؤسسة العامة ذات الطابع الاقتصادي عن طريق بورصة القيم المنقولة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2002، ص 94.

2 - Infos-bourse « offre publique de vente, privatisation par la bourse », op. cit., p. 6.

3 - Ibid, p 6.

4 - « بشرط أن تعطي ش.أ.ب.ق موافقتها، يمكن القيام بتوزيع السندات بين الجمهور أثناء المرحلة التي تسبق تسعيرتها الأولى في السوق في إطار توظيف مضمون أو توظيف بين الجمهور، ينجز من قبل مؤسسة أو أكثر مؤهلة للقيام بذلك ».

- المادة 48 من النظام العام للبورصة رقم 03/97 السابق ذكره.

- كما نصت المادة 49 من النظام نفسه: « في حالة توظيف مسبق في التسعيرة، ترسل المؤسسة التي تقود العمليات إلى ش.أ.ب.ق كشف إجماليا مفصلا عن نتيجة التوظيف، تكون هذه النتيجة محل إعلان إدخال في البورصة تنشره ش.أ.ب.ق ».

5 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 68.

6 - لقد أوجبت المواد 25 و41 من قانون الشركات المصري ضرورة إيداع المبالغ لدى البنوك دون أن تشير إلى مدة أو أجل هذا الإيداع، على خلاف المشرع الفرنسي الذي حدد مدة الإيداع بثمانية أيام.

- عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لسوق الرأس المال، مرجع سابق، 94.

ب - 2 - أسلوب التوظيف غير المباشر: على خلاف الأسلوب الأول، تلجأ الشركة المصدرة، في هذا الأسلوب للاستعانة بخدمات وخبرات بنوك أو هيئات مختصة في تسويق الأوراق التي أصدرتها، إذ تتعهد هذه الأخيرة بإيجاد مشتري لها⁽¹⁾. وهذا الأسلوب بدوره ينقسم إلى نوعين بحسب طبيعة تعهد الهيئة المشرفة على التسويق.

• **التعهد البسيط:** معناه أن الهيئة المكلفة بالتوظيف تتولى تسويق الكمية المصدرة باسم ولحساب الشركة المصدرة للأوراق وبالسعر الذي تحدده هذه الأخيرة، وفي الوقت المحدد للتوظيف. فإذا انتهت المهلة المعلنة للاكتتاب وبقيت بحوزة هذه الهيئة أوراق مالية لم يتم الاكتتاب فيها، فإنها تعيدها إلى الشركة التي تتحمل خسارتها. تكون هذه الهيئات عادة بنوك تمارس دور وسيط بسيط في تسويق الإصدارات دون أن تتحمل مخاطر التوظيف⁽²⁾.

• **التعهد المغلق:** في هذه الحالة فإن الهيئة المكلفة بالتوظيف أو البنك حسب الحالة يتعهد بتسويق كل الكمية في المدة المعلن عنها. فيقوم في سبيل ذلك، بشراء هذه الإصدارات من الشركة الأم ويدفع ثمنها على الفور، ليتولى فيما بعد تسويقها كيفما شاء⁽³⁾. أو أن يتعهد بتسويق كل الكمية خلال المهلة المحددة، دون أن يقوم بشرائها من الشركة.

يتعرض البنك أو الوسيط في كلتا الحالتين لخطر بالغ الأهمية، هو خطر عدم تمكنه من تسويق الإصدارات خلال الميعاد المعلن عليه. إذ يتحمل في هذه الحالة خسارة باقي الأوراق التي لم يتم بيعها، سواء كان قد اشتراها سلفاً أم لا، بما أنه مجبر على الاحتفاظ بها ودفع ثمنها للشركة المصدرة⁽⁴⁾.

ب - 3 - أسلوب العطاءات: هو الأسلوب الذي تلجأ إليه عادة الدولة أو الهيئات المحلية لتسويق السندات المرغوب إصدارها. وذلك بفتح مزاد ودعوة المستثمرين

1 - LEGALL Jean- Pierre, Droit commercial..., op. cit, p 219.

2 - Les banques se contentent d'agir en qualité « intermédiaire simple », Elles mettent pour la vente des titres émis, leurs guichets à la disposition des souscripteurs pour toute la durée de l'opération et ne prennent aucun risque dans le placement. Elles perçoivent à la fin de l'émission, une commission. AMMOUR Benhlila, Pratique des techniques bancaires avec référence à l'Algérie, op. cit, p 115.

3 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 68.

4 - dans le second cas la banque prend des risques, elle achète "ferme" les titres émis et les revends au public, la fraction non vendue de ces titres est conservée définitivement par la banque.

AMMOUR Benhlila, Pratique des techniques bancaires avec référence à l'Algérie, op. cit., p 115.

والمدخرين إلى تقديم عطاءاتهم، تتضمن هذه العطاءات الكمية المراد شراءها، سعر الشراء وكيفية الدفع. بعد فرز العطاءات، يتم ترتيبها حسب أهميتها، حتى يتم تصريف كل الإصدارات⁽¹⁾.

اتبعت هذا الأسلوب دول عدة، إقدامها على تنفيذ مشروع خوصصة مؤسسة عمومية عن طريق البورصة. إذ تقوم بتوظيف مسبق للقيم المنقولة المرغوب التنازل عنها قبل الحصة الأولى للعرض العمومي للبيع⁽²⁾.

ثانياً - التكييف القانوني لاكتتاب الجمهور في القيم المصدرة:

اختلف الفقهاء في وضع تعريف جامع للاكتتاب وذلك نظرا لاختلافهم في تكييفه⁽³⁾، فيرى الأستاذ العبيدي أن: « الاكتتاب تصرف قانوني يعب فيه المكتتب عن رغبته في الانضمام للشركة ليكون مساهما فيها بتقديم حصته النقدية من رأس مال المعروض للجمهور ليحصل على ما يقابلها من أسهم »⁽⁴⁾.

يعرفه الأستاذ العريني بأنه: « إبداء رغبة المكتتب في دخول الشركة المستقبلية عن طريق تعهده بشراء عدد من أسهمها المطروحة على الجمهور لاقتنائها »⁽⁵⁾. كما يعرفه الأستاذ مصطفى كمال طه بأنه « إعلان الإرادة في الانضمام إلى مشروع الشركة مع التعهد بتقديم حصة في الرأسمال تتمثل في عدد معين من الأسهم »⁽⁶⁾.

ركزت كل التعريف المذكورة على عملية الاكتتاب التي ترافق إنشاء أو تأسيس الشركة متجاهلين لاكتتاب في إصدارات الشركة بغرض تمويل نشاطها، لهذا السبب اهتمت التعريف السابقة بالاكتتاب في أسهم الشركة دون سنداتها.

جرت العادة على أن يسمى التزام الشخص بالاشتراك في الشركة أو عند زيارة رأس المال اكتتابا ويسمى الملترزم مكتتبا حتى يتم توزيع السهم، حيث يسمى المكتتب

1 - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لسوق رأس المال، مرجع سابق، ص 42.

1. 2 - Infos-Bourse, Offre publique de vente, privatisation par la bourse, document édité par la SGBV, publication N° 2, Septembre 1998., p 6.

3 - طه مصطفى كمال، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 190.

4 - العبيدي عباس مرزوق فليح، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، مرجع سابق، ص 115.

5 - العريني محمد فريد، القانون التجاري، شركات الأموال، مرجع سابق، ص 44.

6 - طه مصطفى كمال، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 191.

مساهما، عكس ما يحصل في حالة نقل ملكية الأسهم من المساهم إلى شخص آخر، حيث تسمى هذه العملية بشراء وبيع الأسهم⁽¹⁾.

اختلف الفقهاء في تحديد الطبيعة القانونية للاكتتاب، كانت بداية اختلافهم هي تحديد الوصف المناسب لهذا التصرف، هل هو تصرف مدني أم تجاري؟ فمنهم ما يرى فيه عملا مدنيا ويبررون ذلك بأن الاكتتاب لا يعد وأن يكون توظيفا للثروة الخاصة وأن المكتتب عندما يستثمر أمواله في مشروع الشركة، وأن مسؤوليته تتحدد بمقدار ما اكتتب به من أسهم⁽²⁾، بينما يرى فريق آخر أن الاكتتاب عمل تجاري لأنه يتصل بمشروع تجاري لكنه لا يضيف صفة التاجر على صاحبه لانعدام عنصر الاعتقاد⁽³⁾، فصل الأستاذ العبيدي في هذا الاختلاف بمعيار النص القانوني بمعنى إذا وجد نص قانوني يعتبر الاكتتاب بأنه عمل تجاري فهو كذلك وإلا فهو عمل مدني⁽⁴⁾، رأي نساءه فتطبيقه على القانون التجاري الجزائي، نجده لا ينص على الاكتتاب في أسهم الشركة التجارية، لا حينما سرد الأعمال التجارية بحسب الموضوع في المادة 2 ولا حينما ما سرد الأعمال التجارية بحسب الشكل في المادة 3 منه، وعليه ننهي هذا الجدل بالقول أن تصرف الاكتتاب تصرف مدني بحت.

بقي البحث عن تصنيف تصرف الاكتتاب بين التصرفات المدنية، هل هو تصرف بالإرادة المنفردة أم عقد، وإذا كان كذلك فإلى أي نوع من العقود ينتمي؟

أ- الاكتتاب تصرف بالإرادة المنفردة:

يرى فريق من الفقه أن الاكتتاب في إصدارات الشركة إنما هو تصرف بالإرادة المنفردة للمكتتب، ويبررون موقفهم بانتفاء أركان العقد في الاكتتاب⁽⁵⁾، فمن مستلزمات التراضي تضاف إرادتي المتعاقدين ومعرفة طرفي العقد ببعضهم البعض، وهو أمر نادر الحدوث أن يعرف المكتتب بقية المكتتبين، كما أنه ليس من حق المكتتب أن يضمن

1 - العبيدي عباس مرزوق فليح، الاكتتاب في رأس مال الشركة، مرجع سابق، ص 115.

2 - مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 268.

3 - القيلوبي سميحة، الشركات التجارية، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة، 1963، ص 249.

4 - العبيدي عباس مرزوق فليح، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، مرجع سابق، ص 121.

يضرب الأستاذ مثلاً بالتشريع العراقي الذي لا تنص فيه أحكام قانون التجارة العراقي على اعتباره عملاً تجارياً في المادة 5 منه التي عدت الأعمال التجارية على سبيل الحصر وليس على سبيل المثال.

5 - عوض علي جمال الدين، دروس في القانون التجاري، دار النهضة العربية، القاهرة، (د.ت.ن)، ص 279.

اكتتابه بأية شروط خاصة لمصلحته وإنما يقتصر دوره على مجرد التسليم بالشروط الواردة في بيان الاكتتاب ونشرااته.

يمكن الرد على هذا الرأي، بأن تطابق إرادات المتعاقدين لا يستدعي بالضرورة معرفة بعضهم البعض، ولعل أحسن مثال على ذلك هو العقد الإلكتروني الذي عادة ما يبرم بين أطراف غير متعارفة، كما أن حجة التسليم بشروط الاكتتاب كما جاء في نشرااته يتناقض مع أحكام العقد، إذ أن عقد الإذعان هو عقد يذعن فيه الطرف الصغير لشروط الطرف القوي كما هي دون مناقشتها.

يرفض الأستاذ سالي SALEILLES من جهته إدراج الاكتتاب في النظرية العامة للعقد، مبرراً رفضه بأن فكرة العقد فكرة بسيطة أسماء استعمالها كثيراً بسبب ما حشد في إطارها من ظواهر قانونية تختلف في حقيقتها عن حقيقة العقد، إذ لا يصح اعتبار كل عمل من أعمال الإرادة عقداً حتى ولو احتوى على علاقات متبادلة⁽¹⁾.

يساند الاتجاه نفسه الأستاذ عوض علي، بقوله أن التعبيرات الفردية للمكتتبين لا ارتباط بينهما، وإنما التعبير عن إرادة كل مكتتب هو بمثابة القبول في الانضمام للشركة والخضوع كما ورد في عقدها والمشاركة في تأسيس كيانه⁽²⁾. أما الأستاذ ريبير RIPERT، فيعتبر أن المكتتب بتصرفه هذا لا يتعاقد لا مع الشركة ولا مع المؤسسين، إنما يعبر عن إرادته في الدخول إلى الشركة والمشاركة في رأسمالها.

يترتب على الأخذ بفكرة الإرادة المنفردة، بقاء المؤسسين ملتزمين إزاء جمهور المكتتبين منذ الإعلان عن الاكتتاب وافتتاحه، من جهة أخرى يظل المكتتبون ملزمون تجاه المؤسسين والشركة منذ توقيعهم على استمارات الاكتتاب، اعتباراً أن إصدار بيان الاكتتاب وإعداد الاستمارات من قبل المؤسسين تعد تصريحات بالإرادة المنفردة.

يتعهد المكتتب عند اكتتابه في رأسمال الشركة، بالانضمام إليها وبأداء قيمة الأسهم التي اكتتب فيها. على أن ينفذ التزامه بمجرد توقيعها على نشرة الاكتتاب، يستند هذا الرأي إلى عون الشركة عند التأسيس لم تكتمل شخصيتها المعنوية، بالتالي لا تملك أهلية التعاقد، وعليه لا يمكن الاستناد إلى فكرة العقد التي تلتزم وجود متعاقدين

1 - ذكر في العبيدي عباس مرزوق فليح، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، مرجع سابق، ص 135.

2 - العبيدي عباس مرزوق فليح، المرجع نفسه، ص 136.

وهو أمر لا يتوفر وقت الاكتتاب لعدم وجود الشركة بعد⁽¹⁾.

رفض بعض الفقهاء الجزائريين⁽²⁾ فكرة الإرادة المنفردة لكونها لا تستقيم مع التشريع الجزائري، كون الإرادة المنفردة ليست من المصادر العامة للالتزام، فضلا عن أن المادة 417 من التقنين المدني تعتبر الشركة شخصا معنويا بمجرد تكوينها، غير أن الشخصية المعنوية لا تكون حجة على الغير إلا بعد استقاء إجراءات الشهر التي ينص عليها القانون، ومع ذلك، إذا لم تقم الشركة بالإجراءات المنصوص عليها في القانون، فإنه يجوز للغير أن يتمسك بتلك الشخصية.

يعاب على هذا الرأي أنه موقف تجاوزه الزمن، فصحيح أن الإرادة المنفردة لم تكن مصدرا مستقلا من مصادر الالتزام، إذ أن المشرع أدرجها في المادة 115 من التقنين المدني داخل أحكام العقد. لكنه تدارك ذلك لاحقا.

عدل المشرع الجزائري عن موقفه هذا في سنة 2005⁽³⁾ بمناسبة تعديل التقنين المدني، حينما ألغى المادة 115 وجعل الإرادة المنفردة مصدرا مستقلا من مصادر الالتزام بعد العقد، فنص عليها في الفصل والثاني مكرر تحت عنوان "الالتزام بالإرادة المنفردة" في المواد 123 مكرر و123 مكرر 1، هذا فضلا عن الإرادة المنفردة قد تنشأ الشركة فهي في غنى عن العقد، مثلما هو الأمر في شركة الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة.

ب- الاكتتاب تصرف جماعي:

يعتبر الأستاذ محمد شوقي شاهين أن الاكتتاب عملا قانونيا من الأعمال القانونية الجماعية، فهو ليس تصرف بالإرادة المنفردة، إنما يتكون من مجموعة من تصريحات إرادية لها المضمون نفسه، تصدر عن مكنتبين متعددين وينشأ عنها بالضرورة، ارتباط قوي بينها، يعود ذلك إلى كون أن جميع الإرادات تسعى باتجاه تحقيق هدف مشترك، فترتبط فيما بينها ارتباطا وثيقا لتحقيقه.

1 - فوضيل نادية، شركات الأموال في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية.

2 - محرز أحمد، القانون التجاري الجزائري، النظام القانوني لشركات المساهمة، دار النشر العربي للطباعة، القاهرة، 1996، ص 256.

3 - القانون رقم 05-10 المؤرخ في 20 جوان 2005، المعدل والمتمم للأمر رقم 75-58 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون المدني، الجريدة الرسمية عدد 44، 26 جوان 2005.

يستند الاكتتاب إلى نظام الشرطة، إذا ما تم خلال المدة المعلن عنه، في حين يتم القيام بأعمال التأسيس اللاحقة للمضي نحو إتمام تأسيس الشركة، وإذا لم تنتهي أعمال التأسيس خلال مدة محددة يتحرر كل مكتب من التزامه، ويكون من حقه استرداد ما سدّده مقابل اكتتابه⁽¹⁾.

يتم الاكتتاب بين جماعة المكتتبين الذين اتحدت ميولهم إلى تأسيس الشركة أو الاشتراك في رأسمالها، فهو عمل جماعي يستدعي ارتباط هذه الجماعة في تكوين رأسمال الشركة أو زيادته، وهو عمل يخدم مصلحة جميع المكتتبين.

لم يسلم هذا الاتجاه من النقد، لأن صفة الجماعية التي يحاول هؤلاء إضافتها على الاكتتاب، إنما هي صفة تتعلق بصيغة إجرائية وليس لها أي ارتباط بالطبيعة القانونية للاكتتاب، كما أن هذا التكييف يضع جانبا دور المؤسسين في تأسيس الشركة، ويتجاهل علاقة المكتتبين بالشركة التي تنشأ عنها حقوق والتزامات لكلا الطرفين.

ج- الاكتتاب تصرف عقدي:

اتفق أنصار الفكرة العقدية للاكتتاب على تكييف الاكتتاب باعتباره عقداً، لكنهم اختلفوا في تحديد أطراف العقد، أي هل هو عقد يبرم بين المكتتبون، أم بين المكتتبون والشركة أم بين المكتتبون والمؤسسون، نتج عن ذلك اختلافهم في تكييف هذا العقد.

ج- 1 - عقد الاكتتاب بين المكتتبين يقوم على أساس الوكالة: كيف الأستاذ
"بريكتان" عقد الاكتتاب بأنه عقد وكالة يبرم بين المكتتبين أنفسهم، حيث أن المكتب الأول حينما يقبل أن يكون عضو ذا مركز قانوني في المشروع، إنما تتجه إرادته إلى إعطاء المؤسسين وكالة ضمنية يفوضهم فيها بتعيين مكتبين آخرين يلتزم معهم بشكل متعاقب ومن ثم يلتزم جميع المكتتبين بعضهم إزاء البعض الآخر.

يعود ذلك إلى أن المؤسسين ليسوا إلا ممثلين للمكتتبين يتحدد دورهم بإبرام عقد الاكتتاب بين كل المكتتبين والعلاقة القانونية بينهم وبين المؤسسين تنظمها قواعد الوكالة الضمنية بينهم، يكون المؤسسون أجنب عن عقد الوكالة إنما هم بمثابة مديري أعمال لمجموعة المكتتبين ويتعاملون باسمهم جميعاً⁽²⁾.

1 - ذكر هذا المرجع في العبيدي عباس مرزوق فليح، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، مرجع سابق، ص 138.

2 - العبيدي عباس مرزوق فليح، المرجع نفسه، ص 123.

يسمح إضفاء صفة الوكلاء أو مديري الأعمال على المؤسسين، بالتصور أن يكون الاكتتاب بين المكتب الراغب في الاكتتاب والمكتبتين الآخرين الذين سبقوه في إجراء عملية الاكتتاب. لكن الإقرار بنظرية الوكالة، قد يؤدي إلى إضفاء صفة المؤسس على المكتبتين الذين وقّعوا استمارات الاكتتاب.

بصبح بالتبعية كل من المكتبتين والمؤسسين تحت الإطار القانوني نفسه. من جهة أخرى ليس بالإمكان الافتراض بأن كل مكتب عندما يقدم على الاكتتاب، تتجه إرادته في الوقت نفسه إلى إعطاء الوكالة صراحة أو ضمناً للمؤسسين بهدف إبرام عقد الاكتتاب باسم المكتب مع غيره من المكتبتين الذين يجهلهم.

رفض الأستاذ العبيدي تكييف هذا العقد بعقد الوكالة بين المكتبتين أنفسهم، ووصفه بأنه مجرد افتراض خيالي لا يجد له أساساً قانونياً ولا عملياً، ولا يتصل بتاتا بإرادة المكتبتين، بل أن حقيقة الأمور تشير إلى أن المكتب وهو يقدم على الاكتتاب لا يفكر في توكيل المؤسسين لإبرام أي عقد، كما أن القول بأن المؤسسون يديرون أعمالاً لمجموعة المكتبتين يعني إهمال أو نفي إرادة المؤسسين المتجهة فعلاً إلى الاستمرار في إجراءات التأسيس منذ البداية⁽¹⁾.

وصف الاكتتاب بعقد الوكالة يستلزم تطبيق القواعد العامة للوكالة المنصوص عليها في التقنين المدني، والتي بمقتضاها تنتهي الوكالة بمجرد وفاة أحد أطرافها، أو بإحدى الحالات التي ذكرتها المادة 586 من التقنين المدني الجزائري⁽²⁾ خاصة لا تتماشى مع إجراءات تأسيس الشركة، بحيث تكون هذه الأخيرة مرهونة بقيام عقد الوكالة وبانتهائها يتوقف المؤسسون عن إتمام إجراءات التأسيس، وهو أمر لا يستقيم مع الأحكام العامة لشركة المساهمة.

ج- 2 - نظرية العلاقة المباشرة بين المكتب والشركة:

يرتبط المكتب وفقاً لهذه النظرية بالشركة بعلاقة مباشرة بموجبها يكون المؤسسون وكلاء عن الشركة أو مديري أعمالها، من خلال الإقرار للشركة بوجود قانوني باعتبارها

1 - العبيدي عباس مرزوق فليح، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، المرجع السابق، ص 124.

2 - تنص المادة 586 من التقنين المدني الجزائري على ما يلي:

« تنتهي الوكالة بإتمام العمل الموكّل فيه أو بإنهاء الأجل المعين للوكالة، وتنتهي أيضاً بموت الموكّل أو الوكيل، كما تنتهي الوكالة أيضاً بعزل الوكيل أو بحدول الموكّل ».

شخصاً معنوياً، يعتبر عقد الاكتتاب وفقاً لهذه النظرية عقداً تبادلياً بين كل مكتب والشركة قيد التأسيس.

وضع الأستاذ "تالير" هذه النظرية، وسماها بالنظرية الشخصية الداخلية للشركة، أيده في ذلك الأستاذ "بول بيك" حينما اعترف بقدرة الشركة مع إبرام عقد الاكتتاب مع المكتب إلا أنها قرار على بقاء هذا الاعتراف محصوراً بين الشركة ممثلة بالمؤسسين والمكتبتين، لذا لا يمكن الاحتجاج به في مواجهة الغير.

تلتزم الشركة بمقتضى عقد الاكتتاب، بقبول المكتبتين كمساهمين فيها، ومنحهم الأسهم التي اكتتبوا فيها مقابل التزامهم بدفع قيمتها الاسمية. يتحدد دور المؤسسين في هذه الحالة باعتبارهم ممثلين للشركة بإصدارهم بيان الاكتتاب الذي يعتبر بمثابة إيجاب ملزم يترتب عليه إبرام عقد الاكتتاب بمجرد توقيع استمارة الاكتتاب من قبل المكتب من يمثله قانوناً، فيعتبر توقيعه بمثابة قبول مطابق للإيجاب.

انتقد الأستاذ "فوزي محمد سامي" هذه النظرية، بأن المؤسسون لا يمكنهم أن يكونوا ممثلين للشركة في الوقت نفسه يساهمون شخصياً في تأسيسها، لأنهم يتصرفون بأسمائهم الشخصية تجاه الغير بما فيهم المكتبتون.

انتقدت هذه النظرية أيضاً من حيث كيفية تكوين العقد، حيث أن الإيجاب يجب أن يصدر من المكتب ومن البيان التأسيسي والاستمارات إلا مجرد دعوة المتعاقد، أما عن القبول فهو يصدر من الشركة عندما يتم تخصيص أو توزيع الأسهم، وعليه سيخضع عقد الاكتتاب إلى القواعد العامة للعقود دون الحاجة إلى ركن الشكلية⁽¹⁾.

ج - 3 - عقد الاكتتاب عقد بين المؤسسين والمكتبتين:

يرى الأستاذ "محمد كامل أمين" أن عقد الاكتتاب عقد بين المكتبتين والمؤسسين، أين يعتبر إصدار بيان الاكتتاب واستماراته بمثابة إيجاب موجه للجمهور، يدعوهم إلى الانضمام إلى الشركة من خلال شراء أسهمها المطروحة، والقبول يصدر من المكتب الذي يقبل العرض الموجه إليه، فيكتتب في أسهم الشركة⁽²⁾.

1 - العبيدي عباس مرزوق فليح، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، مرجع سابق، ص 126 - 127.

2 - ملتقى محمد كامل أمين، الشركات التجارية، تأسيسها وإدارتها، مطابع دار الكتاب العربي، مصر، 1957، ذكر هذا المرجع في العبيدي عباس مرزوق فليح، الاكتتاب في رأسمال شركة المساهمة، المرجع السابق، ص 129.

يترتب على هذا العقد آثار قانونية متبادلة بين الطرفين يكتسب كل منهما حقوقا ويتحمل الالتزامات، فمن جهته يكتسب المكتتب الحق في الحصول على الأسهم التي اكتتب بها والتي تمثل جزءاً من رأسمال الشركة، ليكتسب بذلك صفة الشريك وفي المقابل يلتزم بالإبقاء على اكتتابه إلى غاية نهاية إجراءاته، كما يلتزم بتسديد قيمة الأسهم المكتتب بها، أما عن المؤسسون فهم يلتزمون بإتمام إجراءات التأسيس واحترام القواعد والإجراءات القانونية لذلك، مع منح سند الاكتتاب إلى كل محاصيل الاكتتاب وتوظيفها وفقاً للأغراض التي أنشأت الشركة لأجلها.

اتَّفَق أنصار النظرية العقدية على تكييف عقد الاكتتاب عقد يبرم بين المؤسسين والمكتتبين، لكنهم اختلفوا في التكييف القانوني لهذا العقد وتصنيفه بين العقود المعروفة، وعليه ظهرت عدة اتجاهات نذكر منها ما يلي:

ج- 3 - 1 - عقد الشركة: يدمج أنصار هذه الفكرة عقد الاكتتاب داخل عقد الشركة، المتضمن إنشاء الشركة الذي هو في الحقيقة عقد بين المؤسسين. يعاب على هذا الرأي أن المكتتب حينما يقدم أمواله مقابل الحصول على أسهم، فهو بذلك ينوي استثمار وتوظيف أمواله لا غير، ولا يهتم بتاتا بإجراءات تأسيس الشركة فهو ليس طرفا في عقد الشركة، لأن محل التزامه وسبب التزامه يختلف عن محل وسبب التزام المؤسسين.

ج- 3 - 2 - عقد بيع شهادات الأسهم: ذهب أنصار هذه الفكرة إلى تكييف عقد الاكتتاب بعقد البيع، أطرافه هم المؤسسون في مركز البائع، والمكتتبون في مركز المشتري. محل هذا العقد هو الأسهم بالنسبة للبائع، وثمر الأسهم بالنسبة للمشتري المكتتب. يحافظ البعض على وصف عقد الاكتتاب بعقد البيع لكن بوصفه عقد بيع مستقبلي حينما تباع الأسهم قبل تأسيس الشركة⁽¹⁾. أو يوصف العقد بوعده بالبيع بين المؤسسون الذين يعدون المكتتبون باكتتاب جزء من رأسمال الشركة بمجرد تأسيسها، مقابل دفعهم لقيمة هذه الأسهم مسبقاً على أن تعين جميع العناصر الجوهرية للعقد النهائي والمدة التي سيتم فيها⁽²⁾.

1 - العبيدي عباس مرزوق فليح، الاكتتاب في رأسمال شركة المساهمة، المرجع السابق، ص 129.

2 - وهذا طبقاً لمقتضيات الوعد الذي نصت عليه المادة 71 من التقنين المدني الجزائري التي تقضي بما يلي:

« الاتفاق الذي يعد له كلا المتعاقدين أو أحدهما هما بإبرام عقد معين في المستقبل لا يكون له أثر إلا إذا عيّنت جميع المسائل الجوهرية للعقد المراد إبرامه، والمدة التي يجب إبرامه فيها ... ».

رُفِضَتْ فكرة عقد البيع لعدم توافقها مع مضمون الاكتتاب، بحيث أن الآثار القانونية التي يترتبها الاكتتاب تختلف مع تلك التي تترتب عن عقد البيع سواء البيع الناجز أو الوعد بالبيع أو البيع المستقبلي.

ج- 3 - 3 - الاشتراط لمصلحة الغير: يرى أنصار هذه الفكرة بأن الاكتتاب هو عقد يبرم بين المؤسسين في مركز المشترط والمكتتب في مركز المتعهد على أن تسري آثار العقد لفائدة ولمصلحة المستفيد وهو الشركة، فيتعاقد المؤسس باسمه مع الالتزامات يشترطها لمصلحة الغير وهي الشركة على أن تطبق عليه أحكام الاشتراط لمصلحة الغير الذي نصت عليه المادة 116 من التقنين المدني⁽¹⁾،

إلا أن فكرة الاشتراط تتنافى مع فكرة الاكتتاب، إذ أن المشترط له الحق في نقض المشاركة قبل أن يعلن المنتفع إلى المتعهد أو إلى المشترط رغبته في الاستفادة منها، أمر لا يمكن تصوره في الاكتتاب، إذ أن المؤسسين إذا ما قرروا إصدار الأسهم للاكتتاب سواء لتأسيس الشركة أو لزيادة رأسمالها، لا يمكنهم العدول عن قرارهم خاصة بعد الإعلان عنه وإصدار المنشورات به.

يجوز للمشرط له إحلال منتفع آخر محل المنتفع المعين في العقد أو أن يستأثر لنفسه بالانتفاع من عملية الاشتراط⁽²⁾، وهو ما لا يمكن تحقيقه في الاكتتاب إذ أن المؤسس لا يحق له أن يجعل المستفيد من أموال المكتتبيين شخصا آخر عن الشركة التي أصدرت أسهمها، ولا يمكن لهم بأي حال من الأحوال اكتساب هذه الأموال لأنفسهم بصفة شخصية.

ج- 3 - 4 - الاكتتاب عقد إذعان: كيف فريق آخر من الفقه⁽³⁾ عقد الاكتتاب، الاكتتاب بعقد الإذعان، وذلك انطلاقا من عدم قدرة المكتتب على مساومة أو مناقشة

1 - تنص المادة 116 من التقنين المدني الجزائري على ما يلي:

« يجوز للشخص أن يتعاقد باسمه على التزامات يشترطها لمصلحة الغير إذا كان له في تنفيذ هذه الالتزامات مصلحة شخصية مادية كانت أو أدبية.

ويترتب على هذا الاشتراط أم يكسب الغير حقا مباشرا قبل المتعهد بتنفيذ الاشتراط يستطيع أن يطالبه بوفائه ما لم يتفق على خلاف ذلك ويكون لهذا المدين أن يحتج ضد المنتج بما يعارض مضمون العقد.

ويجوز كذلك للمشرط أن يطالب بتنفيذ ما اشترط لمصلحة المنتفع إلا إذا تبين من العقد أن المنتفع وحده هو الذي يجوز له ذلك ».

2 - نصت على ذلك المادة 117 من التقنين المدني الجزائري.

3 - العبيدي عباس مرزوق فليح، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، مرجع سابق، ص 134.

شروط الاكتتاب التي عليه التسليم بها كما هي⁽¹⁾.

لا تستقيم فكرة الإذعان مع فكرة الاكتتاب لسبب رئيسي هو أن عقد الإذعان لا يكون إذعان إلا باجتماع عناصره الثلاثة، وهي وجود طرف قوي يحتكر السلعة أو الخدمة المعروضة، ثم وجود طرف ضعيف يحتاج إلى تلك السلعة أو الخدمة لأنها ضرورية لا يمكنه الاستغناء عنها، وأخيرا فرض الطرف القوي لشروطه على الطرف الضعيف الذي يقبلها دون مساومة.

توفر في عقد الاكتتاب العنصر الأخير من عناصر الإذعان دون العنصرين الآخرين، فالمؤسسون لا يحتكرون الأسهم التي يعرضونها، توجد عدة شركات أخرى تعرض أسهمها يمكن للمكتب الاكتتاب فيها، كما أن الأسهم المعروضة للاكتتاب ليست بمثابة سلعة واحدة أو خدمة ضرورية لا يمكن الاستغناء عنها من طرف المكتب بل بالعكس فهي من كماليات الحياة، بحيث يستثمر المكتب فائضه من الأموال في مشاريع تجارية لا غير.

يمكن القول بعد استعراض كل هذه الآراء أن إدراج تصرف الاكتتاب ضمن النظرية العامة للعقود هو الرأي الراجح، فهو عقد يبرم بين المكتب والشركة ممثلة في مؤسسها إذا كان الإصدار بغرض زيادة رأسمالها، وأنه عقد مستقل في ذاته له أحكامه العامة التي نص عليها القانون التجاري وأحكامه الخاصة التي يتضمنها العقد في حد ذاته على اعتبار العقد شريعة المتعاقدين.

المطلب الثاني

تسويق الإصدارات عن طريق السعي المصفقي

يعتبر نشاط السعي المصفقي من النشاطات الحديثة التي لقت رواجاً كبيراً في الأسواق المالية. غايته هو خلق همزة وصل بين مؤسسات السوق المالية وكبار مستثمريها من جهة وبالمدخرين من جهة أخرى. فيقوم الساعي بإقناع المدخر بتوظيف أمواله في الاكتتاب في قيمة معينة عند إصدارها بشرح مزاياها والفوائد التي يجنيها من خلال هذا الاكتتاب. يمارس هذا النشاط حصرياً من قبل وسطاء عمليات البورصة المعتمدين الذين يمارسون نشاطاً غير محدوداً وذلك تطبيقاً للمادة مع من نظام اللجنة

1 - كما جاء النص عليه في المادة 70 من التقنين المدني الجزائري.

رقم 03/46⁽¹⁾. على خلاف المشرع الفرنسي الذي فتح المجال واسعا لممارسة نشاط السعي المصفاقي وفقا لما نصت عليه المادة L341-3 من التقنين النقدي والمالي ليشمل المؤسسات المصرفية. مؤسسات القرض، شركات التأمين، شركات الاستثمار في الأوراق المالية وأخيرا المؤسسات التي تسمح بتوكيل هيئات، لتمثيل عمالها وممارسة السعي المصفاقي لخدمة عمالها ومقدمي النصائح المالية⁽²⁾. أما النص القديم وهو المادة من القانون رقم 617 المؤرخ في 3 جانفي 1972 المتعلق بالسعي المصفاقي وتوظيف القيم المنقولة حدد هذا النص ثلاث فئات تمارس السعي المصفاقي وهي: مؤسسات القرض، شركات البورصة وأعاونها المهنيين، شركات التأمين⁽³⁾. يدرس النظام القانوني للسعي المصفاقي بعد تحديد ماهيته (الفرع الأول)، ثم بيان أحكامه (الفرع الثاني).

1 - تنص المادة 2 من نظام اللجنة رقم 03/96 المؤرخ في 3 جويلية 1996، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، السابق ذكره، على ما يلي:

« يقصد في هذا النظام بـ:

- 1 - الوسيط في عمليات البورصة ذي النشاط غير المحدود: كل وسيط يمارس إضافة إلى مهمة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة وبالمنتجات المالية الأخرى أحد النشاطات التالية أو العديد منها:
 - عملية شراء أو بيع قيم منقولة لصالحه سواء بصفة رئيسية أو ثانوية.
 - توظيف القيم المنقولة لحساب الغير.
 - تسير حافظات للقيم المنقولة بموجب توكيل.
 - القيام بسعي مصفاقي مرتبط بأحد النشاطات المذكورة أعلاه.
 - كل نشاط آخر تحدد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة المسماة فيما يأتي اللجنة ... ».

2 - Article L 341-3 du code monétaire et financier.

« Ne peuvent recourir ou se livrer à l'activité de démarchage bancaire ou financier, dans la limite des dispositions particulières qui les régissent, que :

1 - Les établissements de crédit définies par l'article L 511-1, les organisme mentionnés à l'article L 518-1, Les entreprises d'investissement et les entreprises d'assurance définies respectivement à l'article L 531-4 du présent code et l'article L-310 du code des assurances, les sociétés de capital-risque mentionnés à l'article. 1^{er} 1 de la loi N° 85-695 du 11 Juillet 1985 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier en vu de la souscription des titres qu'elle émettent, ainsi que les établissements et entreprises équivalents agréés dans un autre Etat membre de la communauté européenne et habilités à intervenir sur le territoire français.

2 - Les entreprises dans le cadre des dispositifs relevant du titre IV du livre IV du code de travail qu'elles proposent à leur bénéficiaires ainsi que les personnes morales qu'elles mandatent pour proposer un de ces dispositifs conclus par l'entreprise. Dans ce cas, et sans préjudice des règles d'information et de commercialisation auxquelles elles sont soumises seules sont applicables à ces activités de démarchage les dispositions de l'article L341-9, du 3^{ème} de l'article L352-2, de l'article 353-4 du présent code.

3 - Les conseillers en investissements financiers définis à l'article L541-1 exclusivement pour les opérations prévues au 5^{ème} de l'article L341-1 ».

3 - Article de la loi N° 76/6 du 3 Janvier 1976.

« Ne peuvent recourir au démarchage en vue d'opération sur valeurs mobilières que les établissements de crédit et les établissements mentionnés à l'article 99. de la loi 84-46 du 4 =

الفرع الأول

ماهية السعي المصفاقي

يتوقف نشاط السوق المالية برمته على عملية أساسية، هي تعبئة المدخرات خاصة المتأتية منها من صغار المدخرين، لذا يستعمل المستثمرون في السوق شتى الوسائل التي تمكنهم من الترويج للإصدارات الجديدة لدى هذه الفئة ، وإقناعهم باستثمار أموالهم فيها.

تستفيد السوق المالية من كبار المستثمرين، لكونهم يضحون أموالا طائلة فيها، فحينما يكتتبون في إصدارات الشركات فإنه يستثمرون أموالا طائلة. فتسعى الشركات المصدرة إلى كسب ثقة هؤلاء المستثمرين، وتسخر لأجل ذلك شتى الوسائل اللازمة لجلبهم وتوظيف أموالهم في هذه الإصدارات. لكن كبار المستثمرين معروف عنهم أنهم مضاربين، فمعرفتهم بخبايا السوق تمكنهم من الشراء والبيع بسرعة بهدف تحقيق فائدة أكبر، أما عن صغار المدخرين فهم وإن كانت الأموال التي يوظفونها قليلة بالمقارنة بالفئة السابقة، لكن كلما أستطاع المصدر جلب عدد أكبر من صغار المدخرين كلما كانت الاستثمارات أضخم، يمتاز التعامل مع صغار المدخرين نسبيا بالاستقرار لأنهم يخشون من المضاربة، ويوظفون أموالهم بهدف الحصول على فائدة أكيدة ولو كانت قليلة.

أدت الحاجة إلى تعبئة المدخرات إلى ظهور نشاط جديد، هو نشاط السعي المصفاقي فالساعي هو ذلك الشخص الذي يتخذ كل الوسائل اللازمة لجلب هذه المدخرات وتوظيفها لصالح الشركة التي استعانت بخدماته.

أولاً - تعريف السعي المصفاقي وتمييزه عن الأنظمة المشابهة له:

أ- تعريف السعي المصفاقي: عرّفت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السعي المصفاقي في المادة الثانية من نظامها رقم 03/96 بكونه: « نشاط الشخص الذي يتصل عادة بالناس في منازلهم أو أماكن عملهم وكذا في الأماكن العمومية أو الذي يستعمل عادة المكالمات الهاتفية والرسائل والمناشير سواء قصد أو اقتراح اقتناء قيم منقولة أو بيعها أو المساهمة في عمليات تتعلق بقيم منقولة سواء بغية تقديم خدمات أو إرشادات للغاية نفسها ».

=Janvier 1984. Relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, les sociétés de la bourse ou les auxiliaires des professions boursières régis par la loi N° 72/1128 du 21 décembre 1972 précitées. Ainsi que les entreprise d'assurance ».

ركزت اللجنة في تعريفها للسعي المصفقي على بعض صور ممارسته وذكرها على سبيل المثال وليس على سبيل الحصر، لذا يبقى هذا التعريف ناقص فهو ليس بتعريف جامع أو مانع.

عرف المشرع الفرنسي من جهة السعي المصفقي في المادة L341 من التقنين النقدي والمالي « بأنه كل اتصال غير مطلوب مهما كانت وسيلة الاتصال بشخص طبيعي أو معنوي محدد بهدف الحصول على موافقته لإتمام جملة من الخدمات أو العمليات »⁽¹⁾.

قبل قانون الأمن المالي La loi sur la sécurité financière الفرنسي كان المشرع ينص على السعي المصفقي في ثلاث قوانين مختلفة ويعطيه مفاهيم مختلفة وهي:

- القانون الصادر في 28 مارس 1885 المعدل سنة 1987 المتعلق بالأسواق الآجلة.

- القانون رقم 1010/66 المؤرخ في 28 ديسمبر 1966 المتعلق بقرض النقود وعمليات السعي المصفقي والإشهار.

- القانون رقم 06/72 المؤرخ في 03 جانفي 1972 المتعلق بالسعي المصفقي وعمليات توظيف القيم المنقولة⁽²⁾.

جمعت هذه النصوص في نص واحد بعد عملية تقنين النصوص المنظمة للسوق المالية وإصدار قانون الأمن المالي جمعت كلها في تقنين واحد⁽³⁾ سمي بالتقنين النقدي والمالي الذي نص في بابه الرابع على السعي المصفقي وخصه له أربعة فصول⁽⁴⁾.

يلاحظ أن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة اعتمدت على نص المادة 2 من

1 - Article L341 du code monétaire et financier.

« Constitue un acte de démarchage bancaire ou financier toute prise de contact non sollicitée, par quelque moyen que ce soit avec une personne physique ou une personne morale déterminée en vue d'obtenir, de sa part un accord sur une série de services ou d'opérations ».

2 - ARESTAN Philippe, Démarchage bancaire et financiers et conseil en investissements financiers, Editions revue Banque, Paris, 2006, p 34.

3 - تمت عملية التقنين بموجب الأمر رقم 1223/2000 الصادر في 14 ديسمبر 2000، الجريدة الرسمية الفرنسية عدد 291، صادر في 16 ديسمبر 2000.

BERTIN-MOUROT (O) et FATIER (B), "La réforme du démarchage bancaire et financier", Petites affiches, N° 162 du 14 Août 2003, p 4 et 5.

4 - Le livre III du code monétaire et financier dans le titre IV intitulé « Le démarchage et le colportage » Comportant quatre chapitre visant successivement le démarchage sur les opérations de banque, le démarchage de valeurs mobilières, le démarchage relatif aux opérations sur le marché à terme et le démarchage et colportage concernant les opérations sur matières précieuses et les billets de banques étrangères.

القانون الفرنسي رقم 6/72 المتعلق بالسعي المصفاقي⁽¹⁾. عند تعريفها للسعي المصفاقي فركزت على عناصر أساسية هي:

- ممارسة النشاط بصفة معتادة.
- تحديد مكان ممارسة النشاط.
- الوسائل المستعملة للاتصال.
- الغرض من الاتصال.

أدى الاختلاف الذي تبناه المشرع الفرنسي بشأن تعريف السعي المصفاقي في كل من القانون القديم والقانون الجديد إلى إحداث بلبلية وسط الفقه الذي لم يعد يعرف كيف يصف التعريف الجديد بالنسبة للتعريف القديم⁽²⁾.

ب - تمييز السعي المصفاقي عما يشابهه من أنظمة:

يجب التمييز بين كل من السعي المصفاقي والاستشارة المالية، السعي المصفاقي والاستشارة في إدارة الأموال، السعي المصفاقي والإشهار وأخيرا بين السعي المصفاقي والتعهد عن الغير.

ب- 1 - التمييز بين السعي المصفاقي والاستشارة في الاستثمار المالي (CIF) La

conseil en investissement financiers تعرفه المادة L431-1 من التقنين النقدي والمالي الفرنسي على أن المستشار في الاستثمار المالي هم الأشخاص الذين يمارسون مهنة الاستشارة كمهنة معتادة⁽³⁾. يُلاحظ أن المشرع الفرنسي اعتمد في تعريفه لهذه المهنة

1 - Article 2 de la loi N° 72/6 du 3 Janvier 1972 relative au démarchage financier et aux opérations de placement de valeurs mobilières, J.O.R.F du 5 Janvier 1972, p 154.

« Constitue une activité de démarchage le fait de se rendre habituellement au domicile ou à la résidence des personnes ou sur leurs lieux de travail, ou dans les lieux publics, en vue de conseiller la souscription, l'achat l'échange ou la vente de valeurs mobilières ou une participation à des opérations sur ces valeurs. Sont également considérés comme activités de démarchage les offres faites ou les conseils donnés de façon habituelle, en vue des même en vue des même fins au domicile ou à la résidence des personnes ou sur les lieux de travail par l'envoi de lettre ou circulaires ou par communication téléphonique ».

2 - LUCAS DE LEYSSAC. (C) et PARLEANI. (G), « Le démarchage bancaire et financier », revue sociétés, N° 4, 6 Octobre-Décembre 2003, p 719 et suite.

3 - Article M541-1 du code monétaire et financier :

« Les conseillers en investissement financiers sont les personnes exerçant à titre de profession habituelle une activité de conseil portant sur la réalisation d'une opération sur instrument financiers, la réalisation d'une opération de banque ou d'une opération connexe, la fourniture d'un service d'investissement ou d'un service connexe, ou la réalisation d'une opération dur biens divers ».

على معيارين أساسيين هما: معيار النشاط وهو تقديم النصح والمشورة في المجال المالي عن طريق توصيات، آراء وكل ما يلزم لأداء الخدمة⁽¹⁾، أما المعيار الثاني فهو معيار العادة أو الاعتياد، أي ممارسة النشاط بصورة متكررة وليست اعتراضية.

تُستنتج أوجه الشبه والاختلاف بين المهنتين من خلال العناصر المذكورة أعلاه.

• أوجه الشبه:

- كلا من المهنتين تمثل نشاطا مقننا ومنظما، هذا بالنسبة للمشرع الفرنسي، أما المشرع الجزائري، فلا يعتبر نشاط السعي المصفاي كمهنة مستقلة في ذاتها، إنما هي من إحدى نشاطات الوسيط ذي النشاط غير المحدود كما نصت عليه اللجنة في المادة 2 من نظامها رقم 03/96، في حين لم تنص على مهنة الاستشارة المالية كمهنة مستقلة ولا كنشاط مستقل من أنشطة الوسيط كما فعلت بالنسبة للسعي المصفاي، وهذا مرده إلى كون الاستشارة المالية هي بين النشاطات العادية والالتزامات العامة التي يلتزم بها كل وسيط تجاه زبونه، بأن يقدم له النصح والمشورة كلما لزم الأمر ذلك نظرا لتمتع الوسيط بالخبرة والاختصاص بالمقارنة مع الزبون.

يمارس النشاطين بصفة اعتيادية لا اعتراضية خاصة في النص القديم للسعي المصفاي في التشريع الفرنسي قبل تعديله بعد تعديله استغنى المشرع عن هذا المعيار. معيار لم تستغن عنه اللجنة فهي تشترط ممارسة النشاط بصفة اعتيادية بنصها على ما يلي: « نشاط الشخص الذي يتصل عادة بالناس ».

• أوجه الاختلاف:

يبادر الساعي في السعي المصفاي بالاتصال بزبونه ويقدم له عروضاً. أما في الاستشارة المالية. فالزبون هو من يبحث عن المستشار ويتصل به.

- في الاستشارة المالية ينتهي التزام المستشار بمجرد تقديم النصيحة وفقاً لما يراه المستشار مناسباً للزبون دون أن يتدخل في توجيه إرادة الزبون أو حثه على إبرام

1 - لم يعرف النشاط في حد ذاته في المادة 541-1، لكن يمكن استخلاصه من التعريف الوارد في المادة 4 فقرة 4 من التوجيه الأوروبية رقم 39/2004 التي تعرفه كما يلي:

« La fourniture de recommandation personnalisées à un client à sa demande doit à l'initiative de l'entreprise, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers ».

BONNEAU Thierry et DRUNNOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p 227-228.

تصرف معين. أما السعي المصفاقي فتتمثل خصوصيته في إصرار الوسيط على الزبون في حثه وإقناعه بإجراء عملية معينة إما شراء أو بيع قيم منقولة⁽¹⁾.

ب- 2 - التمييز بين السعي المصفاقي الاستشارة في إدارة الأموال Conseil en gestion de patrimoine (CGP) لم يعرف المشرع الجزائري ولا لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هذا النشاط، ولا المشرع الفرنسي نشاط الاستشارة في إدارة الأموال، لكن الحياة العملية في الدول ذات الاقتصاديات المتطورة أقرت هذا النشاط الذي يتعدى النصح المالي ليشمل تقديم النصيحة والمشورة في المسائل القانونية، الاقتصادية، الجبائية وغيرها. كما له أن يبرم عقودا بشأن الأموال التي يسلمها إياه الزبون لكن تبقى في حدود عقود الإدارة دون التصرف.

تنطبق أوجه الشبه والاختلاف التي ذكرناها بشأن التمييز بين السعي المصفاقي والاستشارة المالية على نشاط الاستشارة في إدارة الأموال فلا داعي لتكرارها. يرى الأستاذ أريستان ARESTAN أن النشاطان مختلفان لكنهما متداخلان ومتكاملان⁽²⁾.

ب- 3 - التمييز بين السعي المصفاقي والإشهار: يعتبر الإشهار بمثابة عملية ترويج لخدمة أو سلعة ما شأنه في ذلك شأن السعي المصفاقي، فيحاول المهني إظهار محاسن الشيء المروج له لدفع المخاطب به إلى اقتناء تلك السلعة أو الخدمة، أما عن وسائل الإشهار فهي الأخرى لم تعد محصورة في وسائل الإعلام السمعية أو البصرية أو المكتوبة فحسب، لأن التطور التكنولوجي يتيح وسائل اتصال متنوعة وتحقق الغرض نفسه.

يكن الفرق بين الإشهار والسعي المصفاقي في أن هذا الأخير موجه إلى شخص أو أشخاص محددين في كل مرة، في حين أن الإشهار يعرض دفعة واحدة، ويكون موجه

1 - ARESTAN Philippe, Démarchage bancaire et financier et conseil en investissement, op.cit, p 190.

2 - « Une activité qui n'est pas encore définie et elle n'a pas de régime juridique ou de statut distinct. Bien que les deux expressions (CGP) et (CIF) soient assez proches l'une de l'autre, le terme de conseil en investissement financier n'a pas vocation à remplacer celui de conseil en gestion de patrimoine, si les deux notions de recoupent, elle ne se recouvrent pas totalement. Le périmètre du CGP est probablement plus large que celui de CIF en ce qu'il englobe non seulement le conseil en investissement financiers mais également le conseil juridique et fiscal, le conseil immobilier, le conseil en assurance, le conseil en stratégie et en organisation patrimoniale... Il en résulte que si les CIF peuvent faire du CGP ce dernier peut être le fait de personnes autres que les CIF. A chacun des domaines d'activités englobées dans l'application de CGP correspond à un encadrement légal spécifique qui est désormais complet avec le statut de conseil en investissements financiers ».

Ibid, pp 191 - 192.

للناس جميعا، هي نقطة ركز عليها المشرع الفرنسي في المادة L341 من التقنين النقدي والمالي⁽¹⁾. حاول الفقه في فرنسا التركيز على المقصود بشخص محدد، فوضع جملة من العناصر التي بها يعرف الشخص، مما أدى إلى توسيع نطاق تطبيق قواعد السعي المصفاقي⁽²⁾. لم يتفطن المشرع الجزائري إلى أهمية تحديد الشخص المخاطب بالسعي المصفاقي، مما يؤدي إلى الخلط بين مفاهيم كل من الإشهار والسعي المصفاقي، في رأينا يجب إضافة هذا التحديد إلى المادة 2 من النظام رقم 03/96 السابق ذكره.

ب- 4 - التمييز بين السعي المصفاقي والتعهد عن الغير:

تسعى الشركة جاهدة بعد إصدار قيمها، إلى تسويقها وإيجاد مكتبتين فيها لتحصيل أموالها. تستعين لأجل ذلك بوسطاء في عمليات البورصة، الذين يمارسون باسمها ولحسابها سعيا مصفاقيا. يتصلون بالزبائن حيث ما كانوا ويعرضون عليهم اقتناء القيم المصدرة. لا يكفي الوسطاء بمجرد عرض الشراء على المدخر إنما يحثه ويحاول إقناعه بشتى الوسائل لإبرام عقد الاكتتاب.

يقترّب هذا المفهوم من مفهوم التعهد عن الغير المنصوص عليه في المادة 114 من التقنين المدني الجزائري⁽³⁾، لكنها يختلفان في الأثر القانونية فرفض المدخل للاكتتاب لا يقيم مسؤولية الساعي، ولا يلتزم هذا الأخير بشراء الإصدارات التي رفضها الزبون. ينقضي التزام الساعي بمجرد الاتصال بالزبون وحثه على اقتناء السلعة أو الخدمة.

1 - « ... Toute prise de contact non sollicitée par quelque moyen que ce soit, avec une personne physique ou une personne morale déterminée... ».

2 - نذكر من بين هذه العناصر هوية الشخص، عنوانه، رقم هاتفه، مهنته، انتمائه إلى مجموعة من الأفراد الذين يملكون مميزات متشابهة في السلوك، ذكرت هذه العناصر في التقرير الذي قدمه الخبير ماريني MARINI والذي جاء نصه الأصلي كالتالي:

« Les éléments de détermination d'une personne sont, son identité, son adresse. Son numéro de téléphone, sa profession, son appartenance à un groupe d'individus censés présenter des caractéristique homogènes de comportement ».

Rapport MARINI, Rome 1, p 293. in BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p 229, 230.

3 - تنص المادة 114 من التقنين المدني على ما يلي: « إذا تعهد عن الغير فلا يتقيد الغير بتعهده فإن رفض الغير أن يلتزم وجب على المتعهد أن يعرض من تعاقد معه، ويجوز له مع ذلك أن يتخلص من التعويض بأن يقوم هو نفسه بتنفيذ ما التزم به. »

أما إذا قبل الغير هذا التعهد فإن قبوله لا ينتج أثرا إلا من وقت صدوره، ما لم يتبين أنه قصد صراحة أو ضمنا أن يستند أثر هذا القبول إلى الوقت الذي صدر فيه التعهد. »

ثانياً - تكييف السعي المصفاقي:

خصصت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مادة واحدة للسعي المصفاقي، تضمنت تعريفاً ناقصاً اعتمدت فيه على التعريف الذي تبناه المشرع الفرنسي في المادة 2 من القانون رقم 06/22 السابق ذكره. بمقارنة النصين مع النص الجديد الذي أدخله المشرع الفرنسي في المادة 311 من التقنين النقدي والمالي، تم تحديد العناصر المكونة للسعي المصفاقي. نستعين بالعناصر المتوصل إليها للبحث عن تكييف قانوني لعقد السعي المصفاقي، تكييف من شأنه أن يصنف العقد ويحدد النظام القانوني للعقد وأحكامه بما فيها حقوق والتزامات الأطراف ومسؤوليتهم⁽¹⁾.

حاول الفقه في فرنسا تكييف السعي المصفاقي بأنه عقد وكالة بعمولة، يقوم بموجبه الساعي بالتقريب بين طرفي العلاقة وهما المصدر والزبون⁽²⁾. رأي رفضه البعض بحجة أن الساعي ينوب عن الزبون وعن المصدر، في القيام بأعمال مادية دون الأعمال القانونية. تنتهي مهمة الساعي بمجرد الاتصال بالزبون وحثه على اقتناء السلع أو الخدمات التي يعرضها، سواء قبل ذلك أو لم يقبل. نيابة لا تسمح للساعي بإبرام التصرف باسم ولحساب الزبون، ولا يتحمل مسؤولية عدم قبول الزبون اقتناء السلعة في مواجهة المصدر. لهذا السبب وصفت هذه النيابة بأنها نيابة شكلية⁽³⁾.

نظم المشرع الجزائري أحكام عقد الوكالة في التقنين المدني⁽⁴⁾، سيستعان بهذه الأحكام للمقارنة بين نشاط السعي المصفاقي والوكالة في المادة 57 من التقنين المدني، التي جاء نصها كما يلي: « **الوكالة أو الإنابة هو عقد بمقتضاه يفوض شخص شخصاً آخر للقيام بعمل شيء لحساب الموكل أو باسمه** » يُستخلص من خلال هذا التعريف أن الوكالة تنشأ بموجب اتفاق بين الموكل والوكيل يفوض بموجبه الأول الثاني. أمراً يتحقق

1 - بن مدني أحمد، الوساطة في المعاملات المالية، مرجع سابق، ص 17.

2 - « Le démarchage se présente plutôt comme un courtier chargé de mettre en relation deux parties que comme un mandataire ».

TORCK. S, « La réforme du démarchage financier par la loi du 1^{er} Août 2003, de sécurité financière », op.cit, p 5.

3 - « **Force et de conclure que le mandat dont il s'agit est un mandat formel à l'image du mandat de l'agent immobilier** ».

DONDERO. B, « Le nouveau régime du démarchage bancaire et financier », petites affiches, du 14 Novembre 2003, N° 228, p 39.

4 - المواد من 571 إلى 589 من التقنين المدني الجزائري.

مع السعي المصفقي لعدم وجود أي اتفاق مسبق بين الساعي والزبون، لأن الساعي هو من يبادر بإرادته المنفردة بالاتصال بالزبون دون طلب من هذا الأخير، يظهر من هذا التعريف الفرق الشاسع بين النظامين.

يُضاف إلى هذا الفارق، فوارق أخرى منها، اعتبار الوكيل طرفا في العقد المبرم بينه وبين الغير. هذا الأخير يبرم التصرف باسم ولحساب الموكل⁽¹⁾. عكس الساعي الذي لا يبرم عقد الاكتتاب مع المصدر باسم ولحساب زبونه، إنما يكتفي بحثه على الاكتتاب، فإذا اقتنع الزبون بذلك ما عليه إلا أن يبرم العقد بنفسه. نتيجة لما ذكر لا يتحمل الساعي مسؤولية تنفيذ العقد لاتجاه المصدر ولا اتجاه الزبون ولا العكس⁽²⁾. نستخلص من هذه المقارنة، اختلاف السعي المصفقي عن عقد الوكالة. ما يدفع إلى القول أن السعي المصفقي عقد مستقل له نظام خاص به على اللجنة أن تعيد النظر في صياغة المادة 2 من النظام رقم 03/96 وفقا للانتقادات والنقائص التي تمت إثارتها. مع أن الأنسب هو إصدار نظام خاص يتعلق بنشاط السعي المصفقي تنظيمه في أحكامه وحقوق والتزامات الطرفين مسؤوليتهما.

الفرع الثاني

أحكام السعي المصفقي

يتصل الساعي بالزبون لعرض سلع أو خدمات مالية عليه، وإقناعه باقتنائها دون أن يبرم الساعي عقدا بالاقتناء باسم ولحساب الزبون. إن هذا التصرف وإن كان ماديا بحثا فإنه ينشأ علاقة قانونية بين الساعي والزبون، يترتب عنها التزامات على عاتق كلا الطرفين (أولاً)، كما يكسبهما حقوقاً (ثانياً) وأي إخلال بهذه الحقوق أو الالتزامات يترتب مسؤولية على عاتق المخل (ثالثاً).

تدرس هذه الأحكام بتطبيق القواعد العامة من جهة، وبالاستعانة بالتشريعات المقارنة من جهة أخرى، نظرا لعدم وجود أحكام خاصة به في التشريع الجزائري، لتكون هذه

1 - نصت المادتين 73 و74 من التقنين المدني الجزائري:

- المادة 1/73 تنص على ما يلي: «إذا تمّ العقد بطريق النيابة، كان الشخص النائب لا الأصيل هو محل اعتبار عند النظر في عيوب الرضاء، أو في أثر العلم ببعض الظروف الخاصة، أو افتراض العلم بها حتماً».

- أما المادة 74 فهي تنص على ما يلي: «إذا أبرم النائب في حدود نيابته عقدا باسم الأصيل فإن ما ينشأ عن هذا العقد من حقوق والتزامات يضاف إلى الأصيل».

2 - المواد 579 و583 من التقنين المدني الجزائري.

الدراسة بمثابة اقتراحات لعلها تساعد اللجنة في وضع نظام خاص بالسعي المصفقي.

أولاً - الالتزامات الناشئة عن السعي المصفقي:

يمكن تقسيم التزامات الساعي إلى ثلاثة أقسام، قسم خاص بالتزامات الساعي قبل إبرام العقد، قسم خاص بالتزامات الساعي عند إبرام العقد وقسم أخير خاص بالتزامات الساعي بعد إبرام العقد.

أ - التزامات الساعي قبل إبرام العقد:

أ- 1 - التحري والاستعلام عن الزبون المحتمل: نصت على هذا الالتزام الفقرة الأولى من المادة 11-341 من التقنين النقدي والمالي، التي ألزمت الساعي بالتحري عن وضعية الزبون المحتمل، من خبرته وأهدافه وتوجهاته في التوظيف والاستثمار المالي⁽¹⁾. عدلت المادة 11-341 من التقنين النقدي والمالي لتشمل عرض المنتجات المالية والاستثمارات المالية وغيرها من الخدمات التابعة⁽²⁾.

لا يخضع الساعي الذي يكتفي بإرسال الوثائق للزبون دون وجود أي اتصال شخصي أو مادي به لهذا الالتزام⁽³⁾. ومع ذلك فهو يلتزم بإعلام الزبون بجميع عناصر العرض الذي يقدمه له، كونه لا يعرف ميول هذا الزبون في الاستثمار.

أ- 2 - الالتزام بالإعلام: الالتزام بالإعلام أساسه القانوني في كل من المادة 11-341 فقرة 2 من التقنين النقدي والمالي، والمادة 3 من التوجيه الأوروبية رقم CE/63/2002 الصادرة في 23 سبتمبر 2002⁽⁴⁾. يلتزم بموجب الساعي بإعلام الزبون

1 - Article L341-11 premier alinéa du code monétaire et financier.

« Avant de formuler une offre de produits, instruments financiers ou services, les démarcheurs d'enquêtent de la situation financière de la personne démarchée, de son expérience et de ces objectifs en matière de placement ou de financement ».

2 - La première phrase du premier alinéa de l'article L341-11 modifier par l'article 5 alinéa 3 de l'ordonnance N° 2005-648, du 6 Juin 2005, relative à la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs modifier comme suite.

« Avant de formuler une offre portant des instrument financiers, un service d'investissement ou un service connexe... ».

3 - « Toutefois ces dispositions ne s'appliquent pas aux personnes qui participant à l'envoi de documents nominatifs, n'ont aucun contact personnalisé avec la personne démarchée ».

l'article L341-11 alinéa 3 du code monétaire et financier

4 - « Les démarcheurs communiquent à la personne démarchée, d'une manière claire et compréhensible, les informations qui lui sont utiles pour prendre sa décision ».

L'article 3 de la directive européenne CE/63/2002 du 23 septembre 2002

عن جميع عناصر العرض، وذلك بأسلوب وتعبير واضحين لا تدع مجالاً لأي تأويل، مع مراعاة مستوى الزبون وخبرته في المجال المالي ومعرفته بمصطلحاته.

يرى الفقه أن هذا الالتزام غير خاص بنشاط السعي المصفاقي، إنما هو مشترك بين كل مقدمي الخدمات والاستثمارات المالية في الإطار العام لنشاطهم⁽¹⁾. نتساءل في هذا الصدد عما إذا كانت المذكرة الإعلامية المؤشر عليها من طرف سلطة السوق بمثابة إعلام كافٍ للزبون إذا أرسلها إليه الساعي. بمفهوم آخر، هل يستطيع الساعي إقامة الدليل على تنفيذ الالتزام بالإعلام بمجرد إثباته لتقديم نسخة من المذكرة أو البيان الإعلامي Le prospectus المؤشر عليهما من قبل اللجنة للزبون عند الاتصال به. يرى البعض⁽²⁾ أن البيان الإعلامي وسيلة إعلام كافية لكونه يتضمن معلومات واضحة عن السلع المعروضة للاكتتاب. رأي أيده المجلس الدستوري الفرنسي بمناسبة نظره في الطعن بدستورية بيان إعلامي محرر باللغة الإنجليزية⁽³⁾.

ب- التزامات الساعي عند إبرام العقد:

الأصل هو أن تنتهي مهمة الساعي بمجرد إقناعه للزبون باقتناء السلعة أو الخدمة، دون أن يتدخل في إبرام عقد الشراء، لكن المشرع الفرنسي ربط السعي المصفاقي وعقد تسويق المنتجات المالية عن بعد⁽⁴⁾، أين يتعدى الساعي مهمة الإقناع، ليبرم عقد الشراء باسم الزبون.

1 - « Cette obligation s'apparente aux devoirs de conseil et d'information aux quels sont déjà tenus les prestataires de service d'investissement et les établissements de crédit dans le cadre de leurs activité propre ».

PORTIER Philippe, « Réforme du démarchage bancaire et financier », Revue de droit bancaire et financier, N° 5, septembre –octobre 2003, p 307.

2 - ARESTAN Philippe, Démarchage bancaire et financier et conseil en investissement financier, op.cit, p 148.

3 - Décision du conseil constitutionnel, N°2001/452 du 06/12/2001.

« De manière général, l'élaboration d'un résumé que le prospectus soit en français ou dans une autre langue, doit se généraliser afin de répondre aux besoins d'information claire et compréhensible de la part des investisseurs. Aujourd'hui, le document intégral, par sa complexité et sa longueur. (Plusieurs centaines de pages) sert surtout aux analystes financiers et aux investisseurs institutionnels, quelque soit la langue dans laquelle il est rédigé (...) le résumé devra comprendre l'ensemble des informations indispensables pour que les épargnants puissent investir en connaissance de cause et connaître précisément le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur, ainsi que des droits attachés aux valeurs mobilières concernées »

: ARESTAN Philippe, Démarchage bancaire et financier et conseil en investissements financiers, op.cit, p 148.

4 - L'ordonnance n° 2005.648 du 06 juin 2005. relative à la communication à distance de services financiers auprès des consommateurs. JORF du 07 juin 2005.

يترتب عن هذا العقد التزامات عديدة، أهمها التزام الساعي بإعلام الزبون بالعناصر السابق ذكرها وبالعناصر أخرى خاصة بعقد الشراء عن بعد⁽¹⁾.

ج- التزامات الساعي بعد إبرام العقد:

ج- 1- منح الزبون حق الرجوع: بعد اقتناء السلعة أو الخدمة المعروضة، يلتزم الساعي تجاه زبونه بمنحه أجل للرجوع حسب حالة التعاقد⁽²⁾. نصت على أجل الرجوع المادة L341-16 من التقنين النقدي والمالي، حددته بأربعة عشر يوما من تاريخ التعاقد⁽³⁾، أجل يتمشى مع الأجل الذي حددته التوجيه الأوروبية المتعلقة بتسويق الخدمات المالية عن بعد⁽⁴⁾، وإن كان النصان يختلفان في تاريخ بداية هذا الأجل. فالفقرة الثانية من المادة L341-16 جعلته يبدأ من استلام العقد الموقع عليه من طرف الزبون⁽⁵⁾، في حين جعلته التوجيه الأوروبية يبدأ من تاريخ توقيع⁽⁶⁾. استحسن الفقه الميعاد الذي تضمنته المادة 341-16 لوضوحه وسهولة تحديده⁽⁷⁾.

يعتبر حق الرجوع -كما يظهر من تسميته- ميعاد يسمح لصاحبه بسحب الرضا المعبر عنه سابقا، يكون ذلك بعد أن يلتقي هذا الرضاء بإرادة المتعاقد الثاني صاحب

= Un décret d'application a été pris par le ministre c'est le décret, n° 2005, du 25 novembre 2005. Relatif à la commercialisation à distance de service financiers auprès des consommateurs JO du 26 novembre 2005 concomitamment à l'ordonnance n°2005-648 qui a modifié l'article L341-12 du code monétaire et financier.

1 - Article L342-2 crée par l'ordonnance du 06 juin 2005 prévoit « *Lorsque la fourniture à distance de services financiers à un consommateur est précédée d'un démarchage bancaire ou financier l'article L341-12 s'applique à la place de l'article L121-20-10 du code de consommation et les références qui sont faites à ce dernier article sont remplacées par des référence faites à l'article L341-12* ».

2 - إذا كان السعي المصفاي مقترن ببيع عن بعد للمنتوجات والخدمات المالية.

3 - L'article L 341-16 dans sa rédaction issue de la loi de la sécurité financière dispose que : « *La personne démarchée dispose a compter de la conclusion du contrat, d'un délai de quatorze jours pour se rétracter sans pénalité et sans être tenue d'indiquer les motif de sa décision* ».

4 - La directive n°2002/65/ CE du 23 septembre 2002 Article 6.

ARESTAN Philippe, Démarchage bancaire et financier et conseil en investissement financier, op. cit, p 164.

5 - Article L 341 16-2 « *...Ce délai de rétraction court à compter de la date de réception par la personne démarchée du contrat signé par les deux parties* ».

6 - ARESTAN Philippe, démarchage bancaire et financier, op. cit, p 164.

7 - SUTOUD (J) et RAYONOUARD. (A), « Démarchage bancaire ou financier », *Revue Banque*, Edition 2004, p 198.

« Le délai de rétraction est donc bien comme son nom l'indique un délai permettant de rétracter le consentement déjà donné », Ibid, p 172.

السلعة أو الخدمة المالية المعروضة، لهذا السبب دقق الفقه في تاريخ بداية ميعد الرجوع كثرة الانتقادات الموجهة لنص المادة 2-16-341 دفع باللجنة المالية لدى مجلس الأمة بعرض تعديل لهذه المادة لجعله يتماشى مع كل من التوجيهية الأوروبية رقم 65/2002. وكذا المادة 13 et 12-20-121 L من تقنين الاستهلاك. منح النص الجديد المعدل للمادة L341-16 حرية اختيار بداية أجل بين تاريخ إبرام العقد أو تاريخ تلقي الزبون للشروط والمعلومات الكاملة إذا كان ذلك لاحق لإبرام العقد⁽¹⁾.

يمارس حق الرجوع بملئ استمارة مرفقة بالعقد معدة وفقا للنموذج الذي حدده المرسوم رقم 1019/2004 المعدل للمادة 8-341 من التقنين النقدي والمالي⁽²⁾. يلتزم الساعي بضمان مجانية حق الرجوع في حال إذا مارسه الزبون، فلا يدفع هذا الأخير عمولة إضافية لقاء ممارسته هذا الحق، ولا يعرض صاحب السلعة أو الخدمة المعروضة عند عدم تنفيذه للعقد⁽³⁾، شريطة عدم استعمال الزبون للسلعة أو الخدمة المعروضة. أما في الحالة المغايرة فالزبون ملزم بدفع حقوق تمثل مقدار ما استعمله من السلعة أو الخدمة أو مقدار ما انتفع بهما⁽⁴⁾.

لم يترك المشرع الفرنسي حق الزبون في الرجوع مطلقا، إنما وضع له استثناءات وردت في الفقرة الثالثة من المادة L341-16، وذلك بعد مراجعة نص هذه المادة من قبل اللجنة المالية لمجلس الأمة، تتمثل هذه الاستثناءات في ثلاث حالات لا يجوز للزبون التمسك فيها بحق الرجوع وهي:

- العقد المنفذ من قبل الطرفين وفقا لطلب الزبون.

- 1 - La nouvelle rédaction de l'article L341-16 du code monétaire et financier prévoit désormais que « *La personne démarchée dispose d'un délai de quatorze jours calendaires révolus. Pour exercer son droit de rétraction, sans à justifier de motifs ni à supporter de pénalités. Le délai pendant lequel peut s'exercer le droit de rétraction commence à courir soit à compter du jour ou le contrat est conclu soit à compter du jour ou la personne démarchée reçoit les conditions contractuelles et les informations, si cette dernière date est postérieure à date de la conclusion du contrat* ».
- 2 - ARESTAN Philippe, Démarchage bancaire et financier et conseil en investissement financier, op. cit, p 164.
- 3 - Le titre II de l'article 341-16 ajoute « *Lorsque la personne démarchée exerce son droit de rétraction elle ne peut être tenue au versement de frais, ou de commissions de quelque nature que ce soit* ».
- 4 - « ... *La personne démarchée est toutefois tenue de payer le prix correspondant à l'utilisation du produit ou du service fourni entre la date de la conclusion du contrat et celle de l'exercice du droit de rétraction* ». l'article 341-16 .

- في حالة وجود اتفاق خاص مع عدم منح الزبون حق الرجوع بخصوص منتجات أو خدمات مالية معينة.

- في بعض العمليات التي لا تسمح النصوص بحق الرجوع فيها⁽¹⁾.

ج- 2 - منح الزبون أجل للتفكير: حددت المادة 16-341 في فقرتها الرابعة، وهي حالات تقديم منتجات مالية، تسليم وتسلم وتنفيذ الأوامر لحساب الغير والعمليات المقدمة في مقر إقامة الزبون أو مكان عمله أو الأماكن غير المعدة لتسويق المنتجات المالية.

حدد هذا الأجل بثمانية وأربعون ساعة من وقت تسلم وصل بتقديم المعلومات الخاصة بالمنتج أو الخدمة للزبون⁽²⁾. عملت لجنة السوق المالية AMF على وضع نموذج لما يعرف بوصل تقديم المعلومات، وذلك بغرض توحيد البيانات التي يتوفر عليها.

ثانياً - حقوق الساعي:

يستحق الساعي أجر لقاء الخدمات التي يقدمها للزبون، أجره يتفق عليها مسبقاً إذا كان الساعي وسيطاً في عمليات البورصة، عليه أن يبين في بيان يعلقه في محله وآخر يقدمه للزبون أجره كل عملية قد ينجزها للزبون.

يحدث أن يقبض الساعي أجره من الزبون لقاء المجهودات التي يبذلها في إعلام الزبون إعلاماً مناسباً وعرض السلع والخدمات المالية عليه. كما يمكن أن يقبض عمولة من الشركة المصدرة للمنتجات المالية عن كل زبون ينجح الساعي في إقناعه بالافتناء يشترك الساعي مع الوسيط في عمليات البورصة في الأنظمة التي تميز بين النشاطين، في

1 - Le titre III de l'article 341-16 prévoit les exceptions suivantes :

« ... a) Aux contrats exécutés intégralement par les deux parties à la demande expresse sans droit de rétraction.

b) lorsque des dispositions spécifiques à certains produits ou services prévoient un délai de réflexion ou un délai de rétraction de durée différente.

c) lorsque le contrat porte sur :

- Le service de réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers.
- Le service d'exécution d'ordres pour le compte de tiers.
- La fourniture d'instruments financiers... ».

2 - « Ce délai de réflexion court à compter du lendemain de la remise d'un récépissé établissant la communication à la personne démarchée, par écrit sur support papier, des informations et documents relatif au démarchage. En outre le silence de la personne démarchée à l'issue de l'expiration du délai de réflexion ne peut être considéré comme signifiant le consentement de celle-ci ».

الحقوق التي يتمسك بها حيال زبونه، حقوق سبق ذكرها في الباب الأول من هذا البحث، فلا داعي لتكرارها هنا.

ثالثاً - المسؤولية الناشئة عن السعي المصفاقي:

ينتج عن إخلال الساعي بالتزاماته، تحمله المسؤولية تجاه الزبون وتجاه سلطة السوق المالية، تختلف المسؤولية التي قد تقع على عاتق الساعي باختلاف طبيعة الخطأ من خطأ مدني، أو جنائي، أو تأديبي.

أ- المسؤولية المدنية للساعي:

تنشأ المسؤولية المدنية باجتماع أركانها الثلاث، الخطأ، الضرر والعلاقة السببية. ومع ذلك فقد تختلف طبيعة هذه المسؤولية بحسب طبيعة المتضرر من الخطأ المرتكب، إذا كان هو المصدر أو إذا كان الزبون.

أ- 1 - مسؤولية الساعي تجاه المصدر: لتحديد مسؤولية الساعي تجاه المصدر يجب الرجوع إلى طبيعة التزام الأول تجاه الثاني. تتمثل مهمة الساعي في البحث عن زبائن محتملين لتسويق المنتجات المالية التي يصدرها المصدر، لذا فهو يلتزم ببذل العناية Obligation de moyen في تسويق تلك المنتجات، باتخاذ الوسائل المناسبة وبالارتباط بكل شخص يحتمل أن يقبل شراء المنتجات. على أن لا يدخر أي جهد في سبيل إقناعه بجودة المنتج وفوائده من أجل حثه على الاقتناء⁽¹⁾.

يعتبر الساعي قد نفذ التزامه إذا بذل عناية الرجل العادي في سبيل تحقيق نتيجة هي إقناع الزبون باقتناء السلعة أو الخدمة، ولا يسأل عدم تحققها. وبالعكس يكون مرتكباً لخطأ تجاه المصدر إذا قصر في بذل العناية اللازمة لتحقيق النتيجة.

أ- 2 - مسؤولية الساعي تجاه الزبون: يلتزم الساعي في مواجهة الزبون بتحقيق نتيجة هي ضمان توفير السلعة أو الخدمة وفقاً للشروط والآجال المتفق عليها. فعندما يتصل الساعي بالزبون لعرض السلعة فإنه يقدم له بيانات ومعلومات متعلقة بالمنتج المالي المصدر مع الالتزام بصحة هذه المعلومات وبوفرة المنتج. فإذا امتنع الزبون بالشراء وعند إصداره أمر بشراء كمية تعهد الساعي بوفرته، ظهر أنها غير موجودة،

1 - شأنه في ذلك شأن الوسيط ومقدمي الخدمات المالية.

« Le prestataire de service d'investissement n'étant généralement qu'à une obligation de moyen ».

BONNEAU Thierry, DRUMMOND France droit des marchés financier, op.cit, p 363.

يكون الساعي حينها قد أخل بالتزامه التعاقدي تجاه الزبون. الذي ربما فوت فرصة استثمار أمواله في منتج مالي آخر بغية شراء المنتج الذي يعرضه الساعي.

يضمن الساعي لزبونه تنفيذ التزامه بالشكل المتفق عليه وأي إخلال بهذا الالتزام ينشأ مسؤولية على عاتق الساعي الذي يلتزم بجبر الضرر الذي يصيب الزبون⁽¹⁾. يتحقق عنصر الضرر إذا أصيب الزبون أو أي عون من أعوان السوق في مصلحة مشروعة مادية كانت أو أدبية. وعلى المضرور أن يثبت أن الضرر الذي لحقه سببه هو الخطأ الذي ارتكبه الساعي. لا يتحدد خطأ الساعي إلا بتحديد طبيعة التزامه. ذهب البعض إلى اعتبار إلزام بتحقيق نتيجة Obligation de résultat⁽²⁾. يسأل الساعي مدنياً عن الأضرار التي لحقت بالزبون إذا لم تتحقق النتيجة المرجوة المتفق عليها في العقد، حتى وإن كان هذا الأخير قد بذل في سبيل تحقيق تلك النتيجة عناية الرجل العادي. في هذه الحالة يكفي على المضرور إثبات عدم تحقق النتيجة⁽³⁾.

ذهب البعض الآخر إلى اعتبار التزام الساعي التزاما بذل العناية Obligation de moyen⁽⁴⁾، فيكون الساعي قد نفذ التزامه كما يجب بمجرد أنه بذل عناية الرجل العادي في أدائه، ولا يكون حينها مسؤولاً عن عدم تحقق النتيجة. في هذه الحالة على المضرور أن يثبت أن الوسيط قد قصر في بذل العناية اللازمة في تنفيذ التزامه كي يتحصل على التعويض. ذهب البعض الآخر إلى أبعد من ذلك باعتبار الالتزام ما قبل التعاقد، التزاماً

1 - تنص المادة 14 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم على ما يلي: « يعد الوسيط في عمليات البورصة مسؤولين حيال آمريهم بالسحب وتسليم القيم المنقولة المتفاوض بشأنها في السوق ودفعها ».

2 - وهو ما ذهب إليه الأستاذ أيت مولود فاتح، حيث اعتبر الوسيط في عمليات البورصة وكيلا بالعمولة ضامنا، فهو يضمن لزبونه تنفيذ الأمر وتنفيذه على أحسن وجه أي أنه لا يكتفي بضمان تنفيذ التزامه هو كوسيط بالشراء إذا كان الأمر بالبيع إنما يضمن تنفيذ الالتزام الذي يقع على عاتق الوسيط الآخر المقابل للعملية.

في ذلك: أيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مرجع سابق، ص 110.

3 - وفقا للقواعد العامة للمسؤولية المدنية وذلك بإثبات السبب الأدنى أو القوة القاهرة، أو خطأ الغير، أو خطأ المضرور كما نصت على ذلك المادة 127 من التقنين المدني الجزائري.

4 - « Le prestataire n'étant généralement tenu qu'à une obligation de moyen ».

le jugement du tribunal commercial de Paris du 14 octobre 2003

BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p 363.

ببذل عناية وليس التزام بتحقيق النتيجة⁽¹⁾.

يجب أخذ كلّ التزام على حدا وكأنه مستقل عن باقي التزامات الساعي ، فالالتزام بالتحقق من هويّة العميل ومن صحّة أوامره، هو التزام ببذل العناية، فيكفي للساعي أن يبذل العناية في التّحقق منها بمقارنتها مع باقي الوثائق المودعة لديه، دون أن يتحمل أية مسؤولية بعد ذلك إن ظهرت أنها مزورة⁽²⁾.

أمّا عن التزامه بضمان تنفيذ العملية فهو التزام بتحقيق نتيجة. يضمن الساعي لزبونه تنفيذ العملية عند الاتفاق. لأجل ذلك فهو يؤمن على مسؤوليته عن عدم التنفيذ بدفع اشتراكات لصندوق الضمان، طبقاً لما نصّت عليه المادة 14 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 « **يعد الوسطاء في عمليات البورصة مسؤولين حيال آمرهم بالسحب وتسليم القيم المنقولة المتفاوض بشأنها في السوق ودفعها** »، لذى أنشأ صندوق الضمان بموجب المادة 64 من المرسوم التشريعي رقم 10/93.

ب - المسؤولية التأديبية:

تختلف طبيعة المسؤولية التأديبية عند المشرع الفرنسي باختلاف طبيعة الوكالة التي ينفذها الساعي وباختلاف نوعه ونشاطه وباختلاف انتمائه⁽³⁾. فيعاقب الساعي تأديباً من قبل اللجنة المصرفية إذا كان هذا الأخير بنكاً أو مؤسسة مالية⁽⁴⁾ في حالة ارتكابه لأحد الأخطاء التالية:

- خرق النصوص التشريعية أو التنظيمية التي تحكم مهنته.
- عدم الامتثال للتعليمات والتوصيات الممنوحة له.
- عدم الاستجابة للتحذيرات الموجهة له.
- عدم احترام تعهده.

1 - DE VAUPLANE Hubert, « La responsabilité civil des intermédiaires », Revue Droit bancaire et bourse, n° 76 novembre – décembre 1999, p 203.

2 - Jugement du tribunal commercial de Paris du 7 janvier 2004, observation de DE VAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean –Jacques, Revue Banque et Droit, n ° 94, mars – avril 2004, p 32.

3 - L'article L 341-17 du code monétaire et financier dispose que « **Les manquements aux lois, règlements et obligations professionnelles, applicables au démarchage bancaire et financier sont sanctionnés, selon la nature ou les activités des démarcheurs, ou de leur mandats, par la commission bancaire, ou L'AMF** ».

ARESRAN Philippe, Démarchage bancaire et financier..., op.cit, p 172.

4 - Article L613-21 du code monétaire et financier.

تصدر اللجنة المصرفية في حالة وقوع أحد هذه الأخطاء التأديبية إحدى العقوبات التالية: الإنذار، التوبيخ، المنع من ممارسة بعض النشاطات، الشطب المؤقت أو النهائي للمسيرين، سحب الاعتماد و/أو عقوبات مالية على شكل غرامات مالية. قد تترفق هذه العقوبات بعقوبات تكميلية كنشر العقوبة في بيانات اللجنة.

تصدر لجنة السوق المالية عقوبات تأديبية ضد الساعي، إذا كان هذا الأخير من مقدمي الخدمات المالية المعتمد من طرفها. بصفتها السلطة الضابطة للسوق المالية، تفرض اللجنة على جميع المتعاملين فيها بصفة عامة، وعلى مقدمي الخدمات المالية بصفة خاصة، احترام النصوص التشريعية والتنظيمية وجميع القواعد المنظمة للسوق المالية⁽¹⁾. تصدر عقوبات تأديبية كجزاء لخرق هذه القواعد وفقا لما هو منصوص عليه في المواد L621-15 إلى L621-17 من التقنين النقدي والمالي⁽²⁾.

أخضع المشرع الجزائري الوسيط الساعي للمسائلة التأديبية، عند اخلاله بالتزاماته المهنية، سواءً اتجاه زبائنه أو اتجاه اللجنة. فكلّ تقصير في أداء الواجبات المهنية واحترام أخلاقياتها، وكذا كلّ مخالفة للإجراءات التشريعية والتنظيمية السارية المفعول، تعرض الوسيط لعقوبات تأديبية⁽³⁾.

لم يميز المشرع بين طبيعة النشاط الذي يؤديه الوسيط عند تطبيق قواعد المسؤولية الأدبية، سواءً كان ساعياً ينفذ عقد السعي المصفقي، أو مسيراً لمحفظة القيم المنقولة، أو مفاوضاً داخل قاعة البورصة منفذاً لأوامر زبونه.

تمارس اللجنة رقابة دورية على الوسطاء، حرصاً منها على ضمان السير الحسن للسوق وحماية المدّخرين والمستثمرين فيها. إذا تلقت أية شكوى أو لاحظت أي خرق للنصوص التشريعية والتنظيمية، ترسل اللجنة أعوانها المؤهلين لإجراء التحقيقات، وعلى الوسطاء تسهيل مهمة هؤلاء المحققين بتزويدهم بكلّ الوثائق الضرورية والسّماح لهم بالدّخول لمحلّاتهم أثناء ساعات العمل.

يتولّى النظر في المسائل التأديبية للوسطاء في عمليات البورصة غرفة أنشأت داخل

1 - Article L621-9 titre II du code monétaire et financier.

2 - DEVAUPLANE Hubert, « L'autorité des marchés financiers », *revue banque*, Edition 2004, p 15.

3 - المادة 46 من النظام رقم 03/96 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وبواجباتهم ومراقبتهم، السابق ذكره.

اللجنة، تعرف بالغرفة التأديبية والتحكيمية المختصة بدراسة أي نزاع ناشئ عن إخلال الوسيط بالواجبات المهنية أو مخالفته للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليه⁽¹⁾.

من أهم المخالفات التي تنتظر فيها الغرفة:

- مخالفة إحدى إجراءات النظام رقم 03/96.
- مخالفة إحدى قرارات اللجنة.
- عدم التسليم في الآجال القانونية المحددة أية وثيقة أو أية معلومة تطلبها اللجنة.
- رفض تسليم وثيقة طالبت بها اللجنة نفسها أو عن طريق عون كلفته بالتحقيق.
- في حالة سماح الوسيط لعون معتمد غير مسجل، بمفاوضة قيم منقولة مسجلة في البورصة.
- الإدلاء بمعلومات خاطئة سواء للجنة أو أحد أعوانها⁽²⁾.
- بعد مداولاتها، تصدر الغرفة التأديبية والتحكيمية إحدى العقوبات التالية:
- الإنذار.
- التوبيخ.
- حظر النشاط كله أو جزئه مؤقتاً أو نهائياً.
- سحب الاعتماد.
- و/أو فرض غرامات مالية يحدّد مبلغها بعشرة ملايين دينار (10.000.000.00 دج) أو بمبلغ يساوي المغنم المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب على أن تدفع مبالغ الغرامات لفائدة صندوق الضمان⁽³⁾.

يبلغ الطرف المعني كتابياً بقرارات الإنذار أو التوبيخ، وتبلغ قرارات المنع المؤقت

1 - المادة 53 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

وتتدخل هذه الغرفة في الحالات التالية:

- إمّا بناءً على طلب من اللجنة.
 - بناءً على طلب من المراقب.
 - بطلب من الأطراف المذكورة في المادة 46 من النظام رقم 03/96 أو بناءً على تظلم أي طرف له مصلحة.
- المادة 54 من المرسوم التشريعي 10/93.

2 - المادة 47 من النظام رقم 03/96 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وبواجباتهم ومراقبتهم، السابق ذكره.

3 - المادة 55 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

أو النهائي للنشاطات أو لجزء منها وكذا سحب الاعتماد لكل من الوسيط المعني وتنتهي إلى علم الجمهور⁽¹⁾.

ج- المسؤولية الجزائية:

تطبيقاً للمبدأ الشرعية المنصوص عليه في قانون العقوبات، والذي يقضي بأنه لا جريمة ولا عقوبة ولا تدابير احترازية إلاّ بنص، فإنّ المسؤولية الجنائية للساعي لا تثبت إلاّ على الأفعال الموصوفة بالإجرامية والتي حدّتها المواد 58، 59، 60 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 وهي على التوالي:

- جريمة خيانة الأمانة والتي تتوافر أركانها بمجرد قيام الوسيط بمفاوضات تخالف أحكام المادة 5 من المرسوم التشريعي 10/93 السابق ذكرها. أمّا عقوباتها فعلى نفس عقوبة خيانة الأمانة المنصوص عليها في قانون العقوبات وبغرامة مالية تساوي ضعف قيمة السندات المعنية بالمخالفة⁽²⁾.

- جريمة اعتراض على تحقيقات اللجنة، فيعاقب كل شخص يعترض سبيل ممارسة صلاحيات اللجنة وأعاونها المؤهلين المنصوص عليهم في المواد 35 و 50 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، بالحبس من 30 يوماً إلى ثلاث سنوات وبغرامة قدرها 30.000 دج أو بإحدى العقوبتين فقط⁽³⁾.

- جريمة استغلال معلومات امتيازيه، فكل شخص توافرت عنده بمناسبة ممارسته لمهنته أو وظيفته معلومات امتيازيه عن منظور مصدر السندات أو وضعيتهن أو منظور تطوّر قيمة منقولة ما، فينجز بذلك عملية أو عدّة عمليات في السوق أو يتعمّد السماح بإنجازها، إمّا مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك، قبل أن يطّلع الجمهور على تلك المعلومات⁽⁴⁾.

- جريمة نشر معلومات خاطئة. كل شخص قد تعمدّ نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى عن منظور أو وضعية مصدر، تكون سندات

1 - المادة 48 من النظام رقم 03/96 المتعلّق بشروط اعتماد الوسطاء...، السابق ذكره.

2 - المادة 58 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلّق ببورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

3 - المادة 59 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلّق ببورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

4 - لتفاصيل أكثر حمليل نواره، «جنة استغلال معلومات امتيازيه في البورصة بين اختصاص القاضي وسلطة ضبط السوق المالية»، المجلة النقدية للقانون والعلوم السياسية، عدد 02، 2007، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، ص ص 111 - 160.

محل تداول في البورصة، أو عن منظور سند مقبول للتداول في البورصة من شأنه التأثير على الأسعار.

- جريمة تضليل السوق: كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس، مباشرة أو عن طريق شخص آخر، مناورة تهدف إلى عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تضليل الغير، والبعض يسميها جريمة مناورات الأسعار⁽¹⁾.

قرّر المشرّع عقوبة موحّدة للجرائم الثلاثة السابق ذكرها، وهي الحبس من ستة (06) أشهر إلى خمس سنوات (05)، وغرامة مالية قدرها 30.000 دج، يمكن رفع مبلغها حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، دون أن تقلّ هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه أو بإحدى هاتين العقوبتين⁽²⁾. هناك من الفقهاء من نادوا بضرورة مضاعفة هذه العقوبات لتحقيق الردع المطلوب، وذلك بهدف حماية السوق المالية من هذه الجرائم ومن التلاعب فيها خاصة وأنّ مرتكبي هذه الجرائم هم مهنيون متخصصون⁽³⁾، وذات ملأة مالية لا يستهان بها، لا تردعهم الغرامات المالية الضئيلة.

1 - DUCOULOUX – FAVARD Claude, et RONTCHESKY Nicolas, infractions boursières. Editions Joly, Paris 1997, p 73.

2 - المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلّق ببورصة القيم المنقولة.

3 - في ذلك: محمّد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2007، ص 399.

الفصل الثاني

تنظيم نشاط السوق الثانوية

سميت هذه السوق بالسوق الثانوية لأنها السوق التي تتداول فيها المنتجات المالية المطروحة في السوق الأولية، التي اشتهرت بتسمية البورصة نسبة إلى مؤسسها الأول VAN DER BOURS⁽¹⁾. ظهرت أول بورصة للقيم المنقولة في بلجيكا عام 1531⁽²⁾، لتليها بورصة ليون بفرنسا⁽³⁾، ثم بورصة باريس التي أنشئت بموجب قرار من البلاط الملكي في 17 ديسمبر 1724، وكان موقعها في L'hôtel de ville. أفلتت هذه البورصة عند بداية الثورة الفرنسية. لكنها استأنفت نشاطها في 1808 داخل القصر الملكي Le palais royal⁽⁴⁾. التحقت بورصة أمريكا⁽⁵⁾ ثم

- 1 - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 15.
كان السيد بورص أحد أكبر التجار الأغنياء والصيارفة المهمين في بلجيكا. عاش في أواخر القرن الرابع عشر في مدينة Burges البلجيكية. كان ينظم اجتماعات للمبادلات التجارية بقصره، فسميت هذه الاجتماعات بتسمية بورص نسبة إلى صاحب القصر، لاحقاً اشتقت كلمة "البورصة" من اسمه. شمعون شمعون، البورصة، مرجع سابق، ص 7.
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 الروايتين. سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 14.
- 2 - بودي عبد القادر، وبوسهمين أحمد، "ماهية بورصة الأوراق المالية" مداخلة منشورة في مجمع أعمال الملتقى الوطني الثاني حول "أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري" المنظم من طرف جامعة أدرار يومي 24 و25 أبريل 2007، ص 16.
- 3 - أنشأت بورصة ليون Lyon سنة 1595، هي أقدم وأهم بورصة عرفتتها فرنسا في القرون الوسطى، لم تعرف هذه البورصة سماسرة مختصين في التداول إلا في 1639، وفي 1724 ظهرت محاولة لتنظيم سوق البورصة بنظام ملكي، لكنه لم يجد نفعاً. لمزيد من التفاصيل عن تاريخ البورصة في فرنسا،
DURAND Michel, La bourse, collection Repères, Editions La Découverte, Paris, 1993, p11.
- PERQUEL Jean-Jacques et PERQUEL François-Eric, Les Bourses d' Europe centrale, Collection Gestion Internationale, Editions Vuibert, Paris, 1995, p 7.
- 4 - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 19. أيضاً: عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسة في الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 13.
- 5 - يمكن تقسيم مراحل ظهور وتطور البورصات الأمريكية إلى ثلاث مراحل، تمتد الأولى من 1725 إلى 1815، حين عُرفت أول بورصة في وول ستريت، وكانت سوقاً عاجلة. ثم نقلت من البورصات الأوروبية الشرقية بعض تقنيات السوق العاجلة. وفي أواخر القرن أنشئت بورصة في فيلادلفيا. المرحلة الثانية تبدأ من 1815 إلى 1914، أما الثالثة فتبدأ من 1914 إلى 1949، وأخيراً مرحلة 1970.
PERQUEL Jean Jacques, Les bourses Americaines, Editions Vuibert, Paris, 1992, pp. 2-8.

بورصة لندن بالركب سنة 1773⁽¹⁾، لتنتشر هذه التقنية الاقتصادية في كافة أنحاء العالم.

عُرِّفت بورصة القيم المنقولة بعدة تعاريف يذكر منها ما يلي « هي السوق المنظمة التي تعقد فيها عمليات يكون موضوعها تداول الأوراق المالية في حصص يومية أو دورية، تحت رقابة إدارة السوق ». عُرِّفت كذلك بأنها « الإطار الذي تجتمع فيه كل المعلومات الخاصة بالقيم، والتي تتحوّل فيما بعد إلى أسعار يتعامل بواسطتها البائع والمشتري »⁽²⁾. يرى البعض أن تسمية البورصة تدلّ على معانٍ مختلفة منها:

- المكان الذي تتعقد فيه عمليات البورصة.
- العمليات المنجزة والمتمثلة في تداول الأوراق المالية.
- الحصص اليومية أو الدورية التي تُعقد فيها تلك العمليات.
- التنظيم المفروض على المتعاملين داخل تلك السوق لكونها سوقاً منظّمة⁽³⁾.

تمتاز السوق الثانوية بدقة وتعقيد العمليات المنجزة فيها، لذا يجب أن يرافقها تأطراً قانونياً محكماً يضمن حماية السوق والمتعاملين فيها على حدٍ سواء. يكون ذلك بتحديد القواعد الموضوعية والإجرائية للعمليات المنفذة فيها، وتحديد حقوق والتزامات المتعاملين فيها. تعرف السوق التي حظيت بتأطير قانوني للعمليات المنجزة فيها بالسوق المنظمة، خلافاً لبعض الأسواق التي تركت الإرادة التشريعية لتنظيمها للأعوان المتعاملين فيها، فسميت بالأسواق غير المنظمة.

تعتبر بورصة الجزائر سوق منظمة تخضع لإطار قانوني محكم، إذ أولاهها كل من المشرع واللجنة عناية خاصة بتنظيم عملياتها، وإن كان تنظيمها معاباً في بعض الأحيان. نظمت عمليات البورصة بموجب نصوص تشريعية وأخرى تنظيمية، فطغى عليها الطابع التنظيمي (المبحث الأول). مع ذلك منحت للأطراف حرية التعاقد في بعض العمليات فامتازت بالطابع التعاقدية (المبحث الثاني).

1 - شهدت بورصة لندن بدايتها في القرن الخامس عشر، عندما بدأت الحكومة البريطانية وبعض الشركات الكبرى تجمع الأموال عن طريق بيع الأسهم والسندات. مع نمو وزيادة تداول الأوراق ظهرت فئة من المتعاملين تلعب دور الوسيط بين البائع والمشتري. وفي عام 1773 انتقل تجار الأوراق المالية إلى مبنى خاص بهم لتظهر بذلك السمات الأولى للبورصة في لندن.

في ذلك عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 14. كذلك بودي عبد القادر، وبوسهمين أحمد، "ماهية بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 16.

2 - « On peut définir la bourse comme suite « La bourse et le cadre où un ensemble d'informations relatives à un titre, se transforme en prix accepté par les acheteurs et les vendeurs ».

RAHNI. M. La bourse, organisation et mode de fonctionnement, journée de conseil « La bourse, de réelles perspectives pour l'entreprise », conférence tenue au grand hôtel MERCURE Alger le 22 novembre 2000.

3 - PEZARD Alice, Droit des marchés monétaire et boursier, Editions J.N.A., Paris, 1991, p 116.

المبحث الأول

الطابع التنظيمي لعمليات السوق الثانوية

اهتمت الدول بتنظيم عمليات السوق الثانوية، نظراً لما تحققه هذه السوق من مزايا للسوق المالية بصفة خاصة وللإقتصاد الوطني بصفة عامة، عن طريق الوظائف التي تؤديها. إذ لا تقتصر السوق الثانوية على مجرد كونها مكان اجتماع السماسرة لتداول الأوراق المالية، بل صارت تؤدي وظائف هامة يذكر منها ما يلي:

- تشكل البورصة أهم وسيلة لجذب رؤوس الأموال الأجنبية والوطنية، عن طريق تعبئة المدخرات وتوجيهها توجيهاً جيداً للاستثمار في القيم المنقولة. تهتم هذه السوق باستقطاب صغار المدخرين الذين لا يسعون إلى المضاربة المضرة بالسوق بل يسعون إلى تحقيق عائدٍ ثابتٍ ولو كان بسيطاً.

- تعتبر البورصة مرآة للنشاط الاقتصادي ومؤشر عام للسوق، لأنها تمثل حلقة الاتصال بين مختلف القطاعات والفعاليات الاقتصادية كالبنوك والمؤسسات المالية والشركات المتعاملة بالقيم المنقولة. تساهم البورصة في تحقيق التنسيق والتكامل بين الأنشطة الاستثمارية والسياسات النقدية، عن طريق تعاقب الدورات الاقتصادية بين الركود والانتعاش. كما تمثل البورصة مؤشراً عاماً لاتجاه الأسعار ومعدل الادخار والاستثمار، الذي يساعد على كشف القطاعات الأكثر فعالية من غيرها، ودراسة اتجاه السوق⁽¹⁾.

- تنتهي عملية مواجهة الأوامر داخل البورصة بتسعير القيم المنقولة وفقاً لقاعدة العرض والطلب. يحقق هذا التسعير الشفافية التامة للعمليات داخل البورصة والعدالة بين مختلف المتعاملين، كما يعبر عن حالة السوق وكفاءتها⁽²⁾.

- توفر سوق البورصة المعلومات اللازمة والكافية للمستثمر، كي يتخذ قراره الاستثماري عن دراية تامة بالحالة الاقتصادية للسوق بصفة عامة وبالوضعية الحقيقية للشركة بصفة خاصة.

1 - مداحي عثمان، "الوظائف الاقتصادية للبورصة ومنتجاتها"، مداخلة ملقاة في الملتقى الوطني الثاني، حول أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، المنظم من طرف جامعة أدرار، أيام 24 و25 أفريل 2007 ص87.

2 - أقاسم عمر، "فعالية البورصة ووظائفها بالنسبة للاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي"، مداخلة ملقاة في الملتقى الوطني الثاني، حول أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، المنظم من طرف جامعة أدرار، أيام 24 و25 أفريل 2007 ص52.

لا تحقق البورصة هذه الوظائف إلا إذا نظمت تنظيمًا محكمًا. لذا تدخلت التشريعات المختلفة لوضع الإطار العام لعمليات السوق تاركةً الأمور التقنية لسلطات ضبط السوق المالية باعتبارها أكثر تخصصاً لتنظيمها. يتم تنظيم عمليات السوق الثانوية عبر تنظيم جميع المراحل التي تمر بها هذه العمليات، بداية بإدخال القيم المنقولة في البورصة عن طريق قيدها (المطلب الأول)، ثم تنظيم حصص لتداولها وتسويتها (المطلب الثاني).

المطلب الأول

الطابع التنظيمي للقيد في السوق الثانوية

تشهد البورصات العالمية حركية كبيرة ونشاط واسع، لهذا السبب يحتدم الصراع بين الشركات في سباقها نحو قيد قيمها في البورصة، نظراً لما تحققه هذه الأخيرة من مزايا للشركات المقيدة فيها، يمكن تلخيصها فيما يلي:

- تستفيد الشركة المقيدة في البورصة من أسلوب التمويل عبر البورصة، الذي يحقق لها التمويل الخارجي السريع والكافي، دون تكبد الإجراءات المعقدة والطويلة الأمد والبيروقراطية التي تنسم بها القروض المصرفية⁽¹⁾.
- تكتسب الشركة المقيدة قيمها في البورصة سمعة ومكانة مرموقة في السوق، لأن قيد قيمها في هذه السوق خاصة الرسمية منها دليل على قوة مركزها المالي. تساعد هذه السمعة على اكتساب ثقة الأعوان الاقتصاديين الأمر الذي يسهل معاملاتها معهم.
- توفر سوق البورصة المعلومات اللازمة عن كل الشركات المقيدة فيها، لذا يسهل على كل شركة معرفة الوضعية المالية لمنافسيها. كما يعتبر الإعلام الدوري والمتواصل لوضعية الشركة عن طريق نشر تقاريرها المحاسبية الدورية، بمثابة إشهار وترويج لقيمها المنقولة.

تسهر سلطة ضبط السوق المالية على حماية السوق وحماية الشركات المقيدة فيها، عن طريق انتقاء واختيار الشركات القابلة للقيد فيها من أجل تداول قيمها المنقولة. يكون ذلك بفرض شروط صارمة لأجل الدخول في هذه السوق (الفرع الأول)، وبتقنين الإجراءات الواجب إتباعها لإتمام القيد فيها (الفرع الثاني).

1 - مفتاح صالح ومعارفي فريدة، "دور البورصة التمويلي مع الإشارة إلى حالة الجزائر"، مداخلة منشورة في مجمع أعمال الملتقى الوطني الثاني، حول أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، المنظم من طرف جامعة أدرار، أيام 24 و 25 أبريل 2007 ص 58.

الفرع الأول

تحديد اللجنة لشروط القيد عن طريق التنظيم

يدخل في تركيبة البوصات العالمية النشطة عدة أسواق، تخصص كل سوق لفئة معينة المتعاملين والشركات. الغرض من هذا التنوع هو منح فرص استثمارية لمجموعة واسعة من الشركات بأحجام مختلفة. يمكن الاستدلال في هذا الصدد بالنموذج الفرنسي، الذي يعتبر من النماذج الناجحة في تنظيم وتسيير السوق المالية، ونماذج أخرى قسمت سوقها المالية إلى عدة أسواق هي:

- السوق الرسمية: La côte officielle

- السوق الثانوية Le second marché

- السوق غير الرسمية Le marché hors côte⁽¹⁾.

تؤمن الدول التي اقتدت بهذا النموذج بفكرة أن تعدد الأسواق وسيلة لتنشيط السوق المالية. في المقابل هناك دول عديدة لا تحبذ فكرة التعدد هذه، بل ترى أن تنشيط السوق المالية لا يجب أن يكون على حساب نظام السوق ورقابتها. من هذا النموذج نذكر التشريعين الكويتي والأردني اللذين أخذاً بمبدأ وحدة الجدول، بمعنى أنها تملك جدولاً واحداً تقيد فيه كافة الأوراق المقبولة للتداول في البورصة يتمثل في السوق الرسمية. أما عن شروط القيد فيها، فهي لا تختلف كثيراً عن السوق الرسمية المصرية والفرنسية، سوى أن المشرع الكويتي جاء بشرط جديد هو الجنسية، فيشترط على الشركة الراغبة في قيد قيمها المنقولة في بورصة الكويت أن تكون من جنسية كويتية، هذا يعني أن قيد الأوراق المالية الأجنبية غير وارد في بورصة الكويت⁽²⁾.

تعد الجزائر من الدول التي تنتمي إلى النموذج الثاني معتقداً مبدأ وحدة السوق المالية. انطلقت بورصة الجزائر بسوق وحيدة، هي السوق الرسمية لسندات رأس المال وسندات الدين⁽³⁾. يمكن تبرير هذا الموقف بأن مفهوم البورصة مفهوم حديث آنذاك في الاقتصاد الجزائري بصفة خاصة وفي المجتمع بصفة عامة، فكان يجب البداية بسوق وحيدة تسعى لاستقطاب المستثمرين، وتحاط بالحماية القانونية الكافية عن طريق فرض شروط صارمة للانخراط فيها.

1 - عاشور عبد جواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمرسة في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 98.

2 - JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, Editions Dalloz, Paris, 1994, pp 77-80.

- JAQUILAT Bertrand, L'introduction en bourse, 2^{ème} édition, Collection Que sais-je, Editions Presses Universitaires, Paris, 1989, p 27.

3 - المادة 77 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام للبورصة، التي تنص على ما يلي: «إن السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة، سوق وحيد يتضمن سوقاً لسندات رأس المال وسندات الديون».

استمرت بورصة الجزائر في العمل بنظام السوق الوحيدة إلى غاية صدور النظام رقم 01/12 المعدل للنظام رقم 03/97 الذي قسم بورصة الجزائر إلى عدة أسواق وهي:

- سوق سندات الرأسمال، التي تنقسم بدورها إلى سوق رئيسة تقيد فيها سندات رأس مال الشركات الكبرى، وسوق لسندات رأسمال الصادرة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- سوق لسندات الدين الذي يتضمن سوقاً لسندات الدين الصادرة عن شركات الأسهم، وسوقاً لسندات الدين الصادرة عن الدولة والهيئات المحلية.
- سوق للقيم الصادرة عن الخزينة العمومية.

حددت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في النظام رقم 01/12 شروط خاصة بالقيد في سوق سندات رأس المال (أولاً) ، وأخرى بسوق سندات الدين (ثانياً).

أولاً - القيد في سوق سندات الرأسمال:

تنص المادة الخامسة من النظام رقم 01/12 على إحداث قسم ثاني من الفصل الأول، الخاص بشروط القبول تحت عنوان شروط قبول سندات الرأسمال في السوق الرئيسية يتضمن المواد من 30 إلى 44. ثم نصت المادة التاسعة من النظام نفسه على إنشاء قسم ثالث يدعى شروط إدراج سندات رأس المال في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتضمن المواد من 45 إلى 46-7.

أ - شروط قيد سندات الرأسمال في السوق الرئيسية:

توجد هذه السوق منذ وجود بورصة الجزائر، وهي السوق المخصصة لشركات الأسهم الضخمة لأن شروط الدخول فيها جد صارمة. يمكن تقسيم هذه الشروط إلى قسمين هما: قسم خاص بالشروط الخاصة بالشركة المصدرة، وقسم خاص بالشروط الواجب توافرها في القيم المنقولة المرغوب قيدها.

أ - 1 - الشروط الخاصة بالشركة المصدرة: يجب على الشركة التي تقدم طلب قيد قيمها المنقولة في البورصة أن تثبت توافرها على الشروط التالية:

- أن تكون الشركة شركة أسهم منشأة وفقاً للقواعد والإجراءات المنصوص عليها في القانون التجاري⁽¹⁾.

- على الشركة أن تنشر الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تم خلالها تقديم طلب القبول ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك⁽²⁾.

1 - المادة 30 من النظام رقم 03/97 المعدلة بموجب المادة 6 من النظام رقم 01/12 المتضمن النظام العام لبورصة القيم.

2 - المادة 31 من النظام رقم 03/97 السابق ذكره.

اشتراط المشرع الفرنسي على الشركة الراغبة قيد قيمها المنقولة في الجدول الرسمي أن تنشر كشوف السنوات الثلاث الأخيرة قبل طلب القيد.

- يجب على الشركة أن تثبت بأنها حققت أرباحاً مالية خلال السنة المالية السابقة لطلب القبول⁽¹⁾.
- يجب على الشركة تقديم تقرير تقييمي لأصولها، ينجزه عضو من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير مندوب الحسابات للشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه.
- يجب أن تبرر وجود هيئة للمراقبة الداخلية، تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم تتوفر مثل هذه الهيئة لدى الشركة فعليها تنصيبها خلال السنة المالية التي تلي قبول سنداتھا للتداول في البورصة⁽²⁾.
- أن تتكفل الشركة بعملية تحويل السندات، وإذا بقي مساهم غير الدولة أو شركة قابضة عمومية تتحكم في رقابة الشركة على رابطة خاصة معها، مما ينجم عنه تعارض المصالح بين التزامات الشركة حيال هذا المساهم ومسؤوليات الشركة تجاه كل المساهمين فيها، لا يقبل قيد هذه الشركة في البورصة⁽³⁾.
- يجب على الشركة التي تطلب قبول سندات رأسمالها للتداول في السوق الرئيسية، أن لا تقل قيمة رأسمالها الذي تم وفاؤه عن خمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج)⁽⁴⁾.
- أن توزع على الجمهور سندات تمثل نسبة 20% من رأس المال الاجتماعي للشركة وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير⁽⁵⁾.
- اشترطت المادة 17 من النظام رقم 03/97 على الشركة، تعيين وسيط لمساعدة المصدر في إجراءات القبول والإدخال⁽⁶⁾، وعليه التأكد من توافر الشروط المذكورة فيها.

-
- 1 - المادة 34 من النظام رقم 03/97 السابق ذكره.
 - 2 - المادة 36 من النظام رقم 03/97، السابق ذكره.
 - 3 - يمكن للجنة أن تفرض تسوية المصالح في أجل تحدده وذلك بعد قبول سندات الشركة للتداول في البورصة إذا كان ذلك ممكناً. إذا رأت اللجنة أن الشركة أهلة للقبول في جدول الأسعار رغم وجود تعارض المصالح، وجب إشعار كل مساهمي الشركة بذلك وكذا عامة المستثمرين ويتعين على الشركة أن تصرح بذلك في المذكرة الإعلامية. المواد 37، 38 و 39 من النظام رقم 03/97، السابق ذكره.
 - 4 - المادة 7 فقرة أولى من النظام رقم 01/12 المعدلة للمادة 43 من النظام رقم 03/97 التي كانت تشترط ألا يقل رأسمال الشركة عن مائة مليون دينار جزائري (100.000.000 دج).
 - 5 - المادة 7 فقرة ثانية من النظام رقم 01/12 المعدلة للمادة 43 من النظام رقم 03/97. يستغرب إدراج هذه الفقرة في المادة 7 من النظام رقم 01/12 مع أنها تنص على النسبة نفسها أي 20% من قيمة رأس المال الشركة دون تعديل. هذه النسبة تعادل تلك التي اشترطها المشرع المصري على خلاف المشرع الفرنسي الذي اشترط التوزيع بين الجمهور بنسبة 25% من رأسمال الشركة التي ترغب في القيد داخل البورصة. كما اشترط هذا النظام ألا يقل عدد المكتتبين في الورقة المطلوب قيدها عن مائة وخمسين (150) شخصاً، وهو ما لم يشترطه المشرع الفرنسي. عاشور عبد الجواد، النظام القانوني للمسمرة في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 107.
 - 6 - المادة 3 من النظام رقم 01/12 المعدلة للمادة 17 من النظام رقم 03/97، السابق ذكرهما.

أ- 2 - الشروط الخاصة بالأوراق المالية:

- يجب أن تكون الأسهم محل طلب القبول مدفوعة بكاملها⁽¹⁾.
- يجب توزيع سندات رأس المال على جمهور يقدر بـ 150 مساهم على الأقل، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير⁽²⁾.

ب- شروط القيد في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

حظيت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باهتمام خاص من طرف المشرع الجزائري، وذلك وعياً منه بأهميتها للاقتصاد الوطني. إذ تعد هذه المؤسسات من أقوى أدوات التنمية والتطور الاقتصادي والاجتماعي في معظم الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، فهي مصدر لتوليد الإنتاج والدخل وخلق فرص العمل، كونها تهتم بالأنشطة الإنتاجية، الخدماتية والفكرية⁽³⁾.

بذلت الحكومة الجزائرية مجهودات جبارة لتشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بخلق المناخ القانوني والمؤسسي المناسب لمرافقتها وترقيتها، كان ذلك بإصدار القانون رقم 18/01 المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة⁽⁴⁾. يهدف هذا القانون إلى تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتحديد تدابير مساعدتها، دعمها وترقيتها⁽⁵⁾. عرفت المادة الرابعة منه المؤسسة الصغيرة والمتوسطة كما يلي: « تعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات:

- تشغل من 1 إلى 250 شخصاً.
- لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي ملياري (2) دينار جزائري أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية خمسمائة (500) مليون دينار.
- تستوفي معايير الاستقلالية ... ».

1 - المادة 33 من النظام رقم 03/97، السابق ذكره.

2 - المادة 8 من النظام رقم 01/12 المعدلة للمادة 44 من النظام رقم 03/97، السابق ذكره.

كانت المادة 44 من النظام رقم 03/97 قبل تعديلها تنص على ما يلي: « يجب توزيع سندات رأس المال على جمهور يقدر بـ 300 مساهم على الأقل، يملكون فرادى 5% على الأكثر من رأس المال الاجتماعي، وذلك يوم الإقبال على أبعد تقدير ».

3 - إقلولي ولد رابح صافية، "مكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القانون الجزائري"، مجلة إدارة، العدد 2، 2008، ص 7.

4 - القانون رقم 18/01 المؤرخ في 12 ديسمبر 2001، المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية عدد 77، صادر في 15 ديسمبر 2001.

5 - تنص المادة الثانية من القانون رقم 18/01 المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، على ما يلي: « تركز سياسات وتدابير المساعدة والدعم الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على دراسات ملائمة، تهدف إلى ترقية تنافسية المؤسسات. تسخر السلطات العامة كل التدابير اللازمة والوسائل الضرورية لذلك ».

ميز القانون رقم 18/01 بين كل من المؤسسة المتوسطة، الصغيرة، والمصغرة وذلك بتحديد المعايير الخاصة بكل واحدة منها⁽¹⁾. أما المشرع الفرنسي فقد وضع ثلاث معايير واكتفى بتوافر واحد منها لاعتبار المؤسسة مؤسسة صغيرة أو متوسطة⁽²⁾.

سمحت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة لأول مرة بموجب النظام رقم 01/12 وذلك لغرضين، أولهما ترقية المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وتشجيع تنافسيتها عن طريق استفادتها من مزايا البورصة السابق ذكرها، ثانيهما بعث نفس جديد في بورصة الجزائر التي تعاني الركود وإحجام الشركات عنها. يستنتج من هذا النظام أن اللجنة سمحت بإدراج سندات رأس المال الصادرة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دون سندات الدين. يمكن رد ذلك إلى حرصها على حماية والسوق المدخرين على حد سواء، من خطر عدم قدرة هذه المؤسسات على سداد ديونها في آجالها.

وضع النظام رقم 01/12 شروط خاصة لإدخال سندات رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة، إضافة إلى الشروط العامة المتعلقة بإدراج سندات رأس المال وهي:

- يجب أن تكون المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ذات نظام شركة أسهم، كما يجب عليها تعيين مستشار مرافق لمدة خمس سنوات يدعى الراعي في البورصة ويكلف بمساعدتها أثناء إصدار سنداتها، في تحضير عملية القبول والتأكد باستمرار من أنها تحترم التزاماتها القانونية والتنظيمية في مجال الإعلام⁽³⁾.
- يجب أن يشهد الراعي في البورصة بواسطة توقيعه على المذكرة المعروضة على اللجنة للتأشير عليها، بأنه قام بالإجراءات المعهودة وبأن المذكرة لا تتضمن أي إغفال من شأنه أن يؤثر في مضمونها⁽⁴⁾.
- يجب أن يكون الراعي في البورصة وسيطاً معتمداً في عمليات البورصة، أو بنكاً، أو مؤسسة مالية، أو شركة استشارة في المالية والقانون وإستراتيجية المؤسسات تتمتع

1 - المواد 5، 6 و 7 من القانون رقم 18/01 السابق ذكره.

2 - Article 212-7-1 du règlement général de l'AMF Modifier par l'arrêté du 14 juin 2012,

« 1° Les petites et moyennes entreprises sont celles qui, d'après leurs derniers comptes annuels ou consolidés publiés, présentent au moins deux des trois caractéristiques suivantes :

a) Un nombre moyen de salariés inférieur à 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice ;
b) Un total du bilan ne dépassant pas 43 000 000 d'euros ;
c) Un chiffre d'affaires net annuel ne dépassant pas 50 000 000 d'euros ; »

3 - المادة 46 من النظام رقم 03/97، المستحدثة بموجب المادة 9 من النظام رقم 01/12 السابق ذكره.

4 - المادة 46-1 المستحدثة بموجب المادة 9 من النظام رقم 01/12 السابق ذكره.

بالتجربة الكافية في مجال هيكله الرأس مال والإدماج وشراء المؤسسات، معترفاً بها من اللجنة ومسجلة لديها. حددت شروط وإجراءات تسجيل الشركة المرشحة لممارسة وظيفة الراعي في البورصة بموجب تعليمات من اللجنة⁽¹⁾.

- يجب أن تكون الشركة قد أبرمت مع الراعي في البورصة اتفاقية يتم إعدادها حسب النموذج الذي تحدده اللجنة لمدة أدناها سنتان ويتفق عليها الطرفان. في حال فسخ الاتفاقية يجب على الشركة أن تعين على الفور راعياً آخر في البورصة وتبلغ اللجنة بذلك⁽²⁾.

- يجب أن تكون الشركة قد نشرت كشوفها المالية المصادق عليها عن السنتين الماليتين الأخيرتين، ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك دون المساس بأحكام القانون التجاري لمتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تلجأ إلى الإعلان العلني للادخار ولا يطلب استقاء شروط الربحية والرأس مال الأدنى من الشركات التي تطلب قبولها في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة⁽³⁾.

- يجب أن تفتح الشركة رأسمالها الاجتماعي على مستوى أدناه 10%، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير.

- يجب توزيع سندات رأسمال الشركة على الجمهور على عدد أدناه خمسون (50) مساهماً، أو ثلاثة (3) مستثمرين مؤسسيين من بنوك ومؤسسات مالية، شركات التأمين، هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، صناديق الاستثمار، شركات رأسمال الاستثمار والشركات المسيرة للأصول، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير⁽⁴⁾.

سمحت اللجنة للشركة المقيدة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بنقل سندات إلى السوق الرئيسية بمجرد أن تثبت أن قيمة رأسمالها الذي تم وفائه لا يقل عن خمسمائة مليون

1 - طبقاً للمادة 46-2 المستحدثة بموجب المادة 9 من النظام رقم 01/12 السابق ذكره، أصدرت اللجنة التعليمية رقم 01/2013 المؤرخة في 09 جوان 2013، المتضمنة شروط وإجراءات تسجيل راعي البورصة.

2 - طبقاً للمادة 46-3 من النظام رقم 03/97، المستحدثة بموجب النظام رقم 01/12 السابق ذكره، أصدرت اللجنة التعليمية رقم 02/2013 المؤرخة في 09 جوان 2013، المتضمنة نموذج الاتفاقية المبرمة بين الشركة المرشحة للقيد في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والراعي في البورصة.

3 - المادة 46-4 المستحدثة بموجب النظام رقم 01/12 السابق ذكره.

تظهر خصوصية هذه السوق في أنها سوق مرنة، إذ لا تشترط على الشركة أن تكون قد حققت أرباحاً سابقة، عكس السوق الرئيسية التي يشترط في الشركة أن تنشر كشوف السنتين السابقتين للقيد، وأن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة الأخيرة منها. نقل المشرع الجزائري هذا التقسيم من نظيره الفرنسي، الذي أنشأ سوق غير رسمية بالموازاة مع السوق الرسمية لتتداول فيها أوراق المؤسسات المتوسطة والصغيرة، التي لا تستطيع تلبية شروط القيد في السوق الرسمية، مع ذلك ترغب في تدعيم رأسمالها عن طريق تلقي مدخرات الجمهور. القيد في هذه السوق بسيط للغاية، إذ أنه لا يقترن بأي شرط.

JAQUILAT Bertrand, L'introduction en bourse, op-cit, p 31.

4 - المواد 46-5 و 46-6 من النظام رقم 03/97، المستحدثة بموجب النظام رقم 01/12 السابق ذكره.

دينار جزائري (500.000.000 دج)⁽¹⁾. يمكن اعتبار سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمثابة سوق انتظار أي مرحلة أولية تمر بها الشركة، في انتظار توفرها على شروط القيد في السوق الرئيسية، حينها تكون قد تمومت في السوق واكتسبت الخبرة الكافية عن كيفية عمل السوق المالية وتقنيات الاستثمار فيها.

تختلف سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التشريع الجزائري، عن نظيرتها الفرنسية المعروفة بسوق خارج التسعيرة le marché hors côte، في أن هذه الأخيرة لا تتطلب أي شرط للقيد فيها. فالقيد في هذه السوق بسيط للغاية، كما يمكن لأي مساهم في الشركة أن يقدم طلب القيد فيها وبصفة منفردة لبيع الأسهم التي يمتلكها، دون الحاجة إلى موافقة باقي المساهمين. لذا ذهب البعض للقول أن القيد في هذه السوق حق⁽²⁾.

تعرف السوق المالية الفرنسية سوقاً وسطى بين السوق الرسمية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سميت هذه السوق بالسوق الثانية Le Second Marche. استحدثت بموجب القرار المؤرخ في 04 جانفي 1983⁽³⁾. تعتبر هذه سوق بمثابة سوق دائمة تقيد فيها أوراق الشركات التي لا تتوفر فيها شروط القيد في الجدول الرسمي، وتصنف في المركز الوسط بين السوق الرسمية المتشددة والسوق غير الرسمية المباحة بلا قيود. تستفيد الشركة المقيدة في هذه السوق من مزايا القيد في البورصة، دون الخضوع لشروطها القاسية⁽⁴⁾.

ثانياً - القيد في سوق سندات الدين:

تشمل هذه السوق سندات الدين الصادرة عن شركات الأسهم، سندات الدين الصادرة عن الدولة والهيئات المحلية، وسندات الخزينة.

أ- شروط قيد سندات الدين الصادرة عن شركات المساهمة:

استحدثت المادة 10 من النظام رقم 01/12 بعد المادة 46-7 من النظام رقم 03/97 قسماً رابعاً عنوانه "شروط قبول السندات في السوق". لمنع لكل لبس بين سندات رأس المال وسندات

1 - المادة 46-7 من النظام رقم 03/97، المستحدثة بموجب النظام رقم 01/12 السابق ذكره.

2 - « Il n y a aucune condition restrictive d'admission au marché hors côte, dans la mesure où la négociation sur celui-ci est un droit, et tout associé d'une société par action peut faire une offre de vente sur ce marché de tous ses action ou de seulement une partie ».

JAQUILAT Bertrand, L'introduction en bourse op. cit, p 31.

3 - Voir, AFFEUX Corynne, op. cit, p79.

4 - EVARD Dominique, DE LA BACHELERIE Vincent, QUAGILIA Julien, et CASALIS Georges, Second marché, Editions Information financière, paris 1991, p 22.

الدين، كان حري باللجنة عنونة هذا القسم بشروط قبول سندات الدين في السوق. تتداول داخل هذه السوق كل من سندات الاستحقاق، السندات القابلة للتحويل إلى سندات رأس المال وسندات المساهمة⁽¹⁾، يشترط لقبول هذه السندات للتداول أن يكون سعر السندات محل الطلب للقيّد يساوي على الأقل خمسمائة مليون دينار (500.000.000.00 دج)⁽²⁾، بعد أن كانت اللجنة تشترط أن تبلغ قيمة السندات المدرجة مائة مليون دينار في النظام رقم 03/97⁽³⁾، على أن توزع بين 100 حائز على الأقل وذلك يوم الإدخال على أبعد تقدير⁽⁴⁾. استغنت اللجنة عن هذا الشرط في نظامها رقم 01/12، وهو موقف غير صائب لأنه يتنافى مع معايير اللجوء العلني للاذخار، التي تشترط فيها اللجنة الانتشار الموسع للسندات على الجمهور⁽⁵⁾.

ب- قيد سندات الدين الصادرة عن الدولة والجماعات المحلية وسندات الخزينة بقوة القانون:

خص المشرع سندات الدين الصادرة عن الدولة والجماعات المحلية بمعاملة خاصة، إذ استثنى المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 من شروط القيد في البورصة، بل وأكثر من ذلك، جعلت قيدها بقوة القانون بمجرد طلب مصدرها ذلك⁽⁶⁾. تجاهلت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هذه المادة عند إصدارها للنظام رقم 03/97، الذي لم يتضمن أي نص على هذا النوع من السندات. يمكن تبرير ذلك بأن اللجنة لم تجد نفسها بحاجة إلى النص على مثل هذه السندات كونها لا تخضع لشروط خاصة للقيّد بل تقيد بقوة القانون. لكن التناقض يثور بشأن صياغة المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي لا تجعل هذا القيد تلقائياً إنما تشترط طلب المصدر ذلك. في حين أن المادتين 45 و46 من النظام رقم 03/97 تتعلق بسندات الدين التي يقدم بشأنها طلب القيد، وعليه فإن سندات الدين الصادرة عن الدولة والجماعات المحلية التي يطلب مصدرها قيدها في

1 - المادة 46-8 من النظام رقم 03/97، المستحدثة بموجب النظام رقم 01/12 السابق ذكره.

2 - المادة 46-9 من النظام رقم 03/97، المستحدثة بموجب النظام رقم 01/12 السابق ذكره.

3 - المادة 45 من النظام رقم 03/97 السابق ذكره.

أما المشرع الفرنسي فقد اشترط أن لا يقل سعر سندات الدين عن 100 مليون فرنك فرنسي.

JACQUILAT Bertrand, L'introduction en bourse, op.cit, p 22, aussi JAFFEUX Corynne, Financement des entreprises, op. cit, p 132.

عدل سعر سندات الدين ليصبح 100,000 أورو.

Article 212-8 du règlement général de l'AMF Modifier par l'arrêté du 14 juin 2012.

4 - المادة 46 من النظام رقم 03/97 السابق ذكره.

5 - المادة 02 من النظام رقم 02/96 السابق ذكره.

6 - تنص المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على ما يلي: « تقبل سندات القرض التي تصدرها الدولة

الجزائرية والهيئات المحلية بقوة القانون في المفاوضات إذا طلب مصدرها ذلك ... ».

البورصة تخضع لأحكام المادتين 45 و 46 من النظام رقم 03/97، بهذا يظهر التناقض جلياً.

تداركت اللجنة هذا التناقض بمناسبة تعديل النظام رقم 03/97 بموجب النظام رقم 01/12، إذ تنص المادة الثانية منه على تعديل المادة 16 من النظام رقم 03/97 التي صارت تنص على ما يلي: « باستثناء سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية والتي يتم إدراجها وفق الشروط المحددة في المادة 77-1 لهذا النظام، يجب أن يكون قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة موضوع طلب قبول لدى اللجنة وإيداع مشروع مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة... »⁽¹⁾. ثم نصت المادة 14 من النظام نفسه على إدراج المادة 77-1 وغيرها بعد المادة 77 من النظام رقم 03/97، والتي تنص على ما يلي: « يتم قبول السندات الشبيهة للخزينة للتداول على مستوى بورصة الجزائر تلقائياً في قسم المعاملات بالجملة بطلب من وزير المالية ». لم توفق اللجنة في هذه الإحالة لأن قيم الخزينة تقيد بطلب من وزير المالية. لا يمكن وضع حد لهذا التناقض إلا عن طريق تعديل المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 بحذف عبارة بطلب من المصدر وتعويضها بكلمة تلقائياً.

يعتبر استثناء سندات الدين الصادرة عن الدولة والجماعات المحلية من شروط القيد في البورصة، بمثابة امتياز من امتيازات السلطة العامة التي تتمتع بها هذه الهيئات باعتبارها من أشخاص القانون العام. بذلك يكون المشرع قد خلق قاعدة خاصة مخالفة للقاعدة العامة المتعلقة بشروط قيد السندات في البورصة⁽²⁾.

الفرع الثاني

ضبط القواعد الإجرائية للقيد في البورصة من طرف المهنيين

تعتبر القواعد الإجرائية للقيد في البورصة قواعد مهنية بحتة صادرة عن كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في شكل أنظمة وتعليمات، وأخرى صادرة عن شركة تسيير بورصة القيم في شكل مقررات. هيمنة القواعد المهنية على هذه الجزئية راجع إلى طبيعتها التقنية البحتة التي لا يمكن للمشرع ولا للسلطة التنفيذية استيعابها، كما لا يمكن ترك تنظيمها لمحض إرادة الأطراف.

1 - كان نص المادة 16 من النظام رقم 03/97 كما يلي: « يجب أن يكون قبول القيم المنقولة في عمليات التداول في البورصة محل طلب قبول لدى اللجنة وإيداع مشروع مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة... ».

2 - لم يكن المشرع الجزائري الوحيد الذي أخذ بهذا الاستثناء، إذ نص المشرع الكويتي على تقيد مثل هذه السندات في الجداول الرسمية للسوق الكويتية وجعله قيداً إجبارياً، وذلك طبقاً للمادة 8 من لائحة سوق المال الكويتي. وكذا المشرع الأردني في المادة 16 من قانون سوق عمان للأوراق المالية. كما كان المشرع الفرنسي صريحاً في قيد سندات الدولة بقوة القانون في الجداول الرسمية على أن يتم تداولها في بورصة باريس لا غير. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 96.

تسعى الشركة التي تتوافر فيها شروط القيد المذكورة آنفاً، للحصول على قبول اللجنة لقيد قيمها المنقولة في البورصة. يكون ذلك بتحضير الشركة للدخول في البورصة (أولاً)، بعد قبول اللجنة لملفها وتأشيرها على المذكرة الإعلامية تبرم اتفاقية التسجيل مع شركة تسيير بورصة القيم (ثانياً)، كي تباشر الإجراء المتفق عليه لإدخال قيمها في البورصة (ثالثاً).

أولاً - تحضير الشركة للدخول في البورصة:

تجسد الشركة قرارها بالدخول في البورصة، بتحضير ملف القيد الذي ستودعه لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بغرض الحصول على تأشيرتها. ثم إبرام اتفاقية القيد مع شركة تسيير بورصة القيم تمهيداً لدخولها في البورصة.

أ- **ملف القيد:** تودع الشركة الراغبة في قيد قيمها المنقولة في البورصة طلباً لدى اللجنة، مرفقاً بملف حددته اللجنة بموجب التعليمات رقم 01/98⁽¹⁾. يختلف الملف باختلاف القيم المرغوب قيدها إذا كانت سندات رأس مال أو سندات دين.

أ- 1 - **ملف طلب قيد سندات رأس المال:** نصت اللجنة على محتوى ملف طلب قيد سندات الرأسمال في المادة الثانية من التعليمات رقم 01/98⁽²⁾، وهي كما يلي:

❖ وثائق عامة: تتضمن ما يلي:

- طلب قيد سندات رأس المال في البورصة يحرره ويوقعه الممثل الشرعي للشركة.
- معلومات خاصة بالشركة: تسميتها، شكلها القانوني، رأس مالها، عدد الشركاء فيها.
- معلومات عن تسجيل الشركة بالسجل التجاري، تاريخ القيد، رقم القيد، يثبتها مستخرج من السجل التجاري الصادر من المركز الوطني للسجل التجاري، ونسخة من النشرة الرسمية للإعلانات القانونية BOAL لدى السجل التجاري⁽³⁾.

- معلومات عن الأوراق المالية محل القيد: نوعها، عددها، السعر المقترح لإدخالها.
- وصف لطبيعة أسهم الشركة وكيفية ومكان مسك الحسابات الخاصة بالأسهم⁽⁴⁾.

1 - تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 المتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة.

2 - جاء نص الفقرة الأولى من المادة الثانية من التعليمات رقم 01/98 مشوباً بالغموض إذ تفتح اللجنة المجال لحالات استثنائية لا يشترط فيها هذا الملف مع احتفاظها بالسلطة التقديرية في ذلك دون بيان هذه الحالات.

Article 2 de l'instruction n°98-01 « Sauf dérogation de la commission, le dossier d'admission des titres de capitale émis par la société est composé des pièces et documents suivants :... »

3 - Guide de la bourse et des opérations boursières, Collection les guides COSOB, Novembre 1997, p19.

4 - لم تعد الشركة بحاجة إلى مثل هذه الوثيقة بعد تأسيس المؤتمن المركزي على السندات، إذ تلتزم بتسجيل قيمها لديه وبتعيين ماسك الحسابات الذي يدير هذه الحسابات.

- وصفاً عاماً عن نشاط الشركة وفروعها إذا وجد لها فروع.
- مشروع المذكرة الإعلامية المعدة وفقاً لتعليمات اللجنة.
- تعهد باحترام الشركة لقواعد السوق.
- قائمة تعرف بمسيرى الشركة، أعضاء مجلس إدارتها، أعضاء مجلس الرقابة، مجلس المحاسبة، وكل من يشغل وظيفة هامة داخل الشركة، تحدد القائمة أسماء، رتب والمؤهلات العلمية لكل منهم، مع ذكر الوظائف التي يشغلها هؤلاء خارج الشركة إن وجدت.
- قائمة بالمؤسسات التي تقدم الخدمات المالية للشركة.

وثائق تتضمن معلومات عن رأسمال الشركة: تتضمن ما يلي:

- بيان بمصدر رأسمال الشركة وتطوره منذ نشأتها وكل الزيادات والتخفيضات التي طرأت عليه، مرفقاً بجدول يظهر رسملة الشركة la capitalisation de la société
- محدداً القيمة الاسمية لكل صنف من قيم الشركة وقت طلب القيد.
- إذا كانت الشركة ممن أقدمت على إصدار أسهم عليها ذكرها مرفقة بالوثائق المثبتة لها ولكل العمليات التي قامت بها خلال السنوات الثلاث⁽¹⁾. التي تسبق طلب القيد، بما فيها عدد الأسهم المصدرة، تاريخ الإصدار، قيمة الإصدار ونتائج الإصدار.
- عدد الأسهم المعنية بالإدخال في البورصة.
- لائحة تعرف بالمساهمين المهمين في الشركة الذين يمتلكون نسبة تفوق 5% من الأسهم وبعدهد أسهمهم وقيمتها السوقية والاسمية.
- وصف الحقوق والالتزامات المرفقة بالأسهم محل الإدخال.
- تقارير توزيع الأرباح، كيفية توزيعها ومقاديرها⁽²⁾.
- عدد المساهمين الذين يملكون الأسهم المعنية بالإدخال.
- شهادة توزيع أسهم الشركة في تاريخ تقديم طلب القيد⁽³⁾.

❖ وثائق اقتصادية ومالية:

- بيان بالنشاط الصناعي والتجاري للشركة وتطوره منذ تأسيسها إلى غاية تاريخ طلب القيد.

1 - هناك اختلاف بين الأجل الذي تشترطه اللجنة في التعليم رقم 01/98 وهو ثلاث سنوات، والأجل المحدد في دليل قبول القيم في البورصة Guide d'admission en bourse الذي أصدرت اللجنة وهو خمس سنوات. هذا التناقض فادح لأنه يفترض في الدليل أن يكون مطابقاً لتعليمه والأدهى أن الدليل صادر عن اللجنة نفسها.
guide de l'admission Collection les guides COSOB, Novembre 1997, p 23

2 - في حين اكتفى دليل اللجنة بامتلاك نسبة مهمة من الأسهم دون تحديدها.
Guide de la bourse et des opérations boursières, op. cit, p 19 et 20.

3 - في حين أن دليل قبول القيم المنقولة الصادر عن اللجنة نص على خمس نسخ من جميع الوثائق القانونية.

- تنظيم الشركة وهيكلتها وإعادة هيكلتها إن حصلت.
- درجة المنافسة التي تخضع لها الشركة وموقعها بين الشركات المنافسة.
- بيان بالوضعية المالية للشركة لمدة ثلاث سنوات قبل الطلب، مرفق بجدول مقارنة بمحاسبة الشركة خلال هذه المدة.
- نسختان من حسابات الشركة⁽¹⁾، مرفق بمحاضر الشركة وتقارير محافظ الحسابات.
- وثائق تبرر ديون الشركة إن وجدت وسبل اقتراضها، سواءً عن طريق السوق المالية بطرح السندات أو عن طريق المصارف مع وصف دقيق لكلتا الحالتين.
- الوضعية الجبائية للشركة مرفقة بملاحق تبين التصريحات الضريبية للسنوات الثلاث التي تسبق تاريخ القيد.
- وصف شامل لمال التمويل الذي ستحصل عليه الشركة نتيجة قيدها في البورصة.

❖ الوثائق القانونية:

- نسختان من القانون الأساسي للشركة مرفقة بتعديلاته والتصديق عليها⁽²⁾.
 - نسختان من شهادات التسجيل بالسجل التجاري.
 - نسخ من تقارير الجمعية التأسيسية، الجمعية العامة العادية وغير العادية للشركة التي قررت فتح رأسمالها للجمهور مرفقة بمداولات مجلس الإدارة.
 - نسختان من قرار مجلس الإدارة الذي يرخّص بواسطته إدخال القيم في البورصة.
 - عيّنتين من شهادات الأسهم المراد إدخالها في البورصة.
 - نسختان من كل وثيقة تثبت وضعية الشركة اتجاه كلّ من صندوق الضمان الاجتماعي وصندوق التقاعد، وكذا اتجاه الضرائب⁽³⁾.
 - نسخة من كل العقود المهمة التي تبرمها الشركة والتي تخرج عن إطار نشاطها المألوف.
- تتأكد اللجنة من نظامية الوضعية القانونية منذ نشأتها، لملكها تتحقق من نظامية الشروط والإجراءات المتبعة لإدخال قيمها في البورصة⁽⁴⁾. نقلت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

1 - guide de l'admission, op.cit, pp. 23-24.

2 - ذكرت هذه الوثائق في تعليمة اللجنة دون أن تذكر في دليل القبول المذكور أعلاه.

3 - Guide de la bourse et des opérations boursières, op.cit, pp. 19 et 20.

4 - Article 4 de l'instruction COSOB n° 98/01 du 30 Avril 1998 relative à l'admission de valeurs mobilières aux négociations en bourse: «*La commission vérifie la régularité de la situation juridique de la société depuis sa constitution. La commission vérifie également la régularité des conditions d'émission et la négociabilité des titres dont l'admission est demandée*» .

الوثائق التي يجب أن يتضمنها ملف طلب القيد عن نظيرتها سلطة السوق المالية الفرنسية MF⁽¹⁾.

أ- 2 - ملف طلب قيد سندات الدين: يتضمن ملف طلب قيد سندات الدين إضافة إلى الوثائق السابق ذكرها أعلاه وثائق خاصة تتمثل فيما يلي⁽²⁾:

- نموذج عن سند الدين المطلوب قيده.
- التاريخ المزمع للإدخال والذي رخص به مجلس إدارة الشركة.
- نسخة من كل عقد قرض أبرمته الشركة أو عقد رهن رسمي، أو أي عقد آخر محرر من قبل الموثق يثبت مديونية الشركة.
- بيان بعدد وقيمة سندات الدين السابق طرحها في السوق الأولية، تاريخ طرحها وتاريخ استحقاقها.
- بيان بقيمة سندات الدين المطروحة والتي تم تسديدها.
- دراسة تبين تاريخ استحقاق السندات المرغوب قيدها، الفوائد الاسمية المقترحة، كيفية التسديد ومكانه وعملة الوفاء.
- دراسة تبين الناتج الخام المتوقع الحصول عليه من عملية قيد السندات
- شهادة توظيف السندات التي يحررها المختص بالعملية.
- ألزمت اللجنة الهيئات المحلية التي تطلب قيد سندات الدين التي تطرحها بإعلام شركة تسيير بورصة القيم بحجم السندات المطروحة في السوق⁽³⁾.

تلتزم الشركة التي تطلب قبول قيمها المنقولة في البورصة، أن ترسل للجنة كل البلاغات والإعلانات ذات الطابع المالي والنشرات التي تتولّى الشركة توزيعها وكل وثيقة للإعلام الاقتصادي والمالي. كما يتعين عليها الحصول على تصديق اللجنة لتوزيع هذه الوثائق خلال

1 - Instruction AMF n° 2005-11 relative à l'information à diffuser en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé, modifier par le 24 Juin 2011, à consulter sur le site www.amf.org

2 - المادة 6 من التعليمات الصادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 01/98 السابق ذكرها.

3 - l'article 8 de l'instruction COSOB n° 98/01: « **La collectivité dont les titres sont admis aux négociations informe la SGBV du nombre d'obligations restant en circulation au 31 Décembre de chaque année. Dans le cas d'obligations remboursables en totalité à l'échéance finale de l'emprunt, la collectivité dont les titres sont admis aux négociations d'informer la SGBV du nombre d'obligations rachetées, le cas échéant, dans le cadre de l'amortissement anticipé. Dans le cas d'obligations amortissables pendant la durée de vie de l'emprunt, la collectivité dont les titres sont admis aux négociations informe la SGBV du nombre d'obligations à amortir tel que prévu par le tableau d'amortissement avec le prix et la date d'amortissement de ces obligations** » .

مرحلة تقييم ملف القبول. كما عليها أن ترفع إلى علم اللجنة كل تعديل يطرأ على أي عنصر من العناصر المكوّنة لملف القبول⁽¹⁾.

ب- التأشير على المذكرة الإعلامية من قبل اللجنة:

تنص المادة 30 من النظام رقم 03/97 على إلزام الشركة التي ترغب في قيد قيمها المنقولة في البورصة، أن تودع مذكرة إعلامية لدى اللجنة لتأشّر عليها⁽²⁾. حصر المشرع هذا الالتزام على الشركات فحسب، ليكون بذلك قد أقصى الدولة والجماعات المحلية من إعداد ونشر المذكرة الإعلامية. الأمر الذي لم تحترمه اللجنة حينما ألزمت كل الفئات بنشر مذكرة مؤشّر عليها من قبل اللجنة، وذلك بموجب المادة الثالثة من النظام رقم 02/96⁽³⁾، والمادة الأولى من تعليمية اللجنة رقم 03/97⁽⁴⁾. اتخذت اللجنة موقفاً مغايراً من خلال المادة 08 من النظام رقم 02/96، التي يفهم منها أن الهيئات المحلية مستثناة من إعداد المذكرة الإعلامية. جاء نص المادة 08 كما يلي: « تقوم الجماعات المحلية عند إصدارها سندات عن طريق اللجوء العلني للإدخار بوضع بيان إعلامي يصف العملية المزمع إنجازها ، يوضع هذا البيان تحت تصرف الجمهور بمقر الجماعات المحلية المصدرة ، ويودع لدى اللجنة على سبيل الإعلام ».

تدل عبارة "على سبيل الإعلام" على أن اللجنة لا تمارس سلطتها في رقابة الإصدارات التي تطرحها الهيئات المحلية. يرجع ذلك إلى أن هذه الهيئات تنتمي إلى القانون العام فهي تستفيد من امتيازات السلطة العامة. تضاف هذه المادة إلى بقية الأدلة التي ذكرت، أين يتدخل القانون العام في تسيير شؤون السوق المالية، ليضع بذلك حدوداً لسلطة اللجنة.

- 1 - المادتين 25 و 28 من النظام رقم 97-3 السابق ذكره.
- 2 - تنص الفقرة الثانية والثالثة من المادة 30 من النظام رقم 97-3 السابق ذكره على ما يلي: « يجب على كل شركة تطلب قبول سنداتهما للتداول في البورصة، أن تنشر مسبقاً مذكرة. يجب أن تؤشر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على هذه المذكرة قبل نشرها ».
- 3 - تنص المادة الثالثة من النظام رقم 02/96 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية للإدخار عند إصدار قيمها المنقولة، السابق ذكره على ما يلي: « على كل شركة أو هيئة عمومية تقوم بإصدار يم منقولة باللجوء العلني للإدخار، وضع مذكرة ترمي إلى إعلام الجمهور... ». يظهر جلياً أن المقصود هنا من عبارة الهيئات العمومية هي الهيئات المحلية.
- 4 - تنص المادة الأولى من تعليمية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97 المؤرخة في 30 نوفمبر 1997 المتضمنة تطبيق نظام اللجنة رقم 02/96 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية للإدخار عند إصدار قيمها المنقولة، على ما يلي:

« Les sociétés par actions et les établissements publics sont tenus, avant toute émission publique ou admission en bourse de produire un document destiné à l'information du public... ».

حرصاً من اللجنة على نوعية الإعلام وضماناً منها لمصالح المدخرين والمستثمرين، لها أن تطلب كل المعلومات والوثائق المكملّة، كلّما تبين لها غموض أو نقص فيما قدّم لها⁽¹⁾، وذلك في أجل أقصاه شهر من تاريخ استلام ملف طلب القبول.

ج- صدور قرار بقبول القيد:

تفصل اللجنة في أجل شهرين من تاريخ استلام ملف طلب القيد المودع لديها من قبل الشركة، ترد عليه إذا استوفى الملف كل الشروط القانونية والتنظيمية اللازمة، فتصدر قراراً بقبول قيد القيم المنقولة للشركة في البورصة. يعتبر الأجل الممنوح للجنة للرد على طلب القيد في بورصة القيد المنقولة (شهرين) أجل طويل بالنظر إلى طبيعة العملية التي تقتضي السرعة، فالشركة المرشحة للقيد قد سطرت سياسة استثمار يجب أن تنفذها في أقرب الآجال وإلا فقدت أو انتقصت أهميتها، لهذه الأسباب أو غيرها اختصرت لجنة السوق المالية الفرنسية هذا الأجل إلى عشرين يوم فقط⁽²⁾.

حددت اللجنة أجلاً لصلاحيّة مقرر القبول وهو أربعة أشهر من تاريخ صدوره، قابلة للتمديد بطلب من الشركة العارضة⁽³⁾. يجب على الشركة المباشرة في إجراءات الإدخال قبل انتهاء هذا الأجل وإلا اضطرت إلى إعادة ملف طلب القيد بغرض تحيينه. يمكن القول بأن هذه المدة معقولة، فهي من جهة كافية لإتمام باقي إجراءات الإدخال، ومن جهة أخرى ضرورية لتحيين ملف الشركة التي قد تطرأ عليها تطورات من تاريخ إيداع ملفها لدى اللجنة.

تملك اللجنة صلاحية رفض كل طلب قيد في البورصة إذا كان مخالفاً لمصلحة السوق والمدخرين، حسب ما نصت عليه المادة 29 من نفس النظام. يثور تساؤل مهم في هذا الصدد حول مدى قابلية قرار رفض القيد للطعن، سواءً الداخلي أمام اللجنة أو الطعن القضائي أمام الجهات القضائية؟ إنَّ الطعن الداخلي لدى اللجنة أمر غير وارد، نظراً لطبيعة النزاع الذي يخرج عن اختصاصات الغرفة التحكيمية للجنة، كونه ليس بنزاع تقني ولا وجود لوسيط كطرف فيه. يبقى البحث عن إمكانية الطعن أمام الجهات القضائية. فهل يمكن قياس قرار رفض طلب الإدخال على قرار رفض اعتماد الوسطاء، والقول بإمكانية الطعن حسب ما قرّره المادة 9 من المرسوم رقم

1 - المادة 42 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، المتعلق ببورصة القيم المنقولة السابق ذكره.

2 - « L'AMF notifie son visa dans les vingt jours de négociation qui suivent la délivrance de l'avis de dépôt. Au cours de l'instruction du dossier, lorsque l'AMF indique que les documents sont incomplets ou que des informations complémentaires doivent y être insérées, le délai mentionné au quatrième alinéa ne court qu'à partir de la réception par l'AMF des compléments d'information » .

Article 212-22 du règlement générale de l'AMF modifier par Arrêté du 2 avril 2009.

3 - المادة 22 من النظام رقم 97 - 03، السابق ذكره.

93-10⁽¹⁾. أم أنه قرار لا يقبل أي طعن بصفته صادراً عن الهيئة العليا للسوق المالية وهي الأكثر دراية بمقتضيات هذه السوق ومصالحها، فما على الشركة إلا إعادة الطلب وفقاً لتعليمات اللجنة. أرى أن الرأي الثاني هو الأقرب للصواب نظراً لصلاحيّة الرقابة السابقة التي تتمتع بها اللجنة.

ثانياً - إبرام اتفاقية القيد مع شركة تسيير البورصة:

تلتزم الشركة التي حصلت على موافقة اللجنة على طلبها المتضمن قيد قيمها المنقولة في البورصة، بإيداع نسخة من طلب القبول مرفقاً بالملزمة الإعلامية المؤشر عليها لدى ش.ت.ب.ق. تبرم الشركة اتفاقية التسجيل la convention d'inscription مع شركة تسيير البورصة بواسطة وسيط معتمد⁽²⁾. تحدد هذه الاتفاقية تاريخ الإدخال، سعر الإدخال والإجراء المناسب للإدخال.

لا تتمتع الشركة المرشحة للقيد بحرية تامة في التعاقد مع شركة تسيير بورصة القيم، فالاتفاقية المبرمة معها تعتبر بمثابة عقد إذعان، لأنها تحتكر نشاط القيد في البورصة احتكاراً قانونياً يمكنها من فرض شروطها على المستثمر دون مناقشتها. تتمتع الشركة بهذا الاحتكار بحكم كفاءتها وتخصصها في هذا المجال، فهي تسعى من وراء فرض إجراءات محددة مسبقاً إلى تحقيق السياسة العامة للدولة في مجال السوق المالية، وحماية السوق نفسها عن طريق تركيز سلطة الإدخال لديها⁽³⁾

أ- أنواع التسجيل: حددت شركة البورصة شروط وإجراءات التسجيل لديها مسبقاً بموجب قرارها رقم 01/98⁽⁴⁾. ميز هذا القرار بين نوعين من التسجيلات وهما:

1- التسجيل الأولي **Inscription initiale**: خاص بالشركة التي ترغب في إدخال قيمها المنقولة في البورصة لأول مرة.

2- التسجيل الإضافي **Inscription additionnelle** خاص بالشركة التي سبق لها أن قيدت قيمها في البورصة.

1 - مع العلم أن دستور الدولة الجزائرية لسنة 1996 ينص في مادته 143 على أن كل القرارات الصادرة عن الهيئات الإدارية قابلة للطعن أمام القضاء.

2 - المادة 14 من النظام رقم 03/97، المتعلق بالنظام العام للبورصة، السابق ذكره.

3 - « Les objectifs du marché peuvent être atteints lorsque les procédures concernées constituent des procédures dites « du marché », c'est-à-dire lorsque elles sont centralisées directement par l'entreprise de marché elle-même ».

ESSOMBE MOUSSIO Jean-Jacques, « introduction en bourse procédures techniques et modalités contractuelles », Répertoire bourse et produits financiers, n° 1-1998, mis à jour en 2006, p 4.

4 - القرار الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 01-98، المؤرخ في 30 مارس 1998 والمتضمن ضبط إجراءات إدخال القيم المنقولة والمعلومات الواجب نشرها، المعدل والمتمم بموجب القرار رقم 05/99، المؤرخ في 22 جويلية 1999.

تتلقى شركة إدارة البورصة لقاء هذه التسجيلات أتاوى محددة بموجب قرار⁽¹⁾.

فمصاريف للتسجيل الأولي تقدر بـ 200.000 دينار جزائري للأسهم و 300.000 دينار جزائري بالنسبة للسندات. أما عن التسجيل الإضافي فتقدر مصاريفه بـ 100.000 دينار جزائري للأسهم و 150.000 دينار جزائري للسندات. تلتزم الشركة التي تبرم اتفاقية التسجيل أن تدفع مصاريف سنوية أخرى هي أتاوى إبقاء السند في سجلات البورصة، تدفع عند نهاية كل سنة من الاتفاق بمبلغ جزء منه ثابت قدره 500.000 د.ج. و جزء متغير هو 10.000 د.ج، عن كل 100 أمر يسجل في سجل شركة تسيير البورصة⁽²⁾.

تبرم شركة تسيير البورصة اتفاقية التسجيل مع الشركة المرشحة للقيد، بناءً على قرار اللجنة الذي يقضي قبول ملف الشركة. فلا تملك شركة تسيير بورصة القيم المنقولة صلاحية رفض القيد بعد صدور قرار اللجنة بقبوله وذلك عكس نظيرتها الفرنسية Euronext⁽³⁾.

1 - القرار الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، رقم 09-99، المؤرخ في 22 جويلية 1999 والمتعلق بمصاريف التسجيل.

يجب الإشارة إلى أن المصاريف التي تضمنها القرار المذكور أعلاه تخص فقط تسجيل السندات في التسعيرة الرسمية، وكذا مصاريف تثبيت التسجيل، وأنها مستقلة تماماً عن الأتاوى التي تقبضها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة لقاء العمليات المنجزة في السوق، والتي جاء النص عليها بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 09/09 المؤرخ في 2009/11/18، السابق ذكره.

2 - المواد 2 و 3 من القرار الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 09-99، المؤرخ في 22 جويلية 1999 والمتعلق بمصاريف التسجيل.

3 - Article 64 -01 de la décision - n°1-01 du 13 mars 2011 portant les règles des marchés : « **L'Entreprise de marché d'Euronext compétente peut rejeter une demande d'admission d'un Titre pour tout motif approprié, y compris, de façon non limitative :**

- si l'Emetteur ne remplit pas une ou plusieurs des conditions résultant du présent

Chapitre 6 ou de la Réglementation Nationale en vigueur ;

- ou si elle considère que l'admission des Titres est susceptible de nuire au

Fonctionnement équitable, ordonné et efficace du Marché des Titres d'Euronext ou à la réputation d'Euronext dans son ensemble ;

- ou si elle découvre qu'un Titre est déjà admis sur un autre marché et que

L'Emetteur ne s'acquitte pas des obligations résultant de cette admission ;

- ou si elle a connaissance du fait que l'Emetteur ou ses bénéficiaires réels figurent sur la Liste de sanctions de l'UE. »

Article 64-02 : « **La décision de rejet d'une demande d'admission est motivée et notifiée par écrit à l'Emetteur. »**

Article 64-03 : « **En cas de rejet, le Requérant peut faire appel de la décision prise par l'Entreprise de marché d'Euronext compétente en déposant un recours devant le tribunal ou l'autorité compétente, selon les procédures et délais prescrits par la Réglementation Nationale ».**

ب - النشرة الرسمية للتسعيرة:

تتشر شركة تسيير البورصة في النشرة الرسمية للتسعيرة، تفاصيل اتفاقية التسجيل المبرمة بينها وبين الشركة المرشحة للقيد الممثلة في الوسيط المعتمد. يجب أن تتضمن هذه النشرة ما يلي:

- وصف الشركة العارضة وصفا دقيقا بشكل لا يترك لبسا لدى المستثمرين.
- التعريف بالوسيط أو الوسطاء المكلفين بالإدخال ومتابعة عمليات البورصة.
- عدد الأسهم والسندات المعروضة للبيع، نوعها والحقوق المرفقة بها.
- سعر العرض.
- مدة العرض.
- توزيع العرض، إذا رغبت الشركة في تحديد نسبة معينة كحد أقصى، يمكن لمستثمر ما أن يفتنيها مثلما فعل فندق الأوراسي⁽¹⁾.

تتشر شركة تسيير البورصة نشرة خاصة تسمى مقرر الإدخال Avis d'introduction. تتضمن هذه النشرة السعر المرجعي للسندات والأسعار المقترحة من طرف الشركة في طلب القيد، إذا كان الإدخال مرفقاً بطرح قيم جديدة على الجمهور⁽²⁾. الغرض من هذه النشرة هو السماح للجمهور بالاطلاع على تفاصيل الإدخال لتمكينهم من دراسة السوق وتقييم العملية لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب. يمتاز هذا الإجراء بأنه يضمن للشركة المقيدة الحصول على سعر السوق وفقاً لقاعدة العرض والطلب، أو الحصول على الأقل على السعر الأدنى الذي عرضته⁽³⁾.

ثالثاً - إجراءات الإدخال:

تحدد الاتفاقية المبرمة بين الشركة طالبة القيد وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، إجراء الإدخال المناسب للشركة. يتم الاتفاق على أحد الإجراءات الثلاث التي نصت عليها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وهي: إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت، إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى أو الإجراء العادي. يتم اللجوء إلى إجراءات العرض العمومي للبيع في

1 - notice d'information, Hôtel El Aurassi, op. cit.

2 - « Lorsque l'introduction en bourse d'un titre s'accompagne d'une diffusion dans le publique de nouveaux titres, le cours de référence est le cours stipulé par les introducteurs dans la demande d'admission soumise à la COSOB . Le cours d'introduction retenu et validé par la SGBV sur la base des conditions du marché et publier dans l'avis d'introduction ».

Article 10 de la décision de la SGBV n° 98/01 modifié par la décision n° 99/05 relative aux procédures d'introduction de valeurs mobilières en bourse.

3 - ESSOMBE MOUSSIO Jean-Jacques, « introduction en bourse procédures techniques et modalités contractuelles », op-cit, p8.

حالتين هما: حالة الشركة التي ترغب في قيد قيمها لأول مرة في البورصة وهو ما يعرف بالتسعيرة الأولى، أو الحالة التي ترغب فيها الشركة إعادة تصنيف قيمها المقيدة في البورصة⁽¹⁾.

يعد العرض العمومي لبيع القيم المنقولة في البورصة، إجراء تقني ومعتد. يطبق على الخصوص عند قيد قيم الشركة الخاصة لأول مرة في البورصة، مع طرح للقيم المنقولة في هذه السوق، أو بمناسبة خوصصة المؤسسة العمومية الاقتصادية عن طريق السوق المالية⁽²⁾. تبحث الشركة من خلال هذا العرض، عن مستثمرين يقبلون التعاقد معها بشراء قيمها المطروحة وفقاً لشروط السوق وليس لمبدأ التراضي.

نظمت إجراءات الإدخال في البورصة بموجب قواعد مهنية، تتمثل في كل من أنظمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وكذا القرارات الصادرة عن شركة تسيير البورصة⁽³⁾، التي ميزت بين ثلاثة أنواع من إجراءات الإدخال ألا وهي: الإجراء العادي، إجراء العرض العمومي بسعر أدنى، إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت.

أ- الإجراء العادي:

يعرف هذا الإجراء بتسمية أخرى هي التسعيرة المباشرة⁽⁴⁾، يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة أن تسجل مباشرة في جدول الأسعار، القيمة المتفق عليها مع الشركة الراغبة في القيد، وذلك وفقاً لشروط السوق⁽⁵⁾. يتم اللجوء إلى هذا الإجراء في حالات هي:

- إدخال قيم مثيلة للسندات التي سبق تحديد سعرها.
- إدخال سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية.

1 - « Les offres publiques de vente sont utilisées soit pour réaliser une première cotation soit pour procéder à un reclassement des titres ».

l'article 2-4-8. des règles de négociation Euronext.

Pour plus d'explications, DAIGRE Jean-Jacques, Les offres publiques en bourse, aspects juridiques, éditions Banque Editeur, Paris 2001, p 121.

- BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op-cit, p 625.

2 - Ibid, p 121.

3 - نظام اللجنة رقم 03-97 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم بموجب النظام رقم 01/12 السابق ذكرهما.

- القرار رقم 01/98 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتاريخ 22 مارس 1998، المتضمن إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة المعلومات الواجب نشرها. المعدل والمتمم بموجب القرار رقم 05/99 الصادر بتاريخ 22 جويلية 1999.

4 - ESSOMBE MOUSSIO Jean-Jacques, « introduction en bourse procédures techniques et modalités contractuelles », op.cit. p 14.

5 - المادة 56 من النظام رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

- إدخال سندات الدين الصادرة عن شركات الأسهم⁽¹⁾.
- القيم المثلثة للسندات التي سبق تسعيرها بالنسبة إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي سبق توظيفها لدى المستثمرين المؤسساتيين⁽²⁾.
- تشرط شركة تسيير بورصة القيم المنقولة لاعتماد هذا الإجراء أن يوزع رأسمال الشركة الراغبة في القيد بين الجمهور بشكل كافٍ إذا تعلق الأمر بالحالة الثانية المذكورة أعلاه. أمّا إذا كانت السندات تقيد في البورصة لأول مرة فيكون سعر الإدخال هو السعر المرجعي cours de référence الذي يحدده المصدر⁽³⁾.
- يلتزم الوسطاء في عمليات البورصة الذين تلقوا أوامر من زبائنهم بالبيع أو الشراء بإيداعها لدى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، يوم الإدخال على أبعد تقدير. يجب أن تكون هذه الأوامر أوامر السوق ordre au mieux أو أوامر بسعر محدد ordre a cours limité⁽⁴⁾. تمتنع شركة تسيير بورصة القيم من تلقي أوامر بيع أخرى من غير الشركة المدخلة، إذا ما تعلق الأمر بالإدخال عن طريق الإجراء العادي ومرفق بطرح قيم جديدة بين الجمهور⁽⁵⁾.

ب - إجراء العرض العمومي بسعر أدنى:

إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى، هو الإجراء المتمثل في وضع سندات تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال، بسعر أدنى يقبل به المدخلون التنازل عن سنداتهم⁽⁶⁾. يشبه

- 1 - المادة 57 من النظام رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.
- 2 - أضيفت هذه الفقرة بموجب المادة 11 من النظام رقم 12/01 المعدل والمتمم للنظام رقم 97/03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.
- 3 - المادة 10 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 98/01 المؤرخ في 22 مارس 1998 المتضمن إجراءات إدخال القيم المنقولة والمعلومات الواجب نشرها.

Article 10 : Cours d'introduction de nouveaux titres.

« Lorsque l'introduction en bourse d'un titre s'accompagne d'une diffusion dans le public de nouveaux titres, le cours de référence est le cours stipulé par les introducteurs dans la demande d'admission soumise à la COSOB. Le cours d'introduction retenu est validé par la S.G.B.V. sur la base des conditions du marché et publié dans l'avis d'introduction ».

- 4 - المادة 09 من القرار رقم 98/01، الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم، السابق ذكره.
- 5 - Article 8 de la décision SGBV n° 99 /01: Restriction des ordres.

« Lorsque l'introduction en bourse d'un titre selon la procédure ordinaire s'accompagne d'une diffusion dans le public de nouveaux titres, aucun ordre de vente en provenance de donneurs d'ordres autres que les introducteurs n'est recevable le jour de l'introduction ».

- 6 - المادة 59 من نظام رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

هذا الإجراء المزايدة التي تحدد فيها الشركة السعر الأدنى، الذي انطلاقاً منه تقبل التنازل عن سنداتها⁽¹⁾.

تتشر شركة تسيير بورصة القيم بياناً إعلامياً في النشرة الرسمية للتسعيرة، تعلن فيه عن الإدخال عن طريق العرض العمومي بسعر أدنى. تتضمن هذه النشرة جميع بيانات العملية وإجراءاتها، منها عدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور، السعر الأدنى الذي يقبل به هؤلاء التنازل عنها. كما تتضمن شروط قبول وتبليغ أوامر الشراء إلى شركة البورصة، وتوزيعها بين الأمرين إذا اقتضى الأمر ذلك⁽²⁾.

تجمع شركة تسيير بورصة القيم كل أوامر الشراء التي يتلقاها الوسطاء في عمليات البورصة وتقوم بفرزها، لا تقبل منها إلاّ الأوامر المتوافقة مع العرض وذات السعر المحدد⁽³⁾، بذلك يتحدد سعر الإدخال بسعر آخر أمر مدفوع⁽⁴⁾. أمّا الأوامر غير المحددة أو التي يبتعد حدّها عن العرض الأدنى بصورة غير عادية تعتبرها أوامر ملغاة⁽⁵⁾، يرجع البعض السبب في إلغاء

1 - « L'offre à prix minimal s'apparente ainsi à une vente aux enchères avec un prix minimum en dessous duquel les introducteurs renoncent à vendre leurs titres »

DE NAYER (M.C), La formation du prix dans les introductions en bourse et les privatisations, in études sur le cours de bourse, sous la direction de SOUFFLET (J), et DESCHANEL (J.P), Edition Economica, 1997, p 85.

2 - المادة 60 من نظام رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

3 - « Seuls les ordres d'achat libellés à des cours limités pourront être acceptés les ordres à tout prix ou ordres au mieux sont exclus ».

LEHMANN (J.P), La bourse de Paris, Edition Dunod, Paris, 1991, p124.

4 - المادة 62 من نظام رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

كما نصت على ذلك المادة 13 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المتعلق المتضمن إجراءات إدخال القيم المنقولة والمعلومات الواجب نشرها، المعدلة بموجب المادة 4 من قرار الشركة رقم 05/99 المعدل للقرار رقم 01/98.

Article 4 modifie L'article 13 comme suit : « **Lors de la séance spéciale de Bourse, la SGBV en concertation avec les introducteurs arrête les résultats de l'introduction en Bourse. La SGBV détermine la cours d'introduction égal à la limite du denier ordre servi et fixe le cas échéant, le taux de réduction applicable aux ordres en présence** ».

5 - المادتين 61 و63 من نظام رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

كما نصت على ذلك المادة 11 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المتعلق المتضمن إجراءات إدخال القيم المنقولة والمعلومات الواجب نشرها، المعدلة بموجب المادة 2 من قرار الشركة رقم 05/99 المعدل للقرار رقم 01/98.

Article 2 modifie L'article 11 comme suit : « **Les IOB transmettent à la SGBV les ordres d'achat dont ils sont dépositaires, dans les conditions habituellement pratiquées et les délais fixés par la SGBV et publiés dans l'avis d'introduction. Les ordres sont libellés à "cours limités"** ».

هذه الأوامر مباشرة إلى منع المضاربة الضارة بالسوق⁽¹⁾.

ج - إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت:

يتمثل إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر قار محدد سلفاً⁽²⁾. تنشر شركة تسيير بورصة القيم بياناً إعلامياً في النشرة الرسمية للتسعيرة، تعلن فيه عن الإدخال عن طريق العرض العمومي بسعر ثابت. تتضمن هذه النشرة جميع بيانات العملية وإجراءاتها، منها عدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور، السعر القار المقترح. كما تتضمن شروط قبول وتبليغ أوامر الشراء إلى شركة البورصة، كيفية توزيعها بين الأمرين إذا اقتضى الأمر ذلك والشروط الخاصة بالإدخال⁽³⁾.

يودع الوسطاء في عمليات البورصة أوامر الشراء التي تلقوها من طرف زبائنهم لدى شركة تسيير البورصة، لا تقبل هذه الأخيرة إلا أوامر الشراء المحصورة في سعر العرض وإذا حضي العرض باستجابة فإن سعر التداول يكون نفسه السعر المقترح في العرض⁽⁴⁾.

يمكن للشركة المصدرة الاتفاق مع شركة تسيير بورصة القيم على إجراء عرض عمومي للبيع بسعر اسمي محدود، على أن تكون أوامر الشراء المقبولة اسمية. في هذه الحالة لا يجوز لمشتري واحد إصدار أكثر من أمر. كما يمكن للشركة المصدرة الاتفاق مع شركة تسيير بورصة القيم على أوامر الشراء على فئات متفاوتة تبعاً لكميات السندات المطلوبة وتبعاً لصفة الأمرين⁽⁵⁾.

1 - « La proscription d'ordres passés sans fixation de cours est destinée à éviter les tentations spéculatives, qui pourraient avoir pour conséquence la revente immédiate des titres à un cours supérieur, ce qui perturberait artificiellement le marché des titres dès sa naissance ».

DAIGRE Jean-Jacques, Les offres publiques en bourse, aspects juridiques, Editions Banque, Paris, 2001, p123.

2 - المادة 64 من النظام رقم 97-03، السابق ذكره.

3 - المادة 65 من نظام رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

4 - المادة 66 من نظام رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

كما نصت على ذلك المادة 14 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المتعلق المتضمن إجراءات إدخال القيم المنقولة والمعلومات الواجب نشرها، المعدلة بموجب المادة 4 من قرار الشركة رقم 05/99 المعدل للقرار رقم 01/98.

« Les IOB transmettent à la SGBV les ordres d'achats dont ils sont dépositaires, dans les conditions habituellement pratiquées et des délais fixés par la SGBV et publiés dans l'avis de l'introduction.
Les ordres sont libellés à "cours limités" ».

5 - وضحت شركة تسيير بورصة القيم كيفية توزيع الأوامر في:

info-bourse offre publique de vente, privatisation par la bourse, op. cit, p 9.

سمحت لجنة البورصة الفرنسية بإرفاق الإدخال عن طريق العرض العمومي للبيع، بالتوظيف المضمون للقيم التي ترغب الشركة طرحها في البورصة مباشرة، وهو ما يعرف بإجراء التوظيف المضمون. يكون الإدخال في هذه الحالة بالسعر الذي تحدده الشركة، مع احتفاظها بحق اختيار الأوامر المقبولة⁽¹⁾. تظهر الشركة المصدرة رغبتها في توزيع الأوامر، في المذكرة الإعلامية التي تؤثر عليها اللجنة. مع ذلك يجب أن توافق شركة تسيير بورصة القيم على هذا التوزيع⁽²⁾.

1 - « Le placement garanti permet à l'établissement preneur de répartir discrétionnairement les titres sans a à respecter une quelconque égalité entre les donneurs d'ordres et sans contrôle ». DAIGRE Jean-Jacques, Les offres publiques en bourse, aspects juridiques, Editions Banque, Paris 2001, p124.

- ESSOMBE MOUSSIO Jean-Jacques, « introduction en bourse procédures techniques et modalités contractuelles », op.cit., p 11.

2 - يمكن الاستدلال بنموذج حقيقي عن كيفية توزيع العرض على الأمرين وهو إجراء العرض العمومي بسعر ثابت الذي تقدمت به شركة أليانس للتأمين Alliance Assurance، التي وضحت ذلك في المذكرة الإعلامية التي أشرت عليها اللجنة بتاريخ 8 أوت 2010 تحت رقم 02/2010، وذلك كما يلي:

1.2.10 Segmentation de l'offre

L'offre des actions Alliance Assurances est réparti en 05 segments selon la qualité de souscripteurs :

Segment A : Personnes Physiques de nationalité algérienne :

un pourcentage de l'offre correspondant à 33,30% des actions offertes (600 000 actions) est réservé aux souscripteurs de ce segment. Chaque souscripteurs du segment A ne pourra demander moins de 5 actions ni plus de 50 000 actions. Les souscriptions des enfants mineurs ne peuvent être effectuées que par le père, la mère, le tuteur ou le représentant légal de l'enfant mineur.

Segment B : Investisseurs Institutionnels :

Un pourcentage de l'offre correspondant à 28,5% des actions offertes (514.286 actions) est réservé aux souscripteurs de ce segment. Les investisseurs institutionnels sont les Banques et Etablissements financiers agréés par la Banque d'Algérie, les compagnies d'assurance et de réassurance agréées, les Intermédiaires en Opérations de Bourse, les Organismes de Placement Collectif des valeurs mobilières (OPCVM) soit les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV) et les Fonds Commun de Placement, les Sociétés de Capital Investissement agréées et les Caisses et Fonds institutionnels. Chaque souscripteurs du segment B ne pourra demander moins de 1 000 actions ni plus de 250 000 actions.

Segment C : Personnes Morales de droit algérien :

Autres que les personnes morales institutionnelles désignées dans le segment B. Un pourcentage de l'offre correspondant à 33,5% des actions offertes (604.511 actions) est réservé aux souscripteurs de ce segment. Chaque souscripteurs du segment C ne pourra demander moins de 1 000 actions ni plus de 250 000 actions. Les souscriptions sont effectuées par le mandataire légale de la personne morale ou par toute autre personne, Les souscriptions sont effectuées par le mandataire légale de la personne morale ou par toute autre personne dûment mandatée à cet effet.

Segment D : Agents Généraux d'Alliance Assurances :

Un pourcentage de l'offre correspondant à 02,4% des actions offertes (42 857 actions) est réservé aux souscripteurs de ce segment. Ce Segment est réservé à tout agent général représentant commercialement Alliance Assurances de manière exclusive et présentant une situation régulière vis-à-vis d'Alliance Assurances. Chaque souscripteur du segment D ne pourra demander moins de 20 actions ni plus de 1 400 actions. Les souscripteurs de cette catégorie bénéficient d'une décote de 10%. Les souscripteurs du segment D verseront 90% du prix d'émission soit 747 DA, dont 200 DA de nominal et 547 DA de prime d'émission. L'IOB accompagnateur CPA est le seul habilité à collecter les souscriptions du segment D.

=

د - إجراءات إدخال القيم الشبيهة للخرينة في البورصة:

استحدثت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مواد إضافية في النظام رقم 01/12 المعدل والمتم للنظام رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام للبورصة، وهي المواد 1-77 إلى 6-77. تتعلق هذه المواد بإجراءات إدخال القيم الشبيهة للخرينة في البورصة.

يتم قبول السندات الشبيهة للخرينة للتداول على مستوى بورصة الجزائر، تلقائياً في قسم المعاملات بالجملة بطلب من وزير المالية. تدرج في البورصة عبر الإجراء العادي بسعر مرجعي إرشادي، ينشر في النشرة الرسمية للتسعيرة. تتداول هذه السندات خلال خمسة أيام من أيام العمل في الأسبوع، تسعر السندات وفقاً للتسعيرة المباشرة، بقرن أوامر المشتريين والبائعين المتقاربة بصورة منهجية.

المطلب الثاني**تنظيم حصص التداول والتسوية في السوق الثانوية**

يسعى كل من المدخر البسيط والمؤسسي والمستهثمر المضارب من وراء استثمار أمواله في البورصة، إلى تحقيق أرباح سريعة ومضمونة بأقل مخاطرة. يتحقق ذلك، إذا تمكن المستثمر من اغتنام الفرص المناسبة لشراء وبيع الأوراق المالية. تمتاز الأوراق المالية بخاصية هامة هي خاصية التداول في البورصة، فإذا قيدت داخلها، تمكن صاحبها من التخلص منها والاستثمار في غيرها متى شاء ومتى كانت ظروف السوق مناسبة. يتمكن المستثمر بذلك من تكوين محفظة أوراق مالية وتنويعها والمضاربة، لتحقيق أرباح أوفر بمخاطر أقل.

كرست كل التشريعات مبدأ حرية تداول القيم المنقولة داخل البورصة، وجعلت هذه الخاصية ملازمة للسند طول حياة الشركة المصدرة له، وحتى بعد حلها إلى غاية الانتهاء من تصفية الشركة⁽¹⁾. قيد هذا المبدأ بقيود بعضها قانونية، كوجود نص يمنع تداول فئة معينة من

= Segment E : Salariés d'Alliance Assurances et ses filiales :

Un pourcentage de l'offre correspondant à 02,4% des actions offertes (42 857 actions) est réservé aux souscripteurs de ce segment. Chaque souscripteur du segment E ne pourra demander moins de 20 actions ni plus de 140 actions. Les souscripteurs de cette catégorie bénéficient d'une décote de 10%. Les souscripteurs du segment E verseront 90% du prix d'émission soit 747 DA, dont 200 DA de nominal et 547 DA de prime d'émission. L'IOB accompagnateur CPA est le seul habilité à collecter les souscriptions du segment E.

1 - الضبع أشرف، تسوية عمليات البورصة، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في القانون، جامعة القاهرة 2006، ص 90.

السندات⁽¹⁾، أو قيود اتفاقية يضعها الأفراد أو تحدد في القانون الأساسي للشركة⁽²⁾.

يخصص هذا المطلب لعمليات التداول التي تجري داخل البورصة، وتستبعد عمليات التداول خارج البورصة وإن كانت القيم مقيدة داخل البورصة⁽³⁾. يخضع تداول القيم المنقولة داخل البورصة وتسويتها لمبدأ حرية التعاقد والمنافسة الحرة. إلا أن هذه الحرية غير مطلقة، إذ تتدخل شركة تسيير بورصة القيم بقواعد مهنية لتنظيم وضبط عملية تداول وتسعير القيم المنقولة (الفرع الأول)، كما يتدخل المؤتمن المركزي على السندات لتنظيم وإدارة عمليات التسوية (الفرع الثاني)، وذلك بغرض حماية النظام العام للسوق الثانوية.

الفرع الأول

تنظيم حصص التداول

يحتكر الوسطاء في عمليات البورصة مهنة التفاوض حول القيم المنقولة المتداولة داخل البورصة، سواءً لحسابهم الخاص أو لحساب زبائنهم. يفتح الوسيط حساباً ودفترًا خاصين بكل زبون، يتلقى بموجبه أوامر الزبون المتضمنة شراء أو بيع الأوراق المالية، ثم ينقلها إلى مقصورة البورصة.

1 - ورد مثل هذا القيد على السهم النوعي في المرسوم التنفيذي رقم 352/01 المؤرخ في 10 نوفمبر 2001، الذي يحدد شروط ممارسة حقوق السهم النوعي وكيفيات ذلك، الجريدة الرسمية عدد 67، الصادر في 11 نوفمبر 2001. بحيث عرفته المادة 02 من هذا المرسوم كما يلي: « يقصد بالسهم النوعي، سهم في رأسمال الشركة الناتج عن خوصصة مؤسسة عمومية اقتصادية، تحتفظ به الدولة مؤقتاً ويحول لها حق التدخل بموجبه لأسباب ذات مصلحة وطنية ». يخول السهم النوعي للدولة حقوقاً كثيرة تمارسها على المؤسسة المخصصة، هذه الحقوق تجعل السهم النوعي مختلف تماماً عن الأسهم العادية، وحتى الممتازة التي تتاولناها بالدراسة آنفاً. هذا الاختلاف له مبرراته التي تترجم رغبة الدولة في الاحتفاظ بالرقابة على المؤسسة المخصصة. وهو ما يتنافى تماماً وتقنيات البورصة. أضف إلى ذلك نص القانون صراحة على عدم قابلية السهم النوعي للتصرف فيه، وهو ما جاء في نص المادة 4 من المرسوم 352/01 السابق ذكره. فتجريد هذا السهم من خاصية قابلية التصرف، يجعله غير قابل للتداول داخل البورصة. إلا أن صفة عدم قابلية التصرف لا تبقى مقترنة بالسهم النوعي على الدوام، إذ حددت بمدة زمنية قدرها 3 سنوات. وبعد انقضاء السنوات الثلاث يمكن تحويل السهم النوعي إلى سهم عادي، وذلك بموجب قرار يتخذه رئيس الحكومة بعد الاستماع إلى مجلس مساهمات الدولة.

- يمكن ذكر قيد قانوني آخر على مبدأ تداول القيم المنقولة، وهو ما نص عليه المشرع في المادة 715 مكرر 31 من التقنين التجاري بحظر إصدار حصص المستفيدين وحصص المؤسسين وذلك لمنع تداولها.

2 - الضيع أشرف، تسوية عمليات البورصة، مرجع سابق، ص 90.

3 - نظمت هذه العمليات بموجب النظام رقم 02/04 المؤرخ في 10 نوفمبر 2004، المتعلق بشروط التداول خارج البورصة للسندات المسعرة في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 22، الصادر في 27 مارس 2005.

يبدأ التداول داخل البورصة، بإيداع الوسيط أوامر زبائنهم لدى شركة تسيير بورصة القيم، سعياً منهم لتنفيذها بكل نزاهة وبحسن النية⁽¹⁾ (أولاً). تتلقى الشركة كل العروض والطلبات على السندات المطروحة، وتنظم حصصاً للتداول بإحداث مواجهة بين مختلف الأوامر، فتسهر الشركة على تسعير الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن داخل السوق، ويستجيب لأكبر قدر من العروض والطلبات، وفقاً لقاعدة العرض والطلب، ووفقاً لنمط التسعيرة المعتمد في البورصة (ثانياً).

أولاً - نقل أوامر الزبون إلى البورصة:

تعتبر أوامر البورصة الوسيلة التي بواسطتها يباشر الوسيط وظيفة الوساطة، فينقل أوامر زبونه إلى سوق التداول، يعرضها وينفذها وفقاً لتعليماته. يجب أن تحرر الأوامر وفقاً لنموذج معدّ لذلك، يتضمن بيانات أساسية، يتحدّد بواسطتها نوع الأمر وطرق تنفيذه، وكذا حدوده الزمنية، وذلك لضمان السير الحسن والتنفيذ المثالي لهذه الأوامر.

تكيف القواعد المنظمة لأوامر البورصة بأنها قواعد مهنية بالدرجة الأولى، إذ يعود أصلها إلى التنظيمات التي تصدرها شركات السوق، ثم صارت إلزامية كقواعد عرفية، دون أن تتدخل التشريعات بتنظيمها⁽²⁾.

أ - الطبيعة القانونية لأوامر البورصة:

يجب تحديد الطبيعة القانونية لأوامر البورصة، لتحديد القواعد القانونية الواجبة التطبيق عليها، ومعرفة القضاء المختص بحل النزاعات الناشئة عنها. يكون ذلك بحصرها في تعريف واضح ودقيق، ثم البحث عن التكييف القانوني لها.

أ - 1 - تعريف أوامر البورصة: وردت تعاريف مختلفة لأوامر البورصة، فهناك من عرفها بأنها « تلك التعليمات التي يقدمها أي شخص طبيعي، أو معنوي يرغب في شراء أو بيع قيم منقولة »⁽³⁾. عرفها جانب آخر من الفقه بأنها « عقد إنباء بين الوسيط والزبون »⁽⁴⁾. أمّا المادة

1 - وفقاً لما نص عليه النظام رقم 03/96 المتعلق بشروط اعتماد الوسيط في البورصة وواجباتهم ومراقبتهم. كما نصت على هذا الالتزام المادة 107 فقرة أولى من التقنين المدني الجزائري.

2 - « La typologie des ordres est marquée par une réglementation d'origine professionnelle rendue obligatoire... »

RUET Laurent, « Ordres de bourse », Bulletin Jolly bourse, n°1, 2004, p2.

3 - « Les ordres de bourse sont des instruction données par toute personne physique ou morale qui désire acheter ou vendre des valeurs mobilières ».

JAQUILLAT Bertrand et SLONIK Bruno, op. cit., p 37.

4 - LE VASSEUR(M), Droit des affaires, Tome II, les valeurs mobilières, LGDJ, Paris, 1988, p501.

89 من النظام رقم 03/97 فكانت أكثر شمولية عندما عرّفت أوامر البورصة كالتالي: « أمر البورصة هي تعليمة الزبون إلى وسيط في عمليات البورصة، أويبادر إليها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير، أو نشاط بمقابل ».

أ- 2 - التكييف القانوني لأوامر البورصة: أثر تعدد التعاريف الممنوحة لأوامر البورصة على التكييف القانوني لها، إذ أن كل فريق من الفقه ينطلق منه تعريفه الخاص للأمر ثم يكيّفه. فهناك من ينفي على الأمر صفة العقد حينما عرفوه بالتعليمة⁽¹⁾. انتقد هذا الرأي لعدم دقته، لوجود طرف ثالث في العلاقة وهي الشركة المسيرة للسوق التي تتلقى الأوامر التي سينفذها الوسيط، فيفترض وجود علاقة رئيسة هي علاقة الوسيط بالزبون وعلاقة ثانوية هي علاقة الوسيط بالشركة⁽²⁾.

يدافع فريق آخر على الطابع العقدي للأمر، رغم اختلافهم في تكييفه، فهناك من اعتبره عقد إنابة ينوب بواسطته المصرف عن زبونه في نقل أوامره إلى الوسيط، وعقد نيابة من الباطن بين المصرف والوسيط لنقل هذه الأوامر إلى المقصورة وتنفيذها. وهناك من اكتفى بالعقد الذي يربط الوسيط بالزبون، الذي بموجبه ينوب الوسيط عن زبونه بنقل وتنفيذ أوامره داخل البورصة⁽³⁾.

ميزت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بين الأوامر الفردية التي يصدرها الزبون للوسيط دون أن يشرف الوسيط على إدارة محفظته، والأوامر التي يتلقاها الوسيط بمناسبة إدارة محفظة الزبون. اعتبر الصنف الأول من الأوامر تعليمات يصدرها الزبون إلى وسيطه، واعتبر الصنف الثاني عقد وكالة بموجبها ينوب الوسيط عن الزبون في إدارة محفظته وتكون الأوامر جزء من هذا العقد⁽⁴⁾.

أدى اعتبار أمر البورصة عقد وكالة في إطار تسيير محفظة القيم، إلى التعمق في البحث في طبيعة العقد في حد ذاته، هل هو عقد مدني أو تجاري؟ إن تحديد الطبيعة القانونية لأمر البورصة يكتسي أهمية كبيرة وتترتب عليه نتائج كثيرة تؤثر على المركز القانوني لمُصدري الأمر ولمنفذيه قبل وأثناء وبعد تنفيذ الأمر. تختصر هذه الأهمية في تحديد الاختصاص القضائي

1 - « l'instruction peut n'être qu'une prescription pratique donnée à un subordonné pour l'exécution d'un ordre, soit une simple recommandation, un conseil, ou encore une règle d'interprétation, et non un contrat. » RUET Laurent, « Ordres de bourse », op.cit, p4.

2 - Ibid, p4.

3 - Ibidm.

4 - المادة 89 من النظام رقم 03/97، السابق ذكره.

وتحديد القانون الواجب التطبيق. إلا أنه تكييف يختلف باختلاف طبيعة أطراف العلاقة.

- **من جهة الوسيط:** يعتبر الوسيط تاجراً يمارس نشاطاً تجارياً، هو بيع وشراء الأوراق المالية في البورصة لحساب الزبائن⁽¹⁾، مقيد في السجل التجاري، لذا تكييف أوامر البورصة وكالة تجارية بالنسبة له⁽²⁾.

- **من جهة الأمر:** تختلف الأوامر التي يصدرها الأمر باختلاف طبيعة هذا الأخير، فقد يكون الأمر مدخراً بسيطاً، أو مستثمراً مؤسسياً *Investisseur institutionnel* أو مضارباً محترفاً في عمليات البورصة مالكاً لمحافظ مالية سريعة الحركة. فمن غير المعقول أن يكون النظام القانوني المطبق على هذه الفئات نفسه. يعتمد الكثير من الفقه على معيار المضاربة لتحديد الأعمال التجارية، وهو المعيار الذي أخذ به القضاء الفرنسي لتمييز الأوامر المدنية عن الأوامر التجارية، في الحكم الصادر في 1912/07/30⁽³⁾، الذي قضى بأن الأمر يكون تجارياً إذا كان الأمر مضارباً⁽⁴⁾، ويكون مدنياً إذا كان الأمر مدخراً بسيطاً.

ب- مضمون أوامر البورصة:

يجب أن تتخذ التعليمات التي يرسلها الزبون للوسيط، والمتضمنة أمر البورصة شكلاً معيناً. يكتب الأمر وفقاً للنموذج المستعمل من طرف الوسيط، يوقع من قبل الأمر ويتضمن البيانات التالية:

- 1- هوية الأمر.
- 2- بيان اتجاه العملية شراء أو بيع.
- 3- تعيين قيمة الأوراق المالية محل التداول وخصائصها.
- 4- كمية الأوراق المالية المرغوب في التعامل بها.
- 5- تحديد السعر حسب نوع الأمر.
- 6- مدة صلاحية الأمر.
- 7- السوق التي يوجه إليها الأمر (رسمية، ثانوية، أو خارج التسعيرة).

1 - هو نشاط يصنف ضمن الأعمال التجارية بحسب الشكل التي أوردها المشرع الجزائري في المادة 3 من الأمر رقم 59-75 المتضمن القانون التجاري «... وكالات ومكاتب الأعمال مهما كان هدفها...».

2 - LEGEAIS Dominique, « Les ordres de bourse » caractère civil ou commercial de l'ordre de bourse », *Juris-classeur, Fascicule* 1675, paris 1990, p 2.

3 - LEGEAIS Dominique, « Les ordres de bourse » caractère civil ou commercial de l'ordre de bourse », *op.cit*, p 2.

4 - « l'ordre de bourse est commercial lorsqu'il est spéculatif et pratiqué en entreprise ».
RUET Laurent, « Ordres de bourse », *op-cit*, p8.

8- نوع العملية (آجلة، أم عاجلة).

9- كيفية تنفيذ الأوامر⁽¹⁾.

ترسل أوامر البورصة بأية وسيلة، وفقاً للشروط المتفق عليها بين الوسيط والزبون في اتفاقية فتح الحساب. في حالة إرسال الأمر بواسطة الهاتف، يجب على الزبون أن يؤكد عليه الأمر بإرسال أمر كتابي. تكون الأوامر التي بادر إليها الوسيط في إطار وكالة التسيير أو النشاط بمقابل محل وثيقة مكتوبة ترسل من قبل الشخص المكلف بتسيير محفظة الأوراق المالية للزبائن، أو الشخص المكلف بالعمليات ذات المقابل إلى الشخص المكلف بالمفاوضات⁽²⁾.

تقضي العجلة والسرعة أحياناً بإصدار أوامر على شكل تعليمات شفوية من قبل الزبون، يتلقاها الوسيط ويحولها إلى منفذي العمليات في شكلها الكتابي، ليتمكن المفاوض من تسجيلها قبل بداية حصة التداول في سجل الأوامر حسب النموذج الذي تقرره ش.ت.ب.ق.

ج- أنواع أوامر البورصة:

تصنف الأوامر إلى خمسة أقسام، من حيث: كمية التنفيذ، سعر التنفيذ، من حيث كيفية الدفع، آجال التنفيذ، وأخيراً من حيث صاحب الأمر.

ج- 1 - من حيث كمية الأوراق المتداولة: تتضمن الأوامر الموجهة إلى الوسطاء في عمليات البورصة، بياناً بكمية الأوراق المرغوب التفاوض عليها بيعاً أو شراءً. تختلف الأوامر باختلاف ما يشترطه الزبون بشأن الكمية.

❖ **أمر الكل أو اللاشيء** **Ordre tout ou rien**: يصدر الأمر هذا النوع من الأوامر حينما يصمم على الحصول على كامل الكمية، فيشترط على الوسيط تنفيذ الأمر بكامله على كل الكمية الواردة فيه، وإن لم يستطع ذلك فلا ينفذه إطلاقاً⁽³⁾. يستعمل هذا النوع من الأوامر في

1 - المادة 92 من النظام 03/97، السابق ذكره.

2 - المواد 96 و 97 من النظام 03/97، السابق ذكره.

3 - المادة 95 من نظام 03-97.

مثال على الأمر الكل أو اللاشيء: إذا طلب المستثمر من الوسيط بيع 1000 ورقة مالية بسعر ما، ويرفق أمره بصياغة الكل أو اللاشيء، فالوسيط في حصة التداول، عليه أن يغتنم الفرصة التي تلبي هذا الأمر، بإيجاد أمر شراء وارد على 1000 ورقة مالية، بذات السعر، أو بسعر مقارب له. أما وإن كانت مرتبة الأمر لا تسمح بتنفيذه على كل الكمية، أو أنه لم يجد أمراً مقابل له يرد على تلك الكمية - وذلك في حالة التسعيرة المستمرة - فما على الوسيط إلا الامتناع عن التنفيذ، لأن عبارة الكل أو اللاشيء تعني عدم إمكانية الإجابة الجزئية للأمر.

البورصات الكبرى، وذلك لكفاءتها العالية وسرعة التداول فيها، حيث توجد استراتيجيات كثيرة للمضاربة يتقنها المستثمرون، منها المضاربة على الكمية⁽¹⁾.

❖ **أمر بدون شرط الكمية:** هذا لا يعني أن الأمر خالٍ من بيان الكمية، إنما هو أمر لا يشترط فيه الأمر الاستجابة الكلية لأمره. يحدد الأمر للوسيط كمية الأوراق المرغوب في بيعها أو شرائها دون تقييده بشرط الاستجابة الكلية⁽²⁾.

❖ **أمر الكل أو اللاشيء بأقصى كمية (X) *Ordre tout ou rien maximum*:** يتوسط هذا الأمر الأمرين السابقين، إذ يفتح الأمر للوسيط مجالاً آخر للتنفيذ في حدود الحد الأقصى الذي سطره المستثمر⁽³⁾.

❖ **أمر الكل أو اللاشيء بأدنى كمية (X) *Ordre tout ou rien minimum*:** يختلف هذا الأمر عن سابقه من حيث حدود الكمية المسموحة بالتنفيذ، فهي عند أقصى حد في النوع الأول، وأدنى كمية في هذا النوع⁽⁴⁾. يجب التنويه بأن الأمر في كلتا الحالتين قد يكون بالبيع أو الشراء، على خلاف تحديد السعر الذي يكون فيه الحد الأقصى دائماً مرتبطاً بالبيع، والحد الأدنى مرتبطاً بالشراء⁽⁵⁾.

1 - الحمراني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 217.

2 - المادة 95 من نظام 97-03.

مثال على الأمر بدون شرط الكمية: فإذا طلب المستثمر شراء 1000 ورقة مالية بسعر معين فعلى الوسيط البحث عن الفرصة التي تحقق لهذا الأمر الكمية التي طلبها بذلك السعر، وإن لم يستطع، فعليه تنفيذ الأمر بشراء أكبر كمية ممكنة، مقارنة بتلك المطلوبة. هذا في التسعيرة المتواصلة. أما في التسعيرة الثابتة فإن كانت مرتبة الأمر لا تسمح له بالاستجابة لـ 1000 ورقة فإنه سوف ينفذ على الكمية التي يمكن للحصة أن تستجيب لها.

3 - **مثال على أمر الكل أو اللاشيء بأقصى كمية (X):** إذا ورد إلى الوسيط أمر بشراء 1000 ورقة مالية مرفقا بعبارة الكل أو اللاشيء 1100 ورقة كحد أقصى، فعلى الوسيط التركيز على تنفيذ الأمر كمرحلة أولية على 1000 ورقة، وإن لم يتمكن من ذلك تبقى إمكانية تنفيذه قائمة في حدود 1100 ورقة كحد أقصى، أي أنه سيغتنم فرصة الشراء إذا أتيحت له على كمية تتراوح بين 1001 و 1100 ورقة، على أن لا ينفذ دون ذلك مهما كان الأمر، وإن كان السعر مغرياً. هذا النوع شبيه بأوامر الإيقاف التي تعرضنا لها، والاختلاف بينهما أن الأول وارد على سعر الورقة، بينما يرد الثاني على كميته.

DEFOSSE Gaston et BALLEY Pierre, op.cit, p 28.

4 - **مثال على أمر الكل أو اللاشيء بأدنى كمية (X):** يكون ذلك حينما يرغب المستثمر في بيع 1000 ورقة مالية بسعر معين، ويضع للوسيط الحدود الدنيا التي يمكنه عندها تنفيذ الأمر وهي 900 ورقة، فإن لم يستطع تنفيذها عند 1000 ورقة، فما عليه إلا تنفيذها بين 999 و 900 كحد أدنى، على أن لا ينفذ دون ذلك.

DEFOSSE Gaston et BALLEY Pierre: op.cit, p 28.

5 - Ibid, p 28.

ج- 2 - من حيث سعر التنفيذ: يعتبر سعر تنفيذ العملية من أهم البيانات التي يجب أن يتضمنها الأمر سواء تضمن بيعاً أو شراءً⁽¹⁾، تختلف الأوامر تبعاً للسعر الذي تتضمنه.

❖ **أوامر السوق Ordres aux prix du marché:** يعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعاً، فبمقتضاها يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية على وجه السرعة، وبأفضل سعر ممكن⁽²⁾.

❖ **الأوامر المحددة Les orders limités:** على خلاف النوع السابق يضع الزبون في هذا النوع من الأوامر سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة، فيحدد المستثمر السعر الأقصى الذي يقبل دفعه إذا كان مشترياً، أو السعر الأدنى الذي بموجبه يقبل التنازل عن الأوراق المالية إذا كان بائعاً⁽³⁾.

❖ **أمر لأفضل سعر ordre au mieux:** لا يتضمن أية إشارة إلى السعر الذي تنفذ عنده الصفقات، فلا يحدّد المشتري السعر الأقصى، ولا يحدد البائع السعر الأدنى للمعاملة. ينفذ هذا الأمر بالأولوية وبأحسن ما تسمح به إمكانيات السوق. لعلّ الاختلاف الوحيد بين هذا الأمر وأمر السوق، يتمثل في أنّ مجال تطبيق الصنف الأول يكون في نظام التسعيرة المستمرة Cotation en continue، أمّا الثاني فعندما يكون النظام المعتمد هو التسعيرة الثابتة Cotation au fixing⁽⁴⁾.

1 - HAMON Jacques, Marchés d'action, Editions Economica, Paris, 1995, p11.

2 - L'ordre au mieux est un ordre d'achat ou de vente auquel n'est assortie aucune indication de ours, cet ordre est exécuté on priorité au mieux des possibilités de marché.

Infos-bourse, La négociation en bourse, op. cit., p 33.

تنفذ هذه الأوامر بسرعة لأنها لا يتضمن سعراً معيناً. من أهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمان التنفيذ، أمّا عن عيوبه فهي أنّ المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند إخطاره به. كما أنّه عليه قبول السعر السائد في السوق. الحمراني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 211.

3 - Art 4-5-5 du règlement général du conseil de bourse français.

LEGEAIS Dominique, ordre de bourse «formation du contrat», op.cit, p 7.

يمتاز هذا النوع من الأوامر - على عكس أمر السوق - بميزة تمكن المستثمر من معرفة مقدماً وعلى وجه اليقين الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها إذا كان أمر شراء، والحد الأدنى للقيمة التي يحصل عليها إذا كان الأمر بيعاً. أمّا أهم عيوب هذا النوع، فهو أنّ سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد، ومن ثمّ لا تنفذ الصفقة حتى ولو كان الفرق بين السعرين ضئيلاً، بل وحتى إذا كان سعر السوق مساوياً للسعر المحدد، فإن قاعدة "الأمر الوارد أولاً ينفذ أولاً"، قد تؤدي إلى عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن عنه وذلك إذا كان ترتيبه متأخراً أو لأن كمية الأوراق المالية غير كافية لتنفيذ هذا الأمر نظراً لمرتبته.

هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 96.

- DEFOSSE Gaston et BALLEY Pierre, La bourse des valeurs op.cit, p 27

4 - المادة 93 من نظام رقم 97-03، السابق ذكره.

ج- 3 - الأوامر من حيث كيفية الدّفع: تنقسم إلى نوعين وهما:

❖ **أوامر مستحقة الدفع الفوري:** تنفذ هذه لأوامر في السوق العاجلة.

❖ **أوامر مستحقة الدّفع الشهري *Ordre à règlement mensuel*:** يتم الوفاء بقيمة العملية

في آخر حصة تداول مقررة في رزنامة الشهر الجاري الذي تتم فيه العملية⁽¹⁾.

ج- 4 - من حيث آجال التنفيذ: تتضمن هذه الأوامر بياناً بمواعيد تنفيذها، ومدة

صلاحيتها، وهو بيان لا يقل أهمية عن سعر الصفقة⁽²⁾:

❖ **أوامر اليوم *Ordre du jour*:** هي أوامر صالحة فقط أثناء اجتماع البورصة

الموالي لإرساله إلى الوسيط في عمليات البورصة⁽³⁾.

❖ **أمر للتنفيذ *Ordre a exécution*:** هو أمر لا يتضمن أي حد لصلاحيته، فتحدد

مدة صلاحيته من يوم تقديمه للسوق بثلاثة أسابيع⁽⁴⁾.

❖ **أمر لمدة محددة *Ordre à durée limitée*:** يتضمن أجلاً محدداً لا يتجاوز 30

يوماً، ويحل كأمْر صالح إلى غاية نهاية اجتماع البورصة المنصوص عليه. على المستثمر أن

يحدد تاريخاً آخر لتنفيذ أوامره، بحيث تبقى صالحة قبل هذا الأجل، وتسحب مباشرة بعده إذا لم

يتم تنفيذها خلال هذه المدة⁽⁵⁾.

❖ **الأمر الملغى *Ordre à révocation*:** هو أمر صالح إلى غاية آخر حصة للتسعيرة

للسهر الذي يرسل خلاله الأمر إلى الوسيط⁽⁶⁾.

قد يرد أمر من الزبون إلى وسيط في عمليات البورصة دون أن يتضمن بياناً لأجل التنفيذ

ولا لمدة صلاحيته، فيفسّر على أنه أمر لليوم، أي صالح فقط خلال اجتماع البورصة لذلك اليوم

دون غيره، فعلى الوسيط سحبه إذا لم يتم تنفيذه خلال ذلك اليوم.

1 - PEZARD Alice, Droit des marchés monétaire et boursier, op.cit., p 121.

2 - HAMON Jacques, Marchés d'action, op.cit., p 12.

3 - فإذا تلقى الوسيط من زبونه أمراً متضمناً عبارة "أمر اليوم"، فعليه تسجيله عند افتتاح حصة البورصة الموالية لتلقيه هذا الأمر. بما أن حصص التداول في بورصة الجزائر تجري كل يوم اثنين، فعلى الوسيط تنفيذ هذا الأمر، سواء تلقاه يوم الأحد الذي يسبق حصة التسعيرة، أو يوم الثلاثاء الذي يلي غلق حصة التداول، فعليه أن ينفذه في الاثنين المقبل، وهو صالح للتنفيذ في الحصة الأولى الموالية لإرساله فقط، وإلا يلغى.

Les ordres de bourse, collection investir en bourse, op.cit.

4 - المادة 94 من نظام رقم 97-03، السابق ذكره.

5 - Les ordres de bourse collection investir en bourse, op. cit.

6 - فإذا تلقاه الوسيط في بداية الشهر فتدوم صلاحية الأمر طيلة هذا الشهر، وإذا تلقاه في منتصف الشهر يكون صالحاً فقط خلال النصف الثاني للشهر الجاري، على أن يلغى الأمر في نهاية الشهر إذا لم ينفذ.

PEZARD Alice, Droit des marchés monétaire et boursier, op. cit., p 121.

ج- 5 - من حيث صاحب الأمر: تصنف إلى صنفين هما:

❖ **أوامر الزبون:** هي الأوامر التي يتلقاها الوسيط من قبل زبائنه، فيسهر على تنفيذها لحسابهم ووفقاً لتعليماتهم⁽¹⁾

❖ **أوامر غير الزبون:** هي الأوامر التي يودعها الوسيط لدى شركة تسيير البورصة، لحسابه الخاص، وهو ما يسميه المشرع الجزائري بـ "العمليات ذات المقابل" "Operation de contrepartie"⁽²⁾، أو "Compte professionnel"⁽³⁾. تتمثل العملية ذات المقابل بالنسبة للوسيط في شراء أو بيع سندات لحسابه الخاص، حسب الشروط المحددة من طرف ش.ت.ب.ق.، فلا يمكن أن تتم إلا رداً على أمر معبر عنه في نفس التسعيرة⁽⁴⁾.

ثانياً - تسعير القيم:

يتحدد سعر القيم المنقولة المتداولة في البورصة بمواجهة أوامر البيع بأوامر الشراء. حاول أهل الاقتصاد تعريف أسعار البورصة بعدة تعاريف منها: «السعر الناتج للورقة المالية والمعلن عنه أثناء انعقاد جلسة البورصة، وتم تسجيله في الجدول الرسمي بعد الجلسة»⁽⁵⁾. عرفها آخرون «بأنها الأسعار المحدد في جلسة البورصة لبضاعة من نوع معين أو ورقة مالية من نفس السلسلة»⁽⁶⁾. كما

1 - « Un ordre client est un ordre placé pour une tierce partie, représentée par un IOB, pour fins de transaction en bourse. »

R. MANSOURI et S. RAAf, "La cotation des titres en bourse" intervention l'ors d'une conférence journée de conseil, La bourse de réelles perspectives pour l'entreprise, tenue aux grand hôtel Mercure, Alger, le 22 Novembre 2000.

2 - Ibid.

3 - Un Compte dans lequel un IOB agissant pour son propre compte détient un intérêt direct ou indirect est dit «compte professionnel» un ordre de bourse effectué pour un tel compte est un ordre «Non client».

Infos-bourse, la négociation en bourse, caractéristiques et règles de fonctionnement, document édité Par la S.G.B.V, publication N° 3 décembre 1998.

4 - المادة 122 من نظام رقم 03/97. ويمكن أن ترد عمليات ذات المقابل على كل السندات المقبولة في البورصة، كما قد ترد على كتل من السندات حسب نفس الشروط المطبقة على معاملات الكتل.

إلا أن المادة 125 من النظام رقم 03/97 جعلت العمليات ذات المقابل مقترنة بشرط هو خلو دفتر الوسيط من الأوامر بنصها على ما يلي: « لا يرخص للوسيط في عمليات البورصة بإنجاز عمليات ذات مقابل إلا عندما لا يتضمن دفتره لأوامر يمكن تنفيذها حسب الشروط التي يمكن له فيها إنجاز عمليات ذات المقابل ». عند إنجاز مثل هذه العمليات على الوسيط أن يحرص على إتمامها في نفس الظروف التي يستفيد منها باقي الزبائن والعملاء، إذ لا يجوز إتمامها في ظروف امتيازية، نصت على ذلك المادة 2/10، من النظام رقم 03/97، السابق ذكره.

5 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 106.

6 - سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 391.

عرّف سعر البورصة « أنه القيمة التي يبلغها سند ما أثناء إحدى الجلسات في البورصة، والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة. على أن يؤمّن هذا السعر أكبر عدد ممكن من الصفقات، وإشباع أكبر عدد من العروض والطلبات »⁽¹⁾. أما في البورصات الفرنسية فإنّ السعر هو الناتج عن مواجهة أوامر البيع بأوامر الشراء⁽²⁾.

تبنى المشرع الجزائري تعريفاً مشابهاً لأسعار البورصة، وذلك في المادة 82 من النظام العام للبورصة رقم 03/97 التي نصت على ما يلي: « **إن تحديد الأسعار هو نتيجة مواجهة أوامر الشراء والبيع المقدمة من طرف (و.ع.ب) على السند المستعمل للتسعيرة وذلك أثناء اجتماع التسعيرة تحت رقابة ش.أ.ب ق.** ».

أ - أنظمة التسعيرة:

تتحدّد الأسعار في السوق الكفاءة وفقاً لتفاعل قوى العرض والطلب، وتتساوى فيها القيمة الحقيقية للورقة المالية مع سعرها في السوق، ذلك نتيجة عدم وجود أي احتكار من أي طرف⁽³⁾. إضافة إلى توافر معلومات تعكس سعر الورقة المالية سواءً تمثّلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو التحليلية⁽⁴⁾. نظراً لندرة هذه الأسواق، فإنّ سعر الورقة المالية ذاتها قد يختلف من سوق إلى أخرى إذا كان مسعّرة في عدة بورصات⁽⁵⁾. تنتهج كل بورصة في العالم نظاماً خاصاً بها لتسعير القيم المنقولة المتداولة فيها، فقد يكون نظاماً تديره الأوامر، أو نظاماً تديره الأسعار.

أ - 1 - نظام تسعيرة تديره الأوامر La cotation gouvernée par les ordres⁽⁶⁾:

يقوم هذا النظام على مبدأ أساسي هو مواجهة أوامر البيع بأوامر الشراء، فتتحدّد الأسعار على أساس

1 - شمعون شمعون، البورصة، مرجع سابق، ص 45.

2 - « L'établissement d'un cours de bourse découle de la confrontation à un même moment des ordres d'achat et des ordres de vente ».

DEFOSSE Gaston et BALLEY Pierre, La bourse des valeurs op.cit, p38.
DE JUGLART Michel et IPPOLITO Benjamin, « Le courtage en matière de valeurs mobilières n'est pas un courtage libre mais un courtage réglementé », Traité de droit commercial, Tome 7, Banque et bourse, 3^{ème} édition Montchrestien, Paris, 1991, p 789.

3 - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 398.

4 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 400.

5 - LAMI pierre, op.cit., p 20. aussi JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, op.cit., p 101.

6 - Appelé aussi le marché ouvert. Voir PERQUEL Jean-Jacques et PERQUEL François-Eric, Les Bourses d'Europe centrale, op.cit., p 51.

هذه المواجهة. إنّ هذا النظام قائم على وصول الأوامر إلى البورصة ثم فرزها (بيع أو شراء) ثمّ مواجهتها ويسمّى بسعر التوازن *prix d'équilibre*. من بين البورصات التي استعملت هذا النظام، بورصة نيويورك، بورصة طوكيو وبورصة باريس⁽¹⁾.

يمتاز هذا النظام ببساطته وقلة تكاليفه، فهو نظام يخدم كل من السوق والمستثمرين فيها، إذ تتساوى معاملتهم أثناء حصة التداول⁽²⁾. يعتبر دور الوسيط في هذا النظام محدد وسلبي، إذ يمكن تشبيهه بالرسول الذي ما عليه إلا البلاغ. فيبلغ أوامر زبونه التي تنفذ فقط إذا لقيت أمراً مقابلاً يناسبها⁽³⁾. يسود في هذا النظام نوعان من التسعيرة وهما:

❖ **التسعيرة الثابتة Cotation au fixing:** تتمثل في جمع كل الأوامر التي تصل إلى البورصة، وترتيبها حسب نوع القيم المنقولة التي تتضمنها، وحسب نوع العملية، بيعاً أو شراءً، وحسب أسعار وكميات التعامل. تتولّى إدارة السوق فرز هذه الأوامر وإتمام عملية المواجهة وتسجيل الأسعار التي تنتج عن هذه المواجهة. يكون السعر المعتمد في نهاية حصة التسعيرة هو السعر الذي يلبي عدداً أكبر من الأوامر ويقلل من حالة عدم التوازن بين العرض والطلب.

« Le cours côté et celui qui maximise les échanges et minimise le déséquilibre entre les offres et les demandes et assure une volatilité des cotes »⁽⁴⁾.

يتميّز هذا النظام باستقرار نسبي للأسعار إضافة إلى شفافية المفاوضات، كونه يعطي سعراً موحداً في نهاية الحصة لكل القيم المنقولة من الصنف نفسه، مما يقلل من الأخطاء ومحاولات الغش. لا يمكن تطبيق هذا النظام عندما تكون السندات كثيرة السيولة وسريعة التداول، لأنها تتطلب تعاملات مختلفة من حين إلى آخر في الحصة نفسها⁽⁵⁾.

❖ **التسعيرة المستمرة La Cotation continue:** تقوم هذه الطريقة على إجراء مواجهات بين الأوامر بطريقة مستمرة، بحيث تسجل الأوامر في المقصورة كلّما رغب الوسيط ذلك، وتسعر القيم كلّما تلاقت أوامر متطابقة ومتناسبة بنفس السعر. تستمر هذه العملية طيلة حصة التسعيرة، وتنتهي الحصة بأسعار مختلفة ومتعددة مصدرها الصفقات المنعقدة عند كلّ

1 - LAMI Pierre, Les bourses de valeurs, op.cit., p 20.

2 - JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, op.cit., p 101.

3 - R. MANSOURI et S. RAAFA, "La cotation des titres en bourse", op.cit.

4 - R. MANSOURI et S. RAAFA, "La cotation des titres en bourse", op.cit.

5 - JACQUILLAT Bertrand et SOLNIK Bruno, Les marchés financiers et la gestion de portefeuille Edition DUNO Paris 1991, p 28.

DE VAUPLANE Hubret et BORNET Jean Pierre, op.cit., p 457.

مواجهة. عكس التسعيرة الثابتة التي يظهر على اللوحة في نهاية الحصة سعرا موحدًا لكل العمليات المتضمنة للنوع نفسه.

أ- 2 - نظام تسعيرة تديره الأسعار **La cotation gouvernée par les prix**: تبدأ

حصة التسعيرة باقتراح الوسطاء لأسعارهم، دون الإفصاح عن نيّة البيع أو الشراء، ودون أن يعلم أحد بمضمون الأوامر التي تلقّاها من الزبون. يسعى الوسيط دائماً إلى الحصول على أكبر سعر ممكن لضمان هامش سعر أوسع، لأنّ عمولته تتحدّد بهامش السعر الذي يمثّل الفرق بين سعر التنفيذ وسعر الأمر. فكلّما كان السعر الذي تنفّذ به العملية أكبر كلّما كان فارق السعر أكبر، وبالتالي تزداد عمولته⁽¹⁾.

يختلف هذا النظام عن سابقه في كونه لا يحقق المساواة بين الوسطاء، لأنّ تحديد الأسعار لا يكون من طرف إدارة السوق، بل من طرف الوسطاء⁽²⁾. فدور الوسيط في هذا النظام دور إيجابي وفعل يؤثر على السوق بشدّة، إذ يتوقّف على نشاطه هذا تحديد الأسعار، وبالتالي حجم التعاملات في البورصة. ممّا يجعل السوق حرّة وتنافسية⁽³⁾. اشتهر نظام التسعيرة الذي تديره الأسعار في كلّ من بورصة لندن وبورصة أمريكا المحلية نازداك (NASDAQ)⁽⁴⁾، كذلك بورصة سنغافورة (SESDAQ)⁽⁵⁾.

ب - طرق التسعيرة **Méthodes de cotation**:

تسعر القيم في كل بورصة بطريقة مختلفة عن باقي البورصات، فقد تتبنى كل بورصة طريقة موحدة لكل الحصص، كما قد تطبق عدة طرق وهي كالآتي:

ب - 1 - طريقة المناذاة **Cotation à la criée**: تبدأ حصص التسعيرة وفقاً لهذه الطريقة

بإعلان الوسطاء عن أوامر زبائنهم بالمناذاة بأعلى أصواتهم. ينادون باسم وبنوع الورقة المرغوب التعامل فيها، ثمّ يتولّون البحث عن الأوامر المقابلة لتلك التي بحوزتهم حتى يجد كل بائع مشتري لما يبيعه. تمتاز هذه الطريقة بجمع كلّ المفاوضين في قاعة واحدة⁽⁶⁾، والسعي إلى تلبية حد

1 - لهذا سميت بالسوق المغلقة *le marché fermé* إذ تعتمد على تصريحات الوسطاء والسماسرة المختصين.

PERQUEL Jean-Jaques et PERQUEL François-Eric, *Les Bourses d' Europe centrale*, op.cit., pp 51-52.

2 - JAFFEUX Corynne, *Bourse et financement des entreprises*, op.cit., p 101.

3 - R. MANSOURI et S. RAAFA, « La cotation des titres en bourse », op.cit.

4 - National association of securities dealers Automated quotation.

5 - Stock exchange of Singapore dealers Automated quotation.

6 - JAFFEUX Corynne, *Bourse et financement des entreprises*, op.cit., p 98.

أقصى من الأوامر. لكن جمع هذا العدد الهائل من الوسطاء والمفاوضين في حصص التسعيرة أمر مكلف بالنسبة لأطراف العمليات، إضافة إلى نقص مصداقيتها. إذ يعتمد الوسيط إخفاء صفته بائعاً أو مشترياً، ولا يظهرها إلا إذا كان سعر وكمية الأوراق المالية مناسباً له. هجرت أغلب البورصات هذه الطريقة لكثرة عيوبها خصوصاً مع بداية الثمانينات، حيث عرفت بورصات العالم بصفة عامة، والفرنسية بصفة خاصة نشاطات أكبر من أن تغطيها مثل هذه الطريقة.

ب - 2 - طريقة التسعيرة بالخزائن Cotation par casier: يجمع السمسار المتخصص الأوامر الموكلة إليه في خزينته⁽¹⁾، ثم يحدث مواجهة بينها حتى يتوصل إلى السعر المناسب الذي يتمّ عنده تنفيذ أقصى حدّ من الأوامر بأفضل الأحوال. يتمّ ذلك تحت مراقبة إدارة البورصة⁽²⁾.

تمتاز هذه الطريقة بالسرعة، وتستخدم بصفة خاصة في تسعير السندات، كما تستعمل لتسعير كل القيم المنقولة غير المقبولة في الجدول الرسمي في السوق الثانوية. إنّ طابع التخصص الذي تشترطه هذه الطريقة من الوسطاء، يؤدي إلى زيادة ضمان العمليات وتنفيذها بشكل جيّد متقن وسريع⁽³⁾.

ب - 3 - طريقة التسعيرة بواسطة الصناديق Cotation par boîte: تُجمع الأوامر التي ترد إلى الوسطاء، في صناديق أو علب لدى إدارة البورصة، قبل افتتاح حصّة التسعيرة. تتولّى هذه الأخيرة فرز كلّ الأوامر بواسطة متخصصين تابعين لها، ومواجهتها فيما بينها للوصول إلى سعر إقفال يلبي أكبر حجم من العروض والطلبات⁽⁴⁾. تضمن هذه الطريقة حماية وشفافية أكبر من سابقتها نظراً لتدخل إدارة السوق برقابتها والإشراف عليها⁽⁵⁾. مع ذلك فإن

1 - يعيّن السمسار المختصّ le spécialiste من قبل مجلس البورصات بطلب من الشركة المصدرة التي تختاره وتكفّله بتسعير سنداتهما.

DE JUGLART Michel et IPPOLITO Benjamin, op. cit., p 791

2 - تمارس هذه الرقابة من طرف شركة البورصة المختصة في الورقة المالية المرغوب تداولها. فهي تلزم الوسيط ملئ استمارات تدوّن فيها نوع الورقة، نوع العملية، عدد الصكوك المطلوبة أو المعروضة والسعر المحدد للتنفيذ، والتي تسلمها لإدارة البورصة. ثمّ يقوم المتخصص بتثبيت كلّ الطلبات والعروض على لوحة تبيّن له أي سعر يستطيع عنده تنفيذ أكبر عدد ممكن من الأوامر الموكلة إليه.

JAFFEUX Corynne, bourse et financement des entreprises, op.cit., p 98.

3 - سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 450.

4 - يتمّ ذلك في سرية تامة، بحيث لا تصل معلومات التسعيرة إلى المتعاملين بالبورصة قبل نشرها.

« La SBF reçoit tous les ordres et cote un cours en fonction de l'état du marché, nul n'est informé des quantités offertes et demandées ». JAFFEUX Corynne, bourse et financement des entreprises, op. cit., p 100.

5 - La cotation par boîte est une variante de la cotation par casier, elle s'en distingue surtout par le fait quelle fonctionne sous le contrôle direct de la S.B.F est non d'une société de bourse "spécialiste". DE JUGLART Michel et IPPOLITO Benjamin, « Le courtage en matière de valeurs mobilières... », op. cit. p.792.

استعمالها محدود واستثنائي كونها تتسم بالبطء⁽¹⁾.

ب - 4 - التسعيرة بواسطة الإعلام الآلي Cotation informatisé: استفادت السوق المالية كغيرها من المنشآت الاقتصادية بالتطورات التكنولوجية وخدمات الإعلام الآلي. وذلك بوضع قواعد معلوماتية « Bases de données »، وتأسيس شبكة معلوماتية تسمح بتسجيل كل الأوامر التي ترد إلى المقصورة في الحاسوب المركزي قبل افتتاح الحصة. يقوم الحاسوب بفرز الأوامر ومعالجتها حسب نوعها، حجمها، والأسعار التي تتضمنها⁽²⁾. تتمّ المواجهة بين الأوامر بصفة آلية وتعدّ الصفقات كلما تلاقى أمران متناسبان، إذا كانت التسعيرة مستمرة أو في نهاية الحصة إذا كانت التسعيرة ثابتة. تمتاز هذه التقنية سهولتها وكفاءتها في حفظ هذه المعلومات، ناهيك عن تقديمها لخدمات كثيرة في مدة زمنية قصيرة، خاصة وأنّ عنصر الوقت مهم داخل البورصة⁽³⁾.

ج - تسعيرة القيم المنقولة في بورصة الجزائر:

تنظم حصص التسعيرة في بورصة الجزائر داخل شركة تسيير بورصة القيم التي تسهر على مواجهة أوامر الشراء بأوامر البيع المقدّمة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة⁽⁴⁾. تسهر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة على السير الحسن لحصص التداول والتسعيرة، وذلك بتنظيم رزنامتها وتحديد الإجراءات المتبعة فيها.

ج - 1 - تنظيم رزنامة حصص التسعيرة: أوكلت المادة 78 من النظام رقم 03/97

مهمّة ضبط رزنامة اجتماعات التسعيرة لشركة تسيير بورصة القيم، التي قامت بتحديدتها بموجب القرار رقم 02/98⁽⁵⁾. وهي كالآتي: أيام عمل شركة تسيير البورصة هي من الأحد إلى الخميس، وتجري حصص التداول كلّ يوم اثنين وأربعاء⁽⁶⁾، وإذا صادف يوم التداول يوم

1 - يتمّ اللجوء إلى هذه الطريقة في حالة حدوث عدم التوازن المفرط في السوق، أو أنّ القيم محلّ التداول تثير إشكالات في التنفيذ بصفة غير عادية، تستوجب تسعيرها على حدا. كما تستخدم إذا كانت سوق الورقة المالية يعاني من اضطرابات مثل عدم توازن الطلبات بالعروض.

JAFFEUX Corynne, bourse et financement des entreprises, op. cit, p 100.

2 - Ibid, p 100.

- LAMY Pierre, Les bourses de valeurs, op.cit., p 20.

3 - Infos-bourse, la négociation en bourse..., op.cit., p 41-42.

4 - المادّة 82 من النظام رقم 03/97 السابق ذكره.

5 - القرار رقم 02/98 المؤرخ في 22 مارس 1998 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم والمتضمّن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة.

6 - نصت على ذلك المادة 2 من القرار رقم 10/02 المؤرخ في 17 فيفري 2002، المعدل والمتمم للقرار رقم 02/98 المؤرخ في 22 مارس 1998 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم والمتضمّن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة.

=

عطلة تؤجل للحصة الموالية، أي الأربعاء المقبل⁽¹⁾. تفتتح الحصة على الساعة التاسعة ونصف، وقد حددت الشركة الحدود الزمنية الدنيا والقصى لكل مرحلة من مراحل التسعيرة⁽²⁾.

ج-2- كيفية التسعيرة: تبنت شركة تسيير بورصة القيم نظام تسعيرة تديره الأوامر، على أن تكون التسعيرة ثابتة⁽³⁾ وذلك بموجب المادة 31 من القرار رقم 02/98، يُطبق فيها سعر واحد على جميع العمليات المنجزة على نفس القيمة، وفي نفس الحصة بطريقة الإعلام الآلي أو بالطريقة اليدوية، إلا في حالات استثنائية حددتها الشركة، لا يمكن فيها تطبيق طريقة التسعيرة

= Article 2 : Dispositions générales : « *Les alinéas a et b de l'article 2 sont complétés comme suit :*

Les jours ouvrables de la SGBV sont du dimanche au jeudi inclusivement.

a) Les agents autorisés représentant les I.O.B se rencontrent dans une salle de négociation appelée "Parquet", tous les lundis et mercredis, aux heures officielles d'affaire, de 9h 30 mn ... ».

بعد أن كانت مقتصرة على يوم واحد فقط هو يوم الاثنين، وذلك بموجب المادة 2 من القرار رقم 02/89 المذكور أعلاه.

1 - المادة 2 فقرة ثانية من القرار رقم 10/02 المعدل والمتمم للقرار رقم 02/98 المذكور أعلاه.

Article 2 : Dispositions générales

« *b) Dans le cas où une journée boursière coïncide avec une journée fériée à l'échelle nationale, le Parquet sera ouvert aux négociations le prochain jour ouvrable.*

Toutefois il ne peut y a deux séances durant deux jours ouvrables consécutifs et le nombre de séances par semaine ne peut en excéder deux. La confirmation du calendrier ainsi aménagé fera l'objet d'un avis de la SGBV ».

2 - نصت الشركة على هذه الحدود بموجب القرار رقم 06/99 المؤرخ في 22 جويلية 1999، المعدل والمتمم للقرار رقم 02/98 المتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة. تم توزيعها كما يلي:

Article 2 : Dispositions générales.

« *Les alinéas a) à c) de l'article 2 sans changements.*

Les alinéas d) et e) sont insérés à l'article 2:

d) Les séances de négociation se déroulent d'après les étapes consécutives suivantes

1) Ouverture de la séance (10 mn) : annonce de l'ouverture de la séance et appel IOB.

2) Saisie des ordres (45 mn) : la saisie des ordres autorisée pour les IOB.

3) Validation des ordres (15 mn) : confirmation des ordres par les IOB d'après les registres imprimés et éventuelles corrections.

4) Traitement des ordres (10 mn) : lancement des traitements et validation des résultats de la séance par la surveillance du marché.

5) Traitement des blocs (10 mn) : déclaration et enregistrement des transactions de bloc.

6) Documentation des transactions (15 mn) : remise aux IOB des rapports de la négociation et des états de la compensation.

7) Clôture de la séance.

e) Le calendrier des séances de négociation est communiqué par voie d'avis aux intervenants du marché » .

3 - تحاشت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الفصل في ذلك وتركت الخيار لشركة تسيير البورصة. إذ نصت اللجنة في المادة 80 من النظام رقم 03/97 على ما يلي:

« إن المسار المقرر لتسعيرة سندات رأس المال محل التداول في السوق هو نمط التسعيرة الثابتة أو المتواصلة وذلك بتطبيق أحكام سوق مجمع تديره الأوامر، وحسب الشروط التي تحددها شركة تسيير البورصة ».

الثابتة⁽¹⁾. إذا تعذر الوصول إلى سعر موحد فإنها تقبل أسعاراً مختلفة ومتقاربة، من شأنها أن تلبي أكبر حجم من العمليات، وتقلص فوارق الأسعار مقارنة بسعر الإقفال الذي توقفت عنده الحصص السابقة للتداول⁽²⁾.

يسهر على السير الحسن لحصص التسعيرة ومراقبتها ثم توثيق نتائجها أشخاص تعيّنهم شركة تسيير البورصة، يطلق عليهم تسمية officiels du parquet⁽³⁾. يتصرف هؤلاء الأشخاص باسم ولحساب الشركة بصفتهم موظفين أو أعوان متعاقدين، يملكون صلاحيات واسعة في تسيير حصص التسعيرة وحل النزاعات الناشئة أثناءها⁽⁴⁾. كما لهم أن يقدموا توصيات واقتراحات إلى مجلس إدارة الشركة التي تتخذ الإجراءات المناسبة لتحسين ظروف عمل البورصة⁽⁵⁾. يساعدهم في ممارسة مهامهم مراقب اللجنة le superviseur de la COSOB⁽⁶⁾.

1 - نصت عليها المادة 33 من القرار رقم 02/98 السابق ذكره التي جاء نصها كما يلي:

« ...La cotation d'un cours au fixing n'est pas permise dans les conditions suivantes :

- a) le niveau d'ordre annoncé au cours du fixing pour un titre inscrit à la cote est inférieur à cinquante unités ;
- b) le volume d'ordre d'achat (de vente) au mieux sur un titre inscrit à la cote est supérieur au volume total des ordres de vente (d'achat) sur ce même titre ;
- c) les écarts maximaux entre les cours, tel qu'indiqué à l'article 37, ne sont pas respectés ;
- d) le cours limité le plus élevé des ordres d'achat est inférieur au cours limité le plus bas des ordres de vente. Dans ce cas, la S.G.B.V. réserve la cotation d'un titre jusqu'à la prochaine séance de négociation de bourse. »

2 - المادتين 31 و32 من القرار رقم 02/98 السابق ذكره.

3 - تعيّن شركة تسيير البورصة هذا الشخص من بين أعضاء جمعية المفاوضين comité des négociateurs. تتكوّن هذه الجمعية من ثلاثة أعضاء أو أكثر يعيّنهم مجلس إدارة ش.ت.ب.ق. من الوسطاء المعتمدين، ومن أعوان الشركة، يعيّن رئيس ونائب رئيس هذه الجمعية من أعضاء مجلس إدارة الشركة، إضافة إلى مراقب اللجنة الذي يعتبر عضواً ملاحظاً. المادة 14 من القرار رقم 02/98 السابق ذكره.

4 - نصت على ذلك المادة 19 من القرار رقم 02/98 السابق ذكره.

Article 19 : Pouvoirs des officiels de Parquet.

- « a) Un officiel de Parquet a le pou d'interpréter et de régler les différends survenant au cours des séances de négociation de bourse afin d'assurer le respect des règles et des procédures de négociations.
- b) Lorsqu'un officiel de Parquet est lui-même impliqué dans un différend, la résolution doit être confiée à un autre officiel de Parquet.
- c) Les différends entre deux I.O.B. relatifs à une transaction en bourse sont résolus par un officiel de Parquet de la S.G.B.V. Dans ce cas, la décision rendue par un officiel de Parquet de la S.G.B.V. est finale et exécutoire. Par contre, toute autre décision rendue par un officiel de Parquet est sujette au droit d'appel du Comité de négociation.
- d) Tout officiel de Parquet doit aviser promptement le Comité de négociation et le superviseur de la COSOB de toute infraction aux règles de négociation de bourse, ainsi que de tout manquement au code d'éthique, de la part de toute personne ayant accès au Parquet.
- e) Deux officiels de Parquet, agissant de concert, peuvent expulser du Parquet et des lieux adjacents toute personne dont la conduite nuit au déroulement des opérations du Parquet »

5 - المادة 17 من القرار رقم 02/98 السابق ذكره.

6 - المادة 20 من القرار رقم 02/98 السابق ذكره.

تتمّ عمليات التداول على السندات بسهم واحد، لكن قد تقبل شركة تسيير البورصة التعامل بالكمية بدل الوحدة، على أن لا تصل الكمية التي حددتها شركة تسيير بورصة القيم لمعاملات الكتل⁽¹⁾.

تتمّ تسعيرة القيم المنقولة في بورصة الجزائر على النحو التالي:
تفتح بورصة الجزائر أبوابها للوسطاء قبل افتتاح حصة التسعيرة، ليتمكن الوسطاء من تسجيل أوامر زبائنهم في ورقة السوق « La feuille du marché » بواسطة الحاسوب المركزي⁽²⁾. تتضمن ورقة السوق كلّ المعلومات الخاصة بحصة التداول المعلن عنها، نوع

- 1 - تنص المادة 104 من نظام اللجنة رقم 03/97 المعدل والمتمم على ما يلي:
« تعتبر معاملة كتلة، المعاملة المنصبة على كمية معينة من السندات، متفق عليها بين الوسيط في عمليات البورصة المشتري والوسيط البائع والمرخص بها وفق الأحكام المحددة في هذا النظام ».
- كما تنص المادة 105 من نظام اللجنة رقم 03/97 المعدل والمتمم على ما يلي:
« لا يمكن أن تنصب معاملات الكتل إلا على قيمة واردة في القائمة المضبوطة من قبل ش.ا.ب.ق. ».
- يجب أن يكون عدد السندات المتداولة يساوي على الأقل الحجم العادي لكتلة القيمة المعنية، ويحدد الحجم العادي لكتلة بتطبيق المعايير المعنية في مقرر يصدر عن ش.ا.ب.ق. ».
- حددت شركة تسيير بورصة القيم معايير اعتبار المعاملة معاملة كتلة في المادة 30 من قرارها رقم 02/98، إذ جعلت معاملات الكتل تبدأ من خمسة آلاف وحدة بالنسبة للأسهم، وثلاثة ملايين دينار بالنسبة للسندات، ثم عدلت هذه المعايير بصدور القرار رقم 06/99 المعدل للقرار رقم 02/98، فصارت صياغة المادة 30 كما يلي:

Article 30 : Les transactions de bloc.

- « a) une transaction est considérée de bloc lorsque le volume d'un titre de capital ou de créance ne peut être absorbé par le marché dans des circonstances normales ou dépasse un seuil minimum établi par la SGBV.
- b) Les transactions de bloc doivent être préalablement autorisées par la SGBV.
- c) Les ordres sont transmis, selon la méthode et les formes prescrites par la SGBV, avant l'ouverture de la séance. Ce sont des ordres à " cours limité " dont la validité est d'un jour seulement.
- d) Les IOB désirant effectuer une transaction de bloc doivent satisfaire les ordres du livre client respectant le cours coté jusqu'à l'équilibre du marché et jusqu'à concurrence de 10% de la valeur du bloc.
- e) Les transactions de bloc ont lieu à la fin de la séance de négociation au dernier cours réalisé des titres de capital ou de créance, plus ou moins un écart de 1 %.
- f) La SGBV contrôle la régularité des transactions de bloc et informe les IOB et le marché par les moyens qu'elle juge appropriés.
- g) Tous les titres cotés sont éligibles aux transactions de bloc.
- h) Un titre coté ne peut faire l'objet d'une transaction de bloc dans les cas suivants :
- Le titre en question est frappé de suspension ;
 - Impossibilité d'établir un fixing pendant la séance ».

- 2 - المادة 25 من القرار رقم 02/98 المعدلة بموجب المادة القرار رقم 06/99، التي تنص على ما يلي:

« L'introduction des ordres de transaction en bourse s'effectue par le moyen de la saisie dans un poste informatique dit station de négociation d'un registre d'ordre où l'I.O.B. inscrit les ordres d'achat et de vente et qui est remis lors de l'ouverture de la séance de négociation ».

وكمية الأوراق المالية المعروضة، الأسعار المقترحة، إضافة إلى السعر النظري الذي يحسب على أساس الأوامر التي تصل إلى السوق، وذلك وفقاً لطريقة التسعيرة الثابتة، دون أن تؤدي هذه الأخيرة إلى مواجهة الأوامر.

تكتسب ورقة السوق أهمية كبيرة في نظام التسعيرة المستمرة، فبواسطتها يتمكن الوسيط من متابعة معطيات السوق، فبعد كتابتها وطباعتها عن طريق الحاسوب المركزي، توزع على كل الأجهزة الخاصة بكل وسيط. ثم تظهر الورقة على شاشة الوسيط كل المعلومات الخاصة بالقيم المعروضة للتداول، كما تظهر لهم السعر النظري الذي حدده الحاسوب بعد مقارنة الأوامر⁽¹⁾.

تفتح حصص البورصة بعد الإعلان الرسمي للافتتاح⁽²⁾، أين يتم الإعلان عن ورقة السوق وعن السعر النظري للقيم. قد تعقد في هذه المرحلة صفقات إذا ما تناسبت مع السعر النظري المحدد في الورقة وهو ما يعرف بتسعيرة الافتتاح⁽³⁾. يبدأ التنفيذ الفعلي للعمليات بمواجهة الأوامر، فكلما تطابق أمران إلا ونفذاً. تستمر هذه العملية طوال حصة التداول⁽⁴⁾، وعند انتهائها تنتشر إدارة السوق العمليات المنفذة، القيم المتداولة، حجمها وسعرها. أما عن العمليات غير المنفذة فتتخذ في حصص أخرى إذا كانت مدة صلاحية هذه الأوامر تسمح بذلك⁽⁵⁾.

1 - R. MANSOURI et S. RAAFA, « La cotation des titres en bourse, op.cit.

2 - « *Les séances de négociation de bourse débutent dès le signal d'ouverture et se terminent au signal de clôture. Aucune transaction ne peut être effectuée avant le signal d'ouverture ou après le signal de clôture* ». Article 3 de la décision de la SGBV n°98/02.

3 - « *Le cours coté d'un titre désigne le niveau de prix auquel se négocie ce titre sur une base unitaire. Le cours coté résulte d'un processus de cotation dont la méthode de calcul est déterminée par la S.G.B.V.*
Le cours coté d'un titre inscrit en bourse sera établi au début d'une séance de bourse si la confrontation des ordres de clients le permet... » Article 32 alinéa 1 de la décision de la SGBV n°98/02.

4 - « *A défaut d'a obtenu un cours coté par la confrontation des ordres de clients, la S.G.B.V procédera à une deuxième confrontation avec l'ensemble des ordres de clients et de non-clients inscrits aux registres d'ordres et, si cette deuxième confrontation le permet, à la cotation d'un cours.*

Lors de cette deuxième confrontation des registres d'ordres combinés, si l'état des offres d'achat et des offres de vente d'un titre est tel, qu'un cours coté ne peut être déterminé, la S.G.B.V. réserve la cotation du titre jusqu'à la prochaine séance de négociation de bourse.

Si le volume maximal de titres négociés est constaté pour plusieurs niveaux de cours, le cours établi au fixing correspond au niveau de cours qui minimise le déséquilibre de volume entre les ordres d'achat et les ordres de vente.

S'il existe plusieurs niveaux de cours pour lesquels le volume de titres négociés est maximisé et le déséquilibre de volume entre les ordres d'achat et les ordres de vente est minimisé, le cours établi au fixing correspond au niveau de cours qui est le plus proche du dernier cours de clôture enregistré.

Article 32 alinéa 1 de la décision de la SGBV n°98/02.

5 - R. MANSOURI et S. RAAFA, « La cotation des titres en bourse », op.cit.

الفرع الثاني

تنظيم حصص التسوية والمقاصة

تنتهي حصة التداول، بإعلان شركة تسيير بورصة القيم بإقفالها، والإعلان عن النتائج المسجلة خلال الحصة. تنشر نتائج الحصة في لوحة المقصورة، التي تظهر القيم التي حصل عليها التداول، أسعارها، وعدد العمليات المنفذة بشأنها، كما تنشر القيم التي لم يتم تداولها.

يبرم الوسطاء في عمليات البورصة خلال حصة التداول، عقود بيع وشراء الأوراق المالية. تنشأ عن هذه العقود جملة من الحقوق والالتزامات على عاتق أطراف العملية منها التزام البائع بنقل ملكية الأوراق المباعة، والالتزام المشتري بدفع ثمنها⁽¹⁾. تنفذ هذه الالتزامات وفقاً لمنظومة التسوية التي كانت تسهر عليها شركة تسيير بورصة القيم في ظل النظام رقم 03/97 (أولاً)، ثم أنيطت هذه المهمة بالمؤتمن المركزي على السندات بموجب القانون رقم 04/03 (ثانياً).

أولاً - تسوية ومقاصة العمليات في ظل النظام رقم 03/97:

تشرف شركة تسيير بورصة القيم على تسوية ومقاصة العمليات المنجزة في البورصة، بموجب المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 10/93⁽²⁾. أكدت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على هذه الصلاحية، بموجب المادة 128 من النظام رقم 03/97⁽³⁾.

تعتبر عمليات البورصة نافذة بمجرد تسجيلها وتوثيقها من طرف شركة تسيير بورصة القيم، فلا يمكن الرجوع فيها إلا في حالات الإلغاء المنصوص عليها قانوناً⁽⁴⁾. بعد تنفيذ

1 - DESBARRIERES Nelly, Compensation et règlement / livraison des titres financiers, encyclopédie des marché financier, Editions Economica, Paris, 1997, p 250.

2 - تنص المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على ما يلي: « يتمثل هدف الشركة فيما يأتي على الخصوص... تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة... ».

3 - تنص المادة 128 من نظام اللجنة رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم على ما يلي: « تكلف ش.إ.ب.ق. بتنظيم عمليات مقاصة للمعاملات في البورصة ومراقبتها ».

4 - لا يمكن الرجوع في العمليات المنجزة طبقاً للمادة 128 من النظام رقم 03/97 التي تنص على ما يلي: « بمجرد أن تسجل ش.إ.ب.ق. عملية تداول، تعتبر هذه العملية نافذة لا يمكن الرجوع فيها ما عدا حالات الإلغاء المنصوص عليها في هذا النظام ». إذ تملك شركة تسيير بورصة القيم صلاحية إلغاء العمليات المنجزة طبقاً لنص المادة 103 من نظام اللجنة رقم 03/97 على ما يلي: « يمكن لشركة إدارة بورصة القيم إلغاء سعر التداول وبالتالي مجموع المعاملات التي أنجزت على هذا السعر. ويمكن لها أيضاً إلغاء معاملة وفي الحالتين يكون القرار محل بيان ». على أن تنشر الشركة بياناً إعلامياً وفقاً للأوضاع المنصوص عليها في القسم الخامس من النظام رقم 03/97 المتعلق بالحوادث بخصوص القيم المنقولة.

العمليات تتغير مراكز المتدخلين، فيصبح الزبون المشتري مالكا للسندات المباعة، وذلك بتدخل شركة تسيير البورصة لتسوية العمليات، التي تسهر على نقل ملكية السندات للمشتري ودفع الثمن للبائع.

نظمت شركة تسيير بورصة القيم حصص التسوية وحددت شروطها وكيفياتها، وكذا إجراءات المقاصة بموجب قواعد مهنية تتمثل في قرارها رقم 03/98 المتعلق بمقاصة وتسوية معاملات البورصة المعدل والمتمم⁽¹⁾. تهدف حصص التسوية إلى تسهيل وتأطير عملية تسليم القيم المباعة والوفاء بثمنها فيما بين الوسطاء بطريقة دورية ومنتظمة⁽²⁾.

أ - سير حصص التسوية والمقاصة:

تنظم شركة تسيير بورصة القيم حصة لتسوية ومقاصة العمليات المنجزة في المقصورة، في اليوم نفسه الذي تم فيه التداول، مباشرة بعد إقفال حصة التداول⁽³⁾. أما حصص الوفاء فتتضمن في اليوم الرابع من تاريخ التداول⁽⁴⁾. تتم عمليتي التسوية والوفاء على النحو التالي: تثبت شركة إدارة البورصة العمليات المنجزة في حصة التداول⁽⁵⁾، بإرسال كشف بالتداولات المثبتة للعمليات Le bordereaux des transactions للوسطاء المعنيين بالعمليات محل التسوية مرفقاً بكشف يحدد المبالغ الواجبة الأداء والسندات الواجبة التسليم récapitulatifs des titres et des fonds، وتدعوهم بذلك إلى حضور حصص التسوية⁽⁶⁾.

1 - قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 03/98 المؤرخ في 22 مارس 1998، المتعلق بقواعد المقاصة وتسوية عمليات البورصة، المعدل والمتمم بموجب القرار رقم 07/99 المؤرخ في 22 جويلية 1999، ثم بموجب القرار رقم 11/02 المؤرخ في 17 فيفري 2002.

2 - تنص المادة 3 من القرار رقم 03/98، المعدلة بموجب المادة 2 من القرار رقم 11/02 على ما يلي: « *Objet de la compensation et de la séance de règlement - livraison. La compensation et les séances de règlement ont pour objet de faciliter et d'encadrer la livraison et le règlement périodique des titres entre les intermédiaires en opérations de bourse (IOB)* ».

3 - المادة الأولى من القرار رقم 11/02 المعدلة للمادة 3 من القرار رقم 03/98. « *La compensation se déroule selon les modalités fixées ci-dessous, le jour même de la séance de négociation, de la clôture officielle de la négociation à la fin de la journée de travail* ». بعدما كانت حصة التسوية تنظم في اليوم الرابع لليوم الموالي لحصة التداول بموجب المادة 3 من القرار رقم 03/98.

4 - المادة 04 من القرار رقم 03/98 السابق ذكره، التي تنص على ما يلي: « *Les séances de règlement ont lieu à la SGBV, quatre (4) jours ouvrables après chaque séance de négociation en bourse, aux heures et à l'endroit fixés par la SGBV* ».

5 - المادة 131 من النظام رقم 03/97 السابق ذكره.

6 - إذ تنص المادة الأولى من القرار رقم 11/02، المعدلة للمادة 5 من القرار رقم 07/99 والقرار رقم 03/98 الصادر بتاريخ 22 مارس 1998 والمتضمن قواعد المقاصة وتسوية العمليات داخل البورصة على ما يلي:

« *La présence est obligatoire pour les IOB parties à toute transaction litigieuse soumise à la SGBV* ». =

تجري حصة التسوية في مقر شركة البورصة، برئاسة ممثل تعيينه شركة إدارة البورصة ليتزأس الحصص ويسهر على تنفيذها في هدوء، وفقا للقوانين ولأنظمة اللجنة وقرارات شركة إدارة البورصة⁽¹⁾. يقوم الرئيس قبل بداية الحصة بالمناداة على الوسطاء ليوقعوا على محضر الحضور، ثم يدون ما يحدث خلال الحصة في محضر التسوية المعد وفقا لنموذج وضعته شركة إدارة البورصة⁽²⁾.

ترسل إدارة البورصة عن طريق الشبكة المركزية للإعلام الآلي محاضر عمليات التداول المثبتة إلى حواسيب الوسطاء المعنيين بالعملية، وما على الوسيط المعني إلا التأكد من صحة البيانات الواردة في المحضر بمقارنتها بتلك المقيّدة في سجلاته. بعد مطابقتها يقوم بالمصادقة عليها بتوقيعها وختمها⁽³⁾.

يؤشر الوسيط بالقبول على المحاضر L'acceptation des bordereaux ، بعد التأكد من مطابقتها. يتولّى رئيس الحصة جمع المحاضر وإعداد محضر التثبيت، لتثبيت حصة التسوية وفقا للنموذج الذي أعدته شركة إدارة البورصة. ثمّ يجعل الوسطاء يوقعون عليها في المكان

بعدما كان حضور الحصص إجباري على كل الوسطاء، حتى ولو لم ينجز الوسيط عمليات في آخر حصة تداول شهدتها البورصة، إذا تعذر حضور أحد الوسطاء عليه أن يرسل عضوا مفوضا من قبله لحضور الحصة مرفقا برسالة التفويض التي يقدمها العون لرئيس الحصة فور وصوله، وعلى الوسطاء أو مفوضيهم البقاء إلى غاية نهاية الحصة وعدم مغادرة القاعة إلا برخصة من الرئيس، وهذا ما نصّت عليه المادة 2 من القرار رقم 07/99 المعدلة للمادة 5 من القرار رقم 03/98. التي جاء نصها كما يلي:

« La présence à toutes les séances de compensations est obligatoire pour tous les IOB, même s'ils n'ont pas de transactions à compenser, chaque IOB accrédité par lettre adressée à la SGBV (annexe 1), l'agent chargé de le représenter. Les agents ne peuvent quitter la séance de compensation qu'a la fin de toutes les opérations et après autorisation du président de séance ».

1 - المادة 4 من القرار رقم 03/98، السابق ذكره.

2 - ACHOUR H et IMTOUKENE K, « Dénouement des transactions en bourse, confirmation, règlement livraison », La bourse, de réelles perspectives pour l'entreprise, journée de conseil, conférence tenue au grand hôtel MERCURE, Alger le 22 novembre 2000, p 2.

3 - المادة 7 من القرار رقم 03/98، المعدلة بموجب المادة الأولى من القرار رقم 11/02، التي تنص على ما يلي:

« Après chaque séance de négociation, le système de négociation informatique génère automatiquement les bordereaux de transactions (annexe 2) et les situations récapitulatives (annexe 3). Chaque IOB doit s'assurer que les informations contenues dans ces documents sont conformes à ses registres et reflètent les transactions qu'il a conclues ».

بعدما كان الوسيط المعني بالعملية محل التسوية - بأمر من رئيس الحصة - هو الذي يتولى توزيع محاضر العملية التي شارك فيها ممضي ومختوم من قبله على زملائه الوسطاء ليقارنوها بمحاضرهم، وذلك في النص القديم للمادة 7 من القرار رقم 03/98، السابق ذكره.

المخصص لذلك، ثمّ يوقع هو عليها ويختتمها بختم شركة إدارة البورصة⁽¹⁾.

تنتهي التسوية بتنظيم حصة خاصة بالوفاء والتسليم séance de règlement/livraison والتي تتمّ على أقصى حدّ في اليوم الرابع بعد يوم التداول (T+4). ينادي الرئيس على الوسطاء للتوقيع مجدداً على وثيقة الحضور الإلزامية. يقدم فيها الوسيط المشتري شيكاً موقعاً بقيمة الأوراق المشتراة أو أمراً بالدفع ordre de virement ، وفقاً للنموذج المعد من شركة إدارة البورصة، ويقدم الوسيط البائع محضراً بالتسليم وفقاً لكمية الأوراق المباعة. يلتزم كل وسيط بتوطين عملياته لدى بنك يختاره، ليقوم البنك بتغطية وتسيير حساباته دائنة كانت أو مدينة⁽²⁾.

استحدثت شركة إدارة البورصة بموجب القرار رقم 07/99، تقنية جديدة في غطاء الحسابات، معدلة بذلك المادة 14 من القرار رقم 03/98، لمواجهة مشاكل الدفع وعدم كفاية الغطاءات. مضمون هذه التقنية أن يعيّن كلّ وسيط بنكا يسهر على تسوية حساباته La banque compensatrice، تُبرم اتفاقية مسبقة بين الطرفين، على دفع كلّ مستحقات العملية للوسيط المقابل. أمّا عن مسألة تغطية الحسابات فهي أمر يبقى بين الوسيط والبنك المسوّي، إذ يلزم هذا البنك الوسيط بتغطية حساباته قبل بداية كلّ عملية تسوية. ويتدخل بنك الجزائر لمراقبة حركة رؤوس الأموال الموجهة لتسوية عمليات البورصة بين البنوك المسوية⁽³⁾.

1 - المواد 8 و9 من القرار رقم 03/98 التي تنص على ما يلي:

Article 8 : acceptation des bordereaux de transactions

« Après vérification des opérations et des soldes, chaque IOB doit contresigner les bordereaux de transactions. Des réserves éventuelles peuvent être émises auquel cas les IOB concernés doivent procéder aux corrections nécessaires avant la fin de la séance. Ces corrections sont traitées par ajustement de débit ou de crédit selon le cas, ou par l'établissement de bordereaux complémentaires ».

Article 9 : Situation récapitulative de contrôle

« L'ensemble des bordereaux de transactions signés par les IOB, accompagnés de récapitulatifs des bordereaux de transactions, l'annexe 3, sont récupérés par le Président de la séance qui arrête séance tenante la situation récapitulative de contrôle, l'annexe 4, et reprend les montants à débiter ou à créditer à chacun des IOB.

Une fois les opérations de compensation confirmées, le président de la séance fait signer les IOB concernés sur la case réservée à cet effet sur le formulaire, l'annexe 4 ».

2 - ACHOURI H. et IMATOUKEN K, « Dénouement des transactions en bourse, confirmation, règlement livraison », op.cit, p 2.

3 - المادتان 14 و15 من القرار رقم 07/99 الصادر عن شركة إدارة البورصة بتاريخ 22 جويلية 1999، المعدل للقرار رقم 03/98 التي تنص على ما يلي:

Article 4 : L'article 14 est modifié et complété comme suit :

« Chaque IOB doit être domicilié à une banque de la place qui sera sa banque compensatrice des soldes en fonds résultant des transactions sur titres réalisées en Bourse.

Tout IOB n'ayant pas suffisamment de fonds à sa banque compensatrice doit couvrir son solde avant la séance de règlement » .

Article 5 : L'article 15 est modifié et complété comme suit :

=

يسلم الرئيس بعد نهاية التسوية شهادة الإيداع Attestation de dépôts للوسيط المشتري الذي يقدمها للشركة المصدرة للأوراق المالية، لتقوم بتسجيل ونقل الملكية باسم المشتري الجديد في دفاتر الشركة⁽¹⁾، أخيراً يرفع الرئيس حصة التسوية ويأذن للحضور بمغادرة القاعة. يكون بائع السندات مدينًا بقيمة الأرباح والحقوق الأخرى والفوائد الواجبة الأداء للمشتري التي توزع على المساهمين المسجلين في الشركة في تاريخ خاص، على وسيط المشتري السعي لتحصيلها حيال البائع⁽²⁾.

ب - عوارض التسوية:

ب - 1 - الاحتجاج ضد المحاضر قد لا تصل حصة التسوية إلى نهايتها العادية، وذلك حينما تتوقف في إحدى مراحلها، فقد يرفض أحد الوسطاء أو مجموعة منهم التأشير بالقبول على المحاضر المقدمة إليه أو إليهم، إذا ما تبين لهم اختلاف في الحسابات. ينطق الرئيس عندها بتأجيل تثبيت الحصة إلى غاية حل هذا النزاع.

يرفع هذا النزاع أولاً إلى رئيس الحصة، الذي ينظر فيه ويقارن سجلات كل من المتنازعين بالمحاضر المنجزة من طرف شركة إدارة بورصة القيم، ثم يصدر قراره بعد سماع كل من الطرفين⁽³⁾. إذا كان هذا القرار لا يرضي أحدهم فله أن يرفع النزاع إلى هيئة تحكيمية خاصة، يعين كل وسيط منهم حكماً ويعين رئيس الحصة حكماً ثالثاً. يصدر هؤلاء الحكام قرارهم بعد التداول في القضية، وإذا شك أحد الوسطاء في نزاهة القرار، له أن يلجأ كآخر مرحلة إلى الغرفة التأديبية التحكيمية للجنة⁽⁴⁾.

= « Les IOB doivent se présenter à la séance de règlement avec, des ordres de virement, ou des chèques de banque dûment signés. La SGBV se charge de déposer ces moyens de paiement à la chambre de compensation de la banque d'Algérie. La banque d'Algérie procédera aux mouvements des comptes (débit ou crédit) de la banque compensatrice de chaque IOB avec date de valeur du jour de la séance de règlement ».

1 - ACHOURI H. et IMATOUKEN K. « Dénouement des transactions en bourse, confirmation, règlement livraison », op.cit., p 3.

2 - المادة 140 من النظام رقم 03/97 السابق ذكره.

3 - المادة 10 من القرار رقم 03/98، المعدلة بموجب القرار رقم 07/99 السابق ذكره.

4 - المادتين 11 و 12 من القرار رقم 03/98، التي تنص على ما يلي:

Article 11 : Procédure d'arbitrage

« Lorsqu'un des IOB en conflit n'est pas satisfait de la décision du président de la séance, cet IOB peut soumettre le litige au comité de négociation. S'il n'est pas satisfait de la décision du comité, il peut engager une procédure d'arbitrage. Selon la procédure d'arbitrage, chacune des deux parties nomme son arbitre et la SGBV en nomme un troisième. »

Article 12 : Recours devant la chambre arbitrale

« S'il advient qu'une des parties en conflit n'accepte pas de se soumettre à un processus d'arbitrage, la partie non satisfaite peut saisir la chambre arbitrale siégeant à la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse ».

ب- 2 - عوارض عدم الوفاء أو عدم كفاية الأرصدة: تتوقف حصة التسوية إذا رفض أحد الوسطاء الوفاء بالتزاماته، سواء بتقديم المبالغ الكافية للتسوية أو كمية الأوراق المباعة. إذا وجد عجز في سيولة أو غطاء الوسيط المشتري، وجعله هذا العجز غير قادر على الوفاء بالتزاماته، يمكن للوسيط البائع رفض تسليم الأوراق المباعة⁽¹⁾. يمنح رئيس الحصة مهلة محددة للوفاء بباقي الثمن الذي عليه دفعه في أقرب الآجال. ويوضع هذا الوسيط في وضعية مقاصة معلقة. أمّا إذا كان عدم الوفاء راجع إلى عدم كفاية كمية الأوراق المالية لدى الوسيط البائع، فسيمنحه رئيس الحصة أجلاً لإتمامها. بعد نهاية هذا الأجل، إذا تهاون الوسيط في إتمام المعاملة، يصرح رئيس الحصة إلى شركة إدارة البورصة التي تتولّى تصفية المعاملة وفقاً لإجراء إعادة الشراء Le rachat بتحديد مواعده وشروطه، وتعلن عنه في النشرة الرسمية لجدول الأسعار (Boc).

يتم إجراء إعادة الشراء في حصة التداول المالية، وذلك إما بشراء كمية الأوراق المالية التي تنقص الوسيط للوفاء بالتزاماته أو ببيع كمية من الأوراق للحصول على مبلغ الصفقة اللازم للوفاء⁽²⁾. وفي كلتا الحالتين يتحمل الوسيط المخل، الخسارة أو الضرر الذي يلحق بالطرف المقابل في المعاملة، من جرّاء عدم تسوية رؤوس الأموال أو تسلم السندات⁽³⁾.

ثانيا - تسوية ومقاصة العمليات في ظل النظام رقم 01/03:

سُحب اختصاص تسوية عمليات البورصة من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، بمناسبة صدور القانون رقم 04/03، المعدل للمرسوم التشريعي رقم 10/93. أنيط هذا الاختصاص بالمؤتمن المركزي على السندات⁽⁴⁾، أسوة بالتشريعات المقارنة خاصة القانون

1 - المادة 17 من القرار رقم 03/98، السابق ذكره.

2 - المادة 144 من النظام رقم 03/97 السابق ذكره. شرحت شركة تسيير بورصة القيم كيفية تطبيق إجراء إعادة الشراء في المادة 21 من القرار رقم 03/98 التي تنص على ما يلي:

« Si lors de la prochaine séance de règlement, l'IOB en défaut ne livre pas les titres, le président de la séance peut donner l'instruction à l'IOB d'entamer la procédure de rachat. Selon cette procédure, l'IOB vendeur doit négocier directement avec un autre IOB, l'achat d'un titre de remplacement. Il doit alors présenter la transaction à la SGBV pour approbation juste avant la prochaine séance de bourse. Lors de la séance de règlement suivante, le titre sera livré premièrement à l'IOB en défaut qui devra immédiatement le livrer à l'IOB acheteur ».

3 - المادة 143 من النظام رقم 03/97 السابق ذكره.

4 - تطبيقاً للقانون رقم 04/03 الذي خول المؤتمن المركزي على السندات مهمة تسوية ومقاصة عمليات البورصة، أصدرت اللجنة النظام رقم 01/03 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات السابق ذكره. ألغى هذا النظام المواد من 132 إلى 140 من النظام رقم 03/97، المتعلق بالنظام العام للبورصة، التي كانت تسند=

الفرنسي. عرف النظام الفرنسي عدة غرف مقاصة، ثم اجتمعت هذه الغرف في نظام مركزي هو بنك التسوية الذي سمي بـ Clearnet، قبل أن يدمج بنظيره الإنجليزي⁽¹⁾.

يُبرر موقف المشرع الجزائري من هذا التوجه، ببحثه عن التخصص في إدارة حصص التسوية من جهة، وحماية السوق من جهة أخرى، عن طريق ضمان أمن المعاملات. لأن حماية السوق تكون عبر حماية أمن المتعاملين فيها. يسمح نظام تسوية السندات وتسليمها الذي يسيره المؤتمر المركزي على السندات، بالإنجاز الآلي والمتزامن لتسوية السندات التي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء المؤهلين وتسليمها⁽²⁾.

يرتكز هذا النظام على وظيفتين أساسيتين هما التصديق على العمليات-الذي كانت تباشره شركة تسيير بورصة القيم- ووظيفة قيد العمليات في دفاتر الحسابات في حسابات جارية بسندات المؤتمر، وفي حسابات جارية نقداً لدى بنك الجزائر. يتدخل هذا الأخير في جميع أنظمة التسوية وذلك للتسديد النقدي للعمليات، بموجب اتفاقية أبرمها مع المؤتمر⁽³⁾.

تقوم عملية التسوية التي يشرف عليها المؤتمر المركزي على السندات، على المبادئ نفسها التي كانت تطبقها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، ألا وهي القوة الثبوتية للعمليات التي يتلقاها المؤتمر، وعدم قابلية الرجوع فيها، وهي مبادئ عالمية تبنتها كل أنظمة التسوية في العالم⁽⁴⁾. تتم عملية التسوية بإحدى أنظمة التسوية التي تبناها المؤتمر وهي على التوالي: النظام الفرعي لضبط الأوامر، النظام الفرعي للقرن، النظام الفرعي لحل العمليات.

صلاحيات تسوية ومقاصة عمليات البورصة لشركة تسيير بورصة القيم. ينتج عن سحب هذه الصلاحيات من شركة تسيير بورصة القيم اعتبار قراراتها رقم 03/98 و 07/99 و 11/02 ملغاة وعديمة المفعول.

1 - « En 2003 Clearnet s'est rapproché de London Clearing House (LCH), les deux entreprises ont été acquises par une société holding commune et indépendante en vue de créer le premier groupe de chambres de compensation et de contreparties. Depuis la fusion de clearnet et de LCH la banque centrale de compensation a pour nom commercial LCH CLEARNET SA ».

BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers op.cit. p 48.

2 - المادة 35 من نظام اللجنة رقم 01/03 المتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات السابق ذكره.

3 - المادة 36 من نظام اللجنة رقم 01/03 المتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات السابق ذكره.

4 - منها على سبيل المثال قواعد المقاصة التي أصدرتها شركة LCH Clearnet SA الأوروبية التي دخلت حيز التنفيذ

في 2007/03/30. نصت المادة 1.3.4.3 من هذه القواعد على ما يلي:

« Est considérée comme irrévocable, au sens du paragraphe III de l'article L 330-1 du code monétaire et financier, toute Transaction reçue par LCH.Clearnet SA d'un Adhérent Compensateur dès son enregistrement dans le Système de Compensation dans les conditions prévues à l'Article 1.3.5.3 mais sans préjudice des exceptions prévues à l'Article 1.8.5.1 ».

أ - النظام الفرعي لضبط الأوامر:

يختص هذا النظام بتسوية العمليات المنجزة داخل السوق المنظمة. تبدأ عملية التسوية بتجميع كل الأوامر لدى وسيط يسمى الوسيط الجامع، الذي يتلقى طلبات التنفيذ من قبل الوسطاء المتداولين. يرد على هذه الطلبات بعد فحصها ومقارنتها بجدول التداول بقبول أو رفض التسوية، ثم يرسل إشعاراً بقبول التنفيذ، أو رفضه للوسيط المعني في أجل معقول. في غياب ردٍ بالموافقة خلال هذا الأجل يصادق على الإشعار بالتنفيذ بواسطة هذا النظام⁽¹⁾.

يصدر النظام الفرعي لضبط الأوامر أمراً بالدفع مقابل التسليم إلى الوسيط المعني، مباشرة بعد المصادقة على الإشعار بالتنفيذ، ليأخذ هذا الوسيط مركز المدين في مواجهة الوسيط المقابل. ترسل أوامر التسليم مقابل الدفع إلى النظام الفرعي لحل العمليات الذي يتولى تسويتها.

ب - النظام الفرعي للقرن:

يسمح النظام الفرعي للقرن بتقريب التعليمات التسوية والتسليم المتعلقة بالعمليات المبرمة بين الطرفين، خارج السوق المنظمة قانوناً⁽²⁾. يختلف دور المؤتمن المركزي على السندات في هذا النظام عن دوره في النظام الفرعي لضبط الأوامر، إذ لا يهتم المؤتمن بالتحقيق في العمليات المنجزة خارج السوق المنظمة، ولا التأكد من الطابع النظامي للتعليمات التي يتلقاها المنخرط أو ماسك الحسابات، ولا من قدرة المشاركين على تنفيذ هذه العمليات⁽³⁾.

يتلقى المؤتمن المركزي على السندات تعليمات الحل التي يحدد فيها تاريخ إجرائه، على أن يقع هذا التاريخ ضمن آجال الحل الذي يحدده المؤتمن، إذ يحق للمؤتمن أن يرفض أية تعليمات خارج الآجال التي حددها للتسوية⁽⁴⁾. يترتب على قرن أو مواجهة تعليمتين بالتسوية والتسليم، إصدار أمر بالتسليم مقابل الدفع لحساب طرفي العملية، الذي يرسل مباشرة إلى النظام الفرعي للحل بمجرد إصداره.

يستفيد من التسوية وفقاً لهذا النظام صنفين من العمليات هما:

- عمليات جارية بالتراضي بين المشاركين، يدخل فيها كل من عمليات السوق الأولية، الاكتتاب في أسهم وحصص هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، شراء

1 - المادة 44 من النظام رقم 01/03 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات السابق ذكره.

2 - المادة 47 فقرة أولى من النظام رقم 01/03، السابق ذكره.

3 - المادة 47 فقرة ثانية من النظام رقم 01/03، السابق ذكره.

4 - المادتين 49 و 51 فقرة ثانية من النظام رقم 01/03، السابق ذكره.

السندات وإعادة بيعها، التنازل المؤقت عن السندات وأخيراً إعادة تسليم السندات على إثر المفاوضات.

- الصنف الثاني هو العمليات المنجزة مع بنك الجزائر، وهي عمليات تتعلق بالسياسة النقدية للبنك والطلبات اليومية للتسوية.

ج- النظام الفرعي لحل العمليات:

يتلقى النظام الفرعي لحل العمليات أوامر التسليم مقابل الدفع التي ترسلها إليه الأسواق المنظمة قانوناً، والنظم الفرعية للتصديق التي يديرها المؤتمر المركزي، وهو النظام الفرعي للقرن⁽¹⁾. تتم التسوية وفقاً لهذا النظام، بجمع كل العمليات التي حل تاريخ الخصم الحسابي لها، بواسطة أطوار متتالية. يمثل كل طور حساب الزبون في شكل سندات بالنسبة للبائع، وفي شكل نقود بالنسبة للمشتري، وذلك بعد معاينة المؤتمر للعمليات المنجزة، والتأكد من وجود رصيد من السندات والنقود لدى كل زبون. في حالة عدم كفاية رصيد السندات أو النقود تعلق العملية في انتظار طور المعالجة الموالي⁽²⁾.

تسوى العمليات المدرجة في هذه الأطوار سطوراً سطوراً. تعتبر العمليات المنجزة وفقاً لهذا النظام مختتمة نهائياً بعد المصادقة على اختتامها. على إثر ذلك يبلغ المؤتمر المركزي على السندات بنك الجزائر بوضعية السيولة النقدية للمشاركين، كي يتم بصفة متلازمة القيد في دفاتر الحسابات، كل من عمليات التحويل الخاصة بتسليم السندات في الحسابات الجارية للمشاركين التي يديرها المؤتمر، وحركات النقود المطابقة في حسابات التسوية للمشاركين، التي يديرها بنك الجزائر⁽³⁾.

1 - المادة 54 من نظام اللجنة رقم 01/03 المتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات السابق ذكره.

2 - المادة 56 من نظام اللجنة رقم 01/03، السابق ذكره.

3 - المادة 57 من نظام اللجنة رقم 01/03، السابق ذكره.

المبحث الثاني

الطابع التعاقدي لبعض عمليات السوق الثانوية

يتمتع المتعاملون داخل السوق الثانوية بخبرة وتخصص كبيرين في إدارة عمليات السوق وتسييرها، مكنتهم هذه الميزة من ابتكار عمليات جديدة تلبي أغراضاً مختلفة. ساهمت عولمة الأسواق المالية في تفتحها على بعضها البعض، وفي تطوير نشاطاتها. إزاء هذه التطورات ارتأت بعض التشريعات الإحجام عن تنظيمها، وتركت ذلك للمتعاملين فيها عن طريق مبدأ حرية التعاقد.

تأثر المشرع الجزائري بهذا النهج في تنظيم الأسواق المالية، فوضع الإطار العام لبعض عملياتها تاركاً تفاصيلها لإرادة الأطراف. تعتبر عقود إدارة محفظة القيم المنقولة أحسن نموذج لذلك، إذ سمح للوسيط بمباشرة المفاوضات داخل البورصة لحساب زبائنه⁽¹⁾. وضعت اللجنة الإطار العام لتدخل الوسيط داخل البورصة، وفقاً لما سبق بيانه في المبحث الأول، أما بشأن تفاصيل عقد إدارة المحفظة تركت للأطراف حرية الاتفاق عليها شريطة احترام النصوص التشريعية والتنظيمية (المطلب الأول).

تعتبر القاعدة القانونية الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، قاعدة تنظيمية تأتي تطبيقاً لقاعدة تشريعية، إذ تتدخل اللجنة بقواعدها المهنية في المجال الذي يحدده لها النص التشريعي لا غير. فلا يمكن للجنة أن تبادر بتنظيم عمليات لم ينص عليها المشرع، أو نص على حظرها، هذا هو شأن العقود المالية المتمثلة في العقود المستقبلية وعقود الخيارات.

تقاس هذه العقود إلى العمليات الآجلة التي جعلها المشرع من العمليات المحظورة، وعليه يمنع على اللجنة إصدار أنظمة بشأنها. يمكن للمتعاملين تنظيم مثل هذه العقود إذا تدخل المشرع بتشريع نص يبيحها. يهدف (المطلب الثاني) من هذا المبحث إلى تقديم مقترحات لكل من المشرع واللجنة لتنظيم هذه العقود، لما لها من دور كبير في فتح آفاق استثمار جديدة داخل السوق المالية الجزائرية.

1- تنص المادة 4 من المرسوم التشريعي رقم 01/03 على ما يلي: «يقوم بالمفاوضات والمعاملات داخل البورصة وسطاء في عمليات البورصة» لم يحدد هذا النص طبيعة المعاملات التي قد يقوم بها الوسيط ولا العقود التي قد يبرمها لإتمام هذه المفاوضات.

المطلب الأول

إدارة محفظة الأوراق المالية

يقوم الاستثمار بصفة عامة والاستثمار المالي بصفة خاصة على التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة على أمل الحصول على إشباع أكبر في المستقبل. مادام المستثمر يقبل بمبدأ التضحية برغبة استهلاكية حاضرة، فإنه يكون مستعداً لتحمل درجة معينة من المخاطرة مقابل عائد يمثل ثمناً لمخاطرته⁽¹⁾.

يرتكز الاستثمار المالي على إدارة محافظ مالية بامتلاك أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) أو أدوات مديونية (السندات بأنواعها)، لتحقيق عائد معلوم في ظل مخاطرة معينة⁽²⁾. يتوقف ذلك على مدى استعداد المستثمر لتحمل درجة معقولة من المخاطرة على أمل الحصول على عائد معقول يتمثل غالباً في توزيعات أرباح إيرادية هي توزيعات السهم أو السند⁽³⁾.

يحتل نشاط إدارة محافظ الأوراق المالية مكانة مرموقة في الأسواق المالية النشيطة، التي تنتم بوفرة الأدوات المستثمرة وكثرة العمليات المنجزة فيها، بحيث يصعب على المستثمر متابعة وملاحقة جميع عمليات السوق ومستجداتها، بغرض تحديد سياسته الاستثمارية وترشيد قراراته. لهذه الأسباب يفضل المستثمر إسناد مهمة تسيير وإدارة محفظته، إلى مختص يستفيد من خبرته ويستعين بمشورته في انتقاء المحفظة وتكوينها على أسس سليمة، تضمن إلى حد ما تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل مخاطر.

الفرع الأول

تكوين عقد إدارة محفظة الأوراق المالية

تتصف سوق الأوراق المالية بتنوع الأوراق المالية وتشعب العمليات الواردة عليها. لذا يواجه صاحب الأوراق المالية مشكلة إدارتها، نظراً لما تقتضيه من استعلام حول أوضاع السوق قبل اتخاذ أي قرار استثماري، لترجيح المزايا المالية وتقدير المخاطر. تحتاج إدارة

- 1 - صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 91.
- 2 - مطر محمد وتيم فايز، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراقة للنشر والتوزيع، عمان 2003، ص 79.
- 3 - التميمي إرشاد فؤاد وعزمي أسامة، الاستثمار في الأوراق المالية، تحليل وإدارة، دار الميسرة، الأردن 2004، ص 20.

الأوراق المالية إلى التخصص والخبرة الفنية، التي قد لا تتوفر لدى المدخر البسيط الذي يرغب في توظيف أمواله في السوق المالية، فيجد المستثمر نفسه أمام إحدى الفرضيات التالية:

- يحتفظ المستثمر بسلطة إدارة محفظته بنفسه وإصدار الأوامر التي تناسبه، وتكون استعانتة بالمهني على سبيل النصيح والمشورة، ولتنفيذ الأوامر. تسمى هذه الإدارة بالإدارة الفردية للمحافظ.

- أن يعهد بمحفظته إلى بنك أو مؤسسة مالية تمارس نشاط إدارة المحافظ كنشاط تبغي، في الغالب تقدم هذه المؤسسات النصيحة مجاناً بهدف جلب الزبون للتعامل معها في عمليات مالية أخرى.

- يقرر المستثمر التحرر من كل أعباء إدارة الأوراق المالية ويعهد بها لمهني يتولى إدارة محفظته مقابل عمولة يحددها المهني⁽¹⁾. يدير المهني هذه المحفظة رفقة محافظ أخرى لزبائن آخرين. يسمى هذا النموذج من الإدارة بالإدارة الجماعية.

أولاً - مفهوم محفظة الأوراق المالية:

يستعين المدخر بذوي الخبرة والاختصاص، بالتعاقد مع الوسيط في عمليات البورصة أو إحدى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة. يوكل لهم مهمة تكوين محفظة القيم المنقولة وإدارتها. تكون شركة إدارة محفظة القيم المنقولة محفظة الزبون من القيم المنقولة التي قد تحقق أكبر عائد بأقل مخاطر وفقاً للمبادئ التي تحكم الاستثمار في القيم المنقولة.

أ - تعريف محفظة القيم المنقولة:

عرّفت محفظة الأوراق المالية بتعريفات مختلفة تذكر منها ما يلي:

« بأنها عبارة عن تشكيلة أو توليفة أو مجموعة من الأدوات الاستثمارية، سواءاً كانت حقيقية أم مالية، يمسكها المستثمر بهدف تحقيق عائد معين عند مستوى معقول من المخاطرة، من خلال تنويع مكوناتها وفقاً لأساليب علمية صحيحة »⁽²⁾.

1 - محمود مصطفى حسن محمد، النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق المالية، رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة 2006، ص ص4-11.

2 - الحسيني فلاح والدوري مؤيد، إدارة البنوك، دار وائل للنشر والطباعة، عمان 2000، ص154.

« Définir une stratégie de gestion consiste à choisir le poids (proportion de la richesse) de chaque titre qui compose le portefeuille. Pendant longtemps, les méthodes de gestion qui ont eu cours se sont limitées à l'utilisation d'informations passées, qu'elles soient de nature comptable ou boursière. La théorie financière moderne a permis de mettre en avant le rôle essentiel de l'information ».

DUBOIS Michel et GIRARD-POTIN Isabelle, théorie financière de gestion de portefeuille, Editions DEBOECK, Université de Belgique, 2001, p195.

عرّفها البعض الآخر، بأنها تلك « التشكيلة التي تضم الأوراق المالية والموجودات الرأسمالية المتداولة في السوق بنسب مختلفة باختلاف العائد والمخاطرة »⁽¹⁾.

ب- تكوين محفظة القيم المنقولة:

تمثل محفظة القيم المنقولة تشكيلة من الصكوك الفردية والمرتبطة ببعضها البعض، ذات عوائد مستقلة ترتكز على درجات متفاوتة من المخاطر، فالتكوين في حد ذاته هو كيفية اختيار هذه الصكوك المشكّلة للمحفظة. يشكل عنصر الاختيار صعوبة كبيرة للمستثمر، نظراً لما يسبقه من عمليات تحليل وتدقيق في عناصر المحفظة، سواءً تعلق هذا التحليل بالصكوك ذاتها أو بالشركة المصدرة لها، أو بالأسواق محل تداولها أو بمؤشرات أسعارها⁽²⁾. يتطلب عنصر الاختيار خبرة ومهارة في تحليل صكوك الشركات المصدرة لها أو الأسواق التي ستتداول فيها أسعارها، وذلك وفقاً لخطة استثمارية غايتها تحقيق مكاسب كبيرة ثابتة وآمنة⁽³⁾.

يرتكز تكوين حافظة الأوراق المالية وإدارتها، على سياسة استثمارية تقوم على مزيج من البدائل والفرص الاستثمارية، في سبيل تخفيض مخاطر الاستثمار لأدنى درجة ممكنة. يجب تنويع البدائل آخذين في الاعتبار ظروف السوق المالية، اتجاهات الأسعار، معدلات التضخم والظروف الاقتصادية وغير الاقتصادية.

ب - 1 - المبادئ التي يقوم عليها تكوين محفظة القيم المنقولة: هناك مبدآن وهما:

المبدأ الأول - حسن اختيار الصكوك: يقوم حسن اختيار الصكوك على عنصرين أساسيين هما: جودة الصك من حيث عوائده، وأمانه من حيث قلّة مخاطره⁽⁴⁾. يسعى المستثمر إلى اختيار المحفظة الاستثمارية التي تحقق أعلى عائد ممكن عند مستوى معين من المخاطرة، أو تلك المحفظة التي تتخفف المخاطرة فيها إلى الحد الأدنى عند مستوى معين من العائد المتوقع.

إذا خيّر المستثمر الرّشيد بين محفظتين استثماريتين تحققان نفس العائد مع اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة لكلّ منهما، فإنّه سيختار المحفظة ذات المخاطرة الأقل. وإذا خيّر بين محفظتين استثماريتين بنفس درجة المخاطرة مع اختلاف العائد المتوقع من كلّ منهما، فإنّه

1 - صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 144.

2 - JACQUILLAT Bertrand et SOLNIK Bruno, Les marchés financiers et la gestion de portefeuille, op.cit, p122 .

3 - طاحون نصر على أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 346 - 347.

4 - مطر محمد وتيم فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمّان، 2004، ص 108.

سيختار المحفظة ذات العائد الأعلى⁽¹⁾.

وضعت بعض التشريعات قيوداً إلزامية لحماية مصالح المساهمين، عند تكوين شركة إدارة المحافظ. بأن تشترط تكوينها من الصكوك المتداولة في البورصة فحسب، وقد تسمح استثناء بضم الصكوك غير المتداولة بشرط أن تكون من إحدى الطوائف التي يحددها القانون⁽²⁾.

المبدأ الثاني - تنوع الصكوك: يعتبر مبدأ تنوع الصكوك الميزة الأساسية لنشاط شركة الإدارة، مفاده تشكيل المحفظة من استثمارات متنوعة بنسب معينة ومتباينة من حيث العائد ودرجة المخاطرة. الغاية من هذا المبدأ هو التقليل من المخاطر عن طريق توزيعها قانونياً واقتصادياً وجغرافياً⁽³⁾.

- 1 - الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 144.
- 2 - ففي مصر منعت المادة 7/129 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 الصادر في سنة 1992 من تكوين المحفظة من صكوك غير تلك المقيدة في بورصة مصر، إذ تنص على ما يلي: « يحظر على مدير الاستثمار أن يشتري أسهماً غير مقيدة في بورصة الأوراق المالية بمصر عدا أسهم شركات قطاع الأعمال العام أو أن يشتري أو راقاً مالية غير مقيدة في بورصة بالخارج أو مقيدة في بورصة غير خاضعة لإشراف سلطة رقابية حكومية بالخارج ».
- في حين لم تضع الدول الإنجلوسكسونية لا سيما بريطانيا أية قيود على حرية اختيار شركة الإدارة لمحفظة الزبون. لمزيد من التفاصيل طاحون نصر علي أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 351.
- 3 - سمي بالتنوع القانوني لأنه قائم على قواعد قانونية إما من حيث طبيعة الأوراق أو الشركة المصدرة لها أو طريقة تداولها أو السوق التي تتداول فيها. يقصد به عدم الاكتفاء بشكل واحد من الأوراق المالية كالأسهم والسندات فقط بل الجمع بين هذا وذاك. فيتم بناء التشكيلة من صكوك ذات دخل متغير كالأسهم، وصكوك ذات دخل ثابت كالسندات. يمكن هذا التنوع من تحقيق الأمن للمحفظة.

التنوع القطاعي: يقصد به توزيع صكوك المحفظة بين مختلف القطاعات الاقتصادية الاستثمارية للتصدي للنتائج السلبية للتمركز في قطاع اقتصادي واحد أو قطاعات محدودة. يستعين مدير الاستثمار في هذا التنوع بالمبدأ الاقتصادي القائل بأن رد فعل القطاعات الاقتصادية يختلف تبعاً للدورات الاقتصادية، فكل قطاع اقتصادي يمر بدورة تضم فترتين هما فترة الخطورة وفترة الرفاهية، وعليه فإن التنوع القطاعي يضمن للمستثمر الاستفادة من فترة الرفاهية التي يمر بها قطاع معين وإن كان بالمقابل يتضرر من المخاطر التي تصيب قطاع آخر، لذا جرى العرف على تركيز مدير الاستثمار على التنوع القطاعي أكثر من التنوع القانوني.

التنوع الجغرافي: Répartition géographique des risques يقصد به عدم اقتصر المحفظة على أوراق صادرة من منطقة واحدة سواء داخل دولة واحدة أو خارجها، خاصة مع تفتح البورصات على البورصات العالمية. يسمح هذا التنوع من تخفيف أثر المخاطر الناجمة من الاستثمارات في الأوراق المالية والتقليل من مخاطر الأزمات المالية التي قد تعصف ببعض البورصات من جهة، ومن جهة أخرى الاستفادة من العوائد المالية الكبيرة التي تحققها بورصات أخرى. ومع ذلك يتصف هذا التنوع بالصعوبة المقترنة بالظروف الاقتصادية لكل دولة والتي يصعب التكهّن بها.

لتفصيل أكثر طاحون نصر علي أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 352 - 360.

كذلك الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص

ب- 2 - أهداف تكوين المحفظة: تحديد الهدف من تكوين محفظة القيم المنقولة، من بين أهم إستراتيجيات الاستثمار في البورصة. يشترك جميع المستثمرين في هدف أساسي هو تعظيم العائد وتخفيض المخاطر. مع ذلك يملك كل مستثمر أهدافه الخاصة به، أهداف قد تتعارض مع الأهداف العامة الأساسية. إذا كان التعارض بين الأهداف حقيقة لا سبيل لتجنبها، يصبح لازماً على المستثمر أن يحقق قدراً من التوازن بين تلك الأهداف بما يتماشى مع ظروفه الشخصية، فالمستثمر الذي لا يرغب في التعرض لقدر كبير من المخاطر يمكنه أن يشكل محفظة تتكون من أسهم وسندات، وقد يضيف إليها سندات الخزينة، وأسهم ممتازة بدلاً من الأسهم العادية⁽¹⁾. تنسم مثل هذه المحفظة بمحدودية مخاطرها، كما أن وجود سندات الخزينة يوفر لها قدراً عالياً من السيولة⁽²⁾.

ج - أنواع المحافظ:

تتفرّع المحافظ تبعاً لمحتوياتها إلى محافظ شاملة ومتخصصة، ثم تبعاً لمرونتها إلى محافظ جامدة ومحافظ شبه جامدة ومحافظ مرنة.

ج- 1 - المحافظ الشاملة والمحافظ المتخصصة: تحتوي المحافظ الشاملة على أوراق مالية متعدّدة، ومتنوّعة قانونياً، جغرافياً واقتصادياً، دون أن تقتصر على منطقة واحدة ولا سوق واحدة ولا على نشاط اقتصادي واحد. تحقق مثل هذه المحافظ الأمن والطمأنينة لأصحابها نظراً لانخفاض درجة الخطر فيها، إلا أن تكلفتها المادية عالية جداً لما يتطلبه تكوينها من خبراء كثر واستشارات عدة. تقتصر المحافظ المتخصصة على الأسهم دون السندات أو العكس، وقد تقتصر على قطاع اقتصادي محدد دون غيره. مثل هذه المحفظة أقل تكلفة من سابقتها لكنها أكثر خطورة⁽³⁾.

ج- 2 - المحافظ المرنة والمحافظ الجامدة: تعتبر المحفظة ذات تكوين مرن composition flexible إذا كانت تخضع في تكوينها لقواعد مرنة. تكون لإدارة الشركة سلطة معتبرة في تكوينها من قائمتين تصنّفها بين قائمة أصلية وأخرى ثانوية⁽⁴⁾، لاستبعاد

1 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 424.

2 - صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 145.

3 - طاحون نصر علي أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 348.

4 - يقصد بالقائمة الأصلية La liste principale، تلك القائمة التي تجمع فيها شركة الاستثمار مجموعة من القيم التي تعتبرها أكثر ربحاً وأقل خطورة. أمّا القائمة الاحتياطية أو الثانوية La liste secondaire، هي التي تحتوي على مجموعة من القيم التي يجوز للشركة اللجوء إليها في حالة عدم توافر تلك التي وضعتها في القائمة الأصلية وذلك بغرض ضمان حركيّة المحفظة وتقادي كسادها.

الرديئة منها والتركيز على الجيدة، منتهزة الفرص في تعظيم الثروة. يعاب على هذه المحفظة أنها تطلق العنان لشركة الإدارة في تكوين المحفظة دون أية ضمانات لحماية المستثمر. أما المحفظة ذات التكوين الجامد هي تلك المحفظة التي تلتزم فيها الشركة بموجب عقد أبرمته مع صاحب المحفظة بنوع محدد من القيم المنقولة دون غيرها. من إيجابيات هذا النوع من المحافظ وجود رقابة مسبقة على شركة الإدارة مما يعزز من تأمين المستثمرين ضد المخاطر.

يمكن المزج بين مزايا كلا النوعين المرن والثابت عن طريق نوع آخر من المحافظ هي المحافظ ذات التكوين الشبه ثابت composition semi fixe. تتمثل في وجود تحديد مسبق لقائمة يجب الاستثمار فيها مع ترك مجال لتدخل الشركة في اختيار الأنسب للمحفظة⁽¹⁾.

د - إدارة محفظة القيم المنقولة:

تتخذ إدارة المحفظة عدّة أشكال، تختلف باختلاف اختيارات المستثمر ودرجة وعيه وخبرته في هذا النشاط. فإذا توفّر فيه الوعي والخبرة اختار شكل الإدارة الفردية التي يتولاها وسيط في عمليات البورصة، وإذا قلّ أو انعدم لديه هذا الوعي والخبرة، لجأ إلى نظام الإدارة الجماعية المشتركة عن طريق الهيئات الجماعية للتوظيف⁽²⁾. يتمحور نشاط إدارة المحفظة في عمليات أساسية، هي بيع وشراء القيم المنقولة أو الاحتفاظ بها لبعض الوقت أو استبدالها بقيم أخرى، بما يتحقق معه تعظيم ثروة المحفظة وتقليل المخاطر فيها. تحتاج الإدارة إلى تسطير سياسة استثمارية محكمة تتخذ على أساسها القرارات الرائدة بالبيع أو الشراء.

يعرف البعض نشاط إدارة محفظة الأوراق المالية تعريفا تقنيا معمّقا، فالإدارة في نظرهم تتمثل في عملية مراجعة الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة لإحلال استثمارات جديدة محلّ استثمارات قديمة⁽³⁾. يتمّ التصرف فيها بالبيع لإعادة تشكيل وتنويع استثمارات المحفظة. أمّا الأستاذ طاحون فيعرف نشاط إدارة محفظة القيم المنقولة، بذلك العمل الفني الذي يقوم به الخبراء المتخصصون، مفاده ضمّ صكوك جديدة للمحفظة عن طريق الاكتتاب، أو اقتناء قيم سبق التعامل فيها عن طريق التداول، أو التخلص من قيم كانت تشمل عليها المحفظة لعدم

1 - طاحون نصر علي أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 348 - 349.

2 - MASMOUDI M'hamed Ali, La gestion individuelle de portefeuille, mémoire en vue de l'obtention de diplôme magister en droit économique des affaires. Facultés des sciences Juridiques et sociales de Tunis (Tunis II) 1994 - 1995, p 4.

ESSOMBIE-MOUSSIO Jean-Jacques, « La gestion collective de portefeuille », op.cit, p 6.

3 - HAMEL (J) , Traité du droit commercial. Editions Dalloz, Paris, 1996, p 21.

مردوديتها. يتم ذلك وفقا لدراسات تحليلية مسبقة للقيم وللنشاط الاقتصادي المعني والسوق إجمالاً وفق لسياسة استثمارية⁽¹⁾.

د - 1 - تحديد السياسة الاستثمارية للشركة: يقصد بالسياسة الاستثمارية للشركة قدرتها على التوفيق بين العائد المتولد والمخاطر المحتملة⁽²⁾. بوضع منهج تسعى فيه إلى تحقيق أعلى عائد بأقل مخاطر، وذلك في ظل رقابة صارمة على الأخطار المرتبطة بها عن طريق استخدامها لعدد من الاستراتيجيات المالية المناسبة لدراسة السوق، اعتماداً على تحليل المعلومات المتاحة بأسلوب علمي مدروس. علاوة على ذلك تضع الشركة نصب عينيها هدف آخر، هو توفير السيولة النقدية لمواجهة التزامات المحفظة.

د - 2 - ضوابط إدارة محافظ الأوراق المالية: تلتزم شركة الاستثمار في ممارستها لنشاط تسيير إدارة محافظ الأوراق المالية، باحترام بعض الضوابط الفنية والقانونية المتعلقة بالإدارة.

♦ **الضوابط الفنية:** هي تلك القواعد والتقنيات المتعارف عليها في ممارسة مثل النشاط والتي على الشركة إتباعها وإتقانها. تشكل هذه القواعد مجموعة من أساليب التسيير والإدارة، يذكر منها باختصار:

أسلوب الموازنات *Méthode d'arbitrage*، يوازن فيها الميسر الظروف الاقتصادية جملة وتفصيلاً لمعرفة متى يبيع ومتى يشتري. أو الأساليب الذاتية الآلية والعرضية *Méthodes automatiques et Méthodes symptomatiques*، التي تهتم فقط

1 - طاحون نصر علي أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 364.

2 - بما أن السياسة الاستثمارية تقوم على العائد المتولد والمخاطر فيجدر شرح المقصود بكليهما.

- **العائد المتولد:** هو المتوقع الحسابي للفائدة المتوقعة أو متوسط المردودية. يقاس هذا الأخير انطلاقاً من تحليل ربحية الأوراق المالية المكونة للمحفظة وتحليل كيفية نمو هذه الربحية.

- **المخاطر:** فهي التطورات والتقلبات المتوقعة للأسعار والتي تؤثر في العائد. بمفهوم آخر المخاطر هي نسبة احتمال وقوع الخسارة. وتختلف هذه المخاطر من مخاطر سياسة اقتصادية، داخلية، وخارجية.

- **تنازع العوائد والمخاطر:** هي العلاقة التي تربط المفهومين، ويرى أهل الاقتصاد أنها علاقة طردية، فكلما زادت التوقعات بالعوائد زادت معها التوقعات بالمخاطر. من هنا تختلف السياسة الاستثمارية من شركة إلى أخرى بحسب رغبتها وقدرها على المغامرة والمجازفة.

لتفصيل أكثر في كل من هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 195 - 216.

وطاحون نصر علي أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 365 - 375.

بالأسعار داخل البورصة والمؤشرات المالية⁽¹⁾.

♦ **الضوابط القانونية:** هي مجموعة الحقوق والالتزامات التي تترتب على طرفي عقد إدارة وتسيير محفظة القيم المنقولة، وهما المدخر من جهة وشركة الاستثمار من جهة أخرى⁽²⁾.

ثانياً - أركان عقد إدارة محفظة القيم المنقولة :

يبرم عقد إدارة محفظة القيم المنقولة بين الزبون صاحب المحفظة، والوسيط المهني القائم بالإدارة. يلتزم بموجبه كل طرف تجاه الآخر بالتزامات يتضمنها العقد. عقد ينعقد باجتماع الشروط العامة لكل العقود والشروط الخاصة بعقد الإدارة.

أ- الشروط العامة لانعقاد العقد:

أ- 1 - **التراضي لإنشاء عقد إدارة محفظة القيم المنقولة:** يعتبر التراضي الركن الأول والأساسي لإبرام عقد إدارة المحفظة. يتفق بموجبه المدير المهني مع الزبون على جميع العناصر الجوهرية والثانوية للعقد ، بما فيها أسلوب الإدارة، التزامات وحقوق أطراف العقد ومسؤولياتهم.

أ- 2 - **محل العقد:** كيف محل الالتزام في عقد إدارة محفظة القيم المنقولة بالالتزام الإيجابي، وهو الالتزام بالقيام بعمل. هو التزام بسيط ذو محل واحد يتمثل في خدمة الإدارة التي يقدمها المدير المسير للزبون لقاء مقابل محدد مسبقاً هو الأجر أو العمولة، التي يلتزم بدفعها الزبون للمدير. يجب على الزبون أن يوضح للمسير بدقة نمط تسيير محفظته المالية، ويحدد له الأهداف الاستثمارية التي يسعى إلى تحقيقها من وراء هذه المحفظة، والحد الأقصى للمخاطر التي يقدر على تحملها، لتتمكن الشركة المديرة من وضع الإستراتيجية اللازمة لتسيير كل محفظة⁽³⁾.

1 - لتفاصيل أكثر طاحون نصر علي أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 379. هناك من يضيف إلى هذه الأساليب استراتيجيات أخرى، كالاستراتيجيات الهجومية وأخرى دفاعية. في ذلك هويشار معروف كاكّا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للطباعة والنشر، عمان، 2003، ص ص 224 - 225.

2 - محمود مصطفى حسن محمد، النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 37.
ESSOMBIE-MOUSSIO Jean-Jacques, « La gestion de portefeuille », op.cit, pp 21 - 55.
3 - أصدرت لجنة البورصة الفرنسية COB اللائحة رقم 04/89 وأتبعها بالقرار المؤرخ في 10 يناير 1990، المتضمن كيفية تطبيق اللائحة السابقة الذكر، والذي تضمن نموذجان لعقد وكالة إدارة المحفظة. الأول خاص بقواعد الحيلة والحذر في التسيير، والثاني بكيفية الإدارة.

le bulletin mensuel de la COB n° 231 décembre 1989.

أ- 3 - السبب في عقد إدارة محفظة الأوراق المالية: يعتبر عقد إدارة محفظة الأوراق المالية من عقود المعاوضة، وعليه فإن سبب التزام كل متعاقد هو التزام المتعاقد الآخر. فسبب التزام شركة الإدارة بإدارة المحفظة هو التزام الزبون بدفع العمولة، وإذا لم يلتزم هذا الأخير بدفع العمولة كان العقد باطلا لانعدام السبب⁽¹⁾.

أ- 4 - الشكلية في عقد إدارة المحفظة: اختلف الفقه والقضاء في مدى اعتبار عقد إدارة المحفظة عقد شكلي أم رضائي. فقد اشترطت أغلب التشريعات كتابة اتفاقية الإدارة المبرمة بين المدير المسير والزبون، لكن ذلك غير كافي لاعتبار العقد عقداً شكلياً. فوصف عقد الإدارة بالعقد الشكلي يجعل الشكلية كركن لانعقاده تحت طائلة البطلان المطلق. في حين أن اعتباره عقداً رضائياً يجعل من الكتابة شرطاً للإثبات وليس لانعقاد، وعليه يصح العقد دون إفراغه في شكل معين، على أن تبرم اتفاقية بذلك لاحقاً لإثبات العقد لا غير.

اشترط المشرع الفرنسي إبرام اتفاقية بين الزبون والمهني لإدارة محفظة القيم المنقولة وذلك بموجب المادة L533-10 من التقنين النقدي والمالي⁽²⁾، وكذلك فعلت لجنة البورصة الفرنسية في المادة 21 من نظامها رقم 96-03⁽³⁾. جاء هذان النصان تطبيقاً للمادة 20 من

= l'instruction N° 2005-10 du 1er décembre 2005 relative au mandat d'administration d'instruments financiers nominatifs. aussi l'instruction AMF n° 2007-02 Services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres.

1 - مثلما حدث في قضية شركة كانت على قيد التصفية، فأبرمت اتفاقية مع مهني للإدارة المالية بموجبه يساعد المهني الشركة بالاستشارة وتقديم النصيحة مجاناً لمدة عامين قصد مساعدتها على النهوض بمركزها المالي. لكن فيما بعد طالب المهني الشركة بأتعابه عن طريق القضاء. رفضت المحكمة طلبه وحكمت عليه برد ما قد قبضه من أتعاب نتيجة إبطال العقد المبرم بينه والشركة لانعدام السبب. حكم أيديته محكمة النقض الفرنسية في قسمها التجاري بتاريخ 30 جوان 1987.

Commentaire sur la décision in Gazette de Palais du 23-24 Septembre 1987, p 12.

2 - Article L533-10 du code monétaire et financier : « Les prestataires de service d'investissement et notamment les sociétés de gestion de portefeuille ; ne peuvent assurer la gestion de portefeuille pour le compte de tiers qu'en vertu d'une convention écrite ».

3 - Article 21 du règlement n° 96-03 de la COB.

« Toute gestion individuelle de portefeuille doit donner lieu à l'établissement préalable d'une convention écrite. Les mandats de gestion de portefeuille font l'objet d'une convention rédigée en deux exemplaires signés pour approbation par le mandant, et pour acceptation par le mandataire ».

انتهجت سلطة السوق المالية الفرنسية النهج نفسه في تعليمتها:

Instruction AMF n° 2008-03 relative aux procédures d'agrément et le programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des prestataires de services d'investissement exerçant le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers ou de conseil en investissement.

القانون المؤرخ في 22 جانفي 1988⁽¹⁾.

لم يتطرق المشرع الفرنسي ولجنة البورصة الفرنسية إلى جزاء تخلف شرط الكتابة في اتفاقية إدارة محفظة القيم المنقولة، كما فعل بشأن الاتفاقية المبرمة في تسيير عمليات السوق الآجلة (Les conventions sur les marchés à terme)⁽²⁾. مما دفع ببعض الفقه إلى اعتبار شرط الكتابة شرط للإثبات وليس للانقضاء، الهدف منه هو حماية الأطراف خاصة المستثمر⁽³⁾. أكدت محكمة النقض الفرنسية على هذا الموقف في قرارها الصادر في 10 ماي 1994، بقبولها إثبات اتفاقية تسيير محفظة القيم المنقولة بوسائل إثبات أخرى⁽⁴⁾.

حددت لجنة البورصة الفرنسية في نظامها رقم 02/96 البيانات الضرورية التي يجب أن تتضمنها اتفاقية تسيير المحفظة. تطبيقاً لهذا النظام وضع المهنيون نموذجاً لاتفاقية تسيير المحفظة يقترحونه على الزبون مباشرة للتوقيع عليه. أثار وضع نموذج معد مسبقاً للاتفاقية جدلاً في أو ساط الفقه، من حيث مدى اعتبار العقد المبرم بين المهني والزبون عقد إذعان. جدل انتهى باستبعاد وصف عقد تسيير المحفظة بعقد إذعان، لأن الغاية من وضع نموذج مسبق للاتفاقية هو سرعة إتمام العقد. نظراً لما تتطلبه عمليات البورصة من سرعة في اتخاذ القرارات وتنفيذها من جهة، ومن جهة ثانية، فإن المهني له من الخبرة ما يمكنه من صياغة الاتفاقية بالشكل الذي يجعلها تستجيب لجميع متطلبات النشاط⁽⁵⁾. احتفظت لجنة السوق المالية الفرنسية

1 - يرجع سبب اشتراط المشرع الفرنسي لكتابة اتفاقية تسيير محفظة القيم المنقولة وكيفية تسييرها، إلى ما خلفته الأزمة المالية العالمية لسنة 1987. إذ بالغ الوسطاء في المغامرة في تسيير محفظة الزبائن رغم المخاطر الكبيرة، وذلك قصد تحقيق أرباح كبيرة وسريعة، لكن الذي حدث هو خسارة أسرع وأكبر. نظراً لعدم كتابة الاتفاقية بين المسير والزبون آنذاك، فلم يستطع المتضررون الرجوع على المسيرين لتحمل مسؤولية سوء التسيير.

MASMOUDI M'hamed Ali, La gestion individuelle de portefeuille, op.cit, 1995, p27.

2 - إنصت المادة 06 من القانون رقم 1158/87 المؤرخ في 31 ديسمبر 1987 على بطلان كل اتفاقية غير كتابية تبرم بشأن المعاملات المنجزة في السوق الآجلة.

STORCK Michel ; « Société de gestion de portefeuille », Juris -classeur, banque - crédit - bourse, fascicule n°2210, mis à jour le 12 avril 2002, p12

3 - Pour monsieur M.L.MARTIN « Il ne s'agit pas d'une condition de validité dont la sanction serait la nullité du contrat, car on ne peut annuler sans texte, donc il ne peut s'agir que d'une condition de preuve ... ».

MARTIN .L.M, Banque et bourse, Editions Montchrestien, troisième édition, Paris, 1991, p 713.

4 - استعانت المحكمة لإثبات هذه الاتفاقية بالمراسلات التي تبادلها الطرفان، واعتبرتها وسيلة إثبات كتابية لإثبات وجود عقد تسيير محفظة القيم المنقولة. يمكن مراجعة منطوق هذا الحكم في:

Bulletin Jolly Bourse -jurisprudence, 1994, p 386.

5 - محمود مصطفى حسن محمد، النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص 47-48.

بالموقف نفسها، فأصدرت تعليمة تتضمن البيانات الجوهرية التي يجب أن تتضمنها اتفاقية إدارة القيم المنقولة⁽¹⁾.

ألزم المشرع الجزائري أطراف عقد إدارة محفظة الأوراق المالية بتحرير اتفاقية كتابية، وجعل العلاقة التي تربط الوسيط بزبونه علاقة عقدية. يتجسد هذا العقد في اتفاقية تبرم بين الوسيط وزبونه، سمتها اللجنة باتفاقية فتح الحساب، تم تنظيمها في كل من النظام رقم 05/97⁽²⁾ والتعليمية رقم 02/98⁽³⁾ والتعليمية رقم 01/99⁽⁴⁾.

تحرر اتفاقية فتح الحساب حسب النموذج الذي حددته اللجنة في التعليمتين السابقتين، تتضمن بيانات إجبارية⁽⁵⁾ وبنود تحدد حقوق والتزامات كل طرف وكيفية تسيير هذا الحساب، وكيفية تنفيذ أوامر الزبون على أحسن وجه. بموجب هذه الاتفاقية تحدد البيانات الأساسية للزبون وهويته، التي يلتزم الوسيط بالتحقق منها عند تلقيه لأي أمر من هذا الزبون.

يتفادى الوسيط بذلك خطر التزوير أو تنفيذ أوامر لأشخاص مستعارة بهدف الإضرار بالسوق أو بمصالح المستثمرين. وإذا فوض الزبون صلاحية إصدار الأوامر لشخص آخر يجب أن يحدد بدقة في هذه اتفاقية ويلتزم الوسيط بالتحقق من هويته، أما إذا كان الزبون شخص معنوي فيجب أن يحدد في الاتفاقية ممثله الذي له صلاحية إصدار الأوامر⁽⁶⁾، يسأل الوسيط في

1 - Instruction n° 2005-10 du 1er décembre 2005, relative au mandat d'administration d'instruments financiers nominatif

2 - النظام رقم 05/97 المؤرخ في 25 نوفمبر 1997، المتعلق باتفاقيات الحساب بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم، الجريدة الرسمية عدد 87، الصادر في 29 ديسمبر 1997.

3 - تعليمة اللجنة رقم 02/98 المؤرخة في 10 ماي 1998، المتعلقة بنموذج اتفاقية فتح الحساب بين الوسيط وزبائنه.

4 - تعليمة اللجنة رقم 01/99 المؤرخة في 03 مارس 1999، المتعلقة بنموذج اتفاقية فتح الحساب.

5 - تنص المادة 4 من النظام رقم 05/97 على ما يلي: « يجب على اتفاقية فتح الحساب أن تحتوي على البنود التالية:

- هوية ومؤهلات الأشخاص المرخص لهم بتسيير الحساب خارج عن صاحبه أو أصحابه.

- قدرات وسلطات الأفراد المرخص لهم بتسيير هذا الحساب بعيدا عن مالكه أو ملاكه.

- وسائل إيصال الأوامر، وسيط العمليات في البورصة المرخص له إمكانية طلب الأمر الكتابي في أي وقت.

- صفات الوسيط (سمسار أو أي متدخل لحسابه) والتي بموجبها يمكن له أن ينفذ كل أو بعض من أوامر الزبون.

- طرق إعلام الزبون المتعلقة بالعمليات المبرمة وكذا دورية هذه المعلومات.

- طرق فض النزاعات ».

6 - المواد 17 و18 من النظام رقم 03/96، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم. كذلك المادة 3 من التعليمية رقم 02/98 السابقة الذكر.

حالة عدم تحققه من صفة وأهلية الأمر مسؤولية قائمة على أساس الخطأ الجسيم⁽¹⁾، تمضي وثيقة طلب فتح الحساب من طرف الزبون وترفق بالاتفاقية وتعتبر جزءاً منها، تلخص تلك الوثيقة كافة المعلومات الإدارية المتعلقة بصاحب أو أصحاب الحساب. تحرر هذه الاتفاقية في نسختين، تُمضى من طرف الوسيط وزبونه، وتحفظ نسخة من طرف الوسيط في عمليات البورصة وتسلم الأخرى إلى الزبون⁽²⁾. يؤدي فتح الحساب إلى إيداع الزبون لدى الوسيط لأوراقه المالية التي يريد استثمارها وإدارتها وأموال كافية لإتمام هذه الإدارة ولشراء الأوراق المالية المناسبة عند الحاجة.

ب - الشروط الخاصة بعقد إدارة محفظة الأوراق المالية:

تتعلق هذه الشروط بطرفي العقد وهما الزبون والمهني أي شركة إدارة محفظة القيم المنقولة المتمثلة في التشريع الجزائري في كل من الوسيط وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة⁽³⁾. أما الزبون فيشترط فيه أن يتمتع بأهلية التعاقد كي يتمكن من إبرام اتفاقية إدارة المحفظة مع المهني.

ثار جدل فقهي حول قدرة القاصر على إبرام اتفاقية إدارة المحفظة بنفسه أو عن طريق وليه⁽⁴⁾، إذ يقر غالبية الفقه بحق ولي القاصر في إبرام الاتفاقية مع المهني باسم ولحساب القاصر على أن تكون بنود الاتفاقية واضحة ومحددة لمجالات تدخل المهني. يجب أن تتضمن هذه الاتفاقية شروطاً إضافية خاصة لا يتضمنها العقد النموذجي الذي تعرضه شركة الإدارة على كل زبائنها. غاية ذلك هي تقرير حماية إضافية لمصالح القاصر، والتقليل من المخاطر التي قد يتعرض لها.

الفرع الثاني

أحكام عقد إدارة محفظة القيم المنقولة

ينبثق عن عقد إدارة محفظة القيم المنقولة مجموعة من الحقوق والالتزامات التي تحكم أطراف العلاقة. يجب تحديد هذه الحقوق والالتزامات بدقة، كي يكون كلا الطرفين على علم

1 - آيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة...، مرجع سابق، ص 115.

2 - المادة 6 من النظام رقم 05/97 السابق الذكر، كما جاء به نموذج اتفاقية فتح الحساب الملحق بالتعليمية رقم 01/99 السابقة الذكر.

3 - لا داع لإعادة ذكر الشروط الخاصة بهما نظراً لدراستها في الفصل الثاني من الباب الأول من الرسالة.

4 - لمزيد من التفاصيل حول حق القاصر في إبرام اتفاقية تسيير محفظة القيم المنقولة

محمود مصطفى حسن محمد، النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 136-143

بها، ويتمكن كل طرف من المطالبة بحقوقه، وتحدد مسؤولية كل طرف عند إخلاله بالتزاماته. تدرس هذه الأحكام بالقياس إلى القواعد العامة في نظرية العقد التي تضمنها القانون المدني، وإلى الأحكام الناشئة عن عقد الوساطة بصفة عامة، نظراً للطبيعة الخاصة والمعقدة لعقد إدارة محفظة القيم، ينشأ عنه التزامات خاصة على عاتق الشركة المديرة (أولاً)، ويكسبها حقوقاً (ثانياً).

أولاً - التزامات الشركة المديرة:

يرتبط الوسيط في عمليات البورصة عند إدارته لمحفظة القيم المنقولة بنوعين من العلاقات، علاقة تربطه بالزبون الذي يدير له محفظته أو ينفذ أوامره. وعلاقة تربطه بسلطة ضبط السوق المالية ألا وهي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التي تبدأ بمنح الاعتماد للوسيط وتستمر بمراقبته أثناء ممارسته لنشاطه، في مدى احترامه للنصوص التشريعية والتنظيمية. مناط ذلك هو الحفاظ على السير الحسن للعمليات في السوق، وعلى أمن وسلامة المستثمرين. هاتان العلاقتان ترتبان نوعان من الالتزامات، أحدهما التزامات اتجاه الزبون والأخرى التزامات تجاه اللجنة.

أ- التزامات المسير تجاه الزبون:

أ - 1 - الالتزام بحسن تنفيذ أوامر الزبون: يؤدي الوسيط هذا الالتزام على أحسن وجه بالتحقق من هوية العملاء وأهليتهم، ثم التحقق من وجود وصحة الأوامر. بعد التحقق من صحتها على الوسيط التقيد بها وعدم الخروج عن الحدود التي رسمها الزبون. لا يكفي أن يبذل الوسيط عناية عادية أثناء تنفيذ هذه الالتزامات إنما عليه الالتزام بتحقيق نتيجة ألا وهي ضمان تنفيذ العملية. وعليه سيتم التطرق بشيء من التفصيل إلى هذه الالتزامات الفرعية.

♦ **التحقق من هوية العملاء وأهليتهم:** ينبثق هذا الالتزام من اتفاقية فتح الحساب التي يبرمها الوسيط مع زبونه، والتي سبق وأن حدد فيها هويته وهوية كل من يخول له الزبون صلاحية إصدار الأوامر لحسابه. وعليه يلتزم الوسيط من التحقق من مطابقة بيانات الأمر أو من ينوبه مع البيانات المودعة لديه بموجب اتفاقية فتح الحساب، ولا يكتفي الوسيط بالتأكد من هوية الزبون بل عليه التأكد من أهليته حتى لا تتعرض الصفقة للبطلان⁽¹⁾. للوسيط القدرة على التحقق من هوية العميل عن طريق مقارنة هذه البيانات، والتي سبق للأمر تقديمها أثناء إبرام اتفاقية فتح الحساب⁽²⁾.

1 - في ذلك آيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة...، مرجع سابق، ص 99.

2 - حيث أن الاتفاقية المبرمة بين الوسيط وزبونه تتضمن بيانات خاصة تسمح له بالثبوت من صحة ما يتضمنه الأمر الموجه للوسيط. وردت هذه البيانات في المادة الثانية من التعليم رقم 01/99، السابقة الذكر.

♦ **التحقق من صحة الأوامر:** أوامر البورصة هي تعليمات يقدمها الزبون إلى وسيطه أو يبادر إليها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل⁽¹⁾. على الزبون أن يرسل أوامره إلى الوسيط الذي أبرم معه اتفاقية فتح الحساب وفقا للنموذج والشروط التي تضمنتها هذه الأخيرة، مع احترام البيانات الأساسية التي يجب أن يتضمنها الأمر والتي حددتها اللجنة في المادة 92 من النظام رقم 03/97⁽²⁾.

يتم إرسال الأمر إلى الوسيط بأية وسيلة، فإذا كان الأمر كتابيا، وجب كتابته طبقا لنموذج الأمر المستعمل من طرف الوسيط على أن يوقع من قبل الأمر وأن يكون هذا النموذج معتمد من قبل اللجنة. أما في حالة إرسال الأمر بواسطة الهاتف، يجب على الأمر تأكيد إرسال الأمر كتابيا⁽³⁾. يسجل الوسيط كل أمر مرسل إليه من الأمر، تاريخه ساعته بمجرد استلامه وذلك وفقا لمقرر تصدره ش.إ.ب.ق. كما يجب عليه أن يتعجل في تقديم الأوامر إلى السوق، أي يقدمها في حصة التسعيرة المقبلة⁽⁴⁾.

= Art 2 « A l'ouverture d'un compte, l'intermédiaire en opération de bourse remplit un formulaire qui contient notamment les renseignements suivants :

- Le nom, l'adresse et le numéro de téléphone de client.
- Lieu et date de naissance.
- La fonction du client, le nom, l'adresse et le numéro de téléphone de son employeur.
- Le mode d'établissement du premier contact (publicité, rencontre personnelle, recommandation, appel téléphonique ou visite au bureau.
- Le genre de compte.
- Les objectifs de placement du client et son degré de connaissance en matière d'investissement.
- Le revenu annuel du client.
- Le numéro d'un compte de banque /CCP.
- Le nom et la signature de toute personne autorisée à donner des ordres pour son compte.
- La signature de l'intermédiaire en opération de bourse et du client ».

1 - المادة 89 من النظام رقم 03/97، السابق ذكره.

2 - « يجب أن يتضمن كل أمر من أوامر البورصة البيانات الآتية:

- بيان اتجاه العملية (شراء أو بيع).

- تعيين القيمة محل التداول أو خصائصها.

- عدد السندات المزمع تداولها.

- إشارة أو حد السعر.

- مدة صلاحية الأمر.

- مراجع صاحب الأمر.

وبصفة عامة كل البيانات اللازمة لحسن تنفيذه. ويمكن لشركة ش.إ.ب.ق أن تشترط أي بيان تكميلي ضروري

لمعالجة الأوامر».

3 - المواد 96 و 97 من النظام رقم 03/97 السابق الذكر.

4 - المادة 98 من النظام رقم 03/97 السابق الذكر.

♦ **ضمان تنفيذ العملية:** لا يقتصر دور الوسيط على التوسط في إبرام الصفقة باسمه الشخصي ولحساب العميل، إنّما عليه أن يضمن لعميله تنفيذ هذه العملية من جهته ومن جهة الطرف الثاني في الصفقة، علماً أن العميل لا تربط أية علاقة قانونية بالطرف الثاني⁽¹⁾. كون الوسيط ضامناً لتنفيذ العملية، فهو مسؤول في مواجهة عميله عن عدم تنفيذها أو تنفيذها بشكل يخالف ما تمّ الاتفاق عليه⁽²⁾. لكن ماذا إن عجز الوسيط عن تنفيذ العملية على أحسن وجه لسبب عدم كفاية رصيده أو بسبب ضياع السندات؟

تصدت المادة 64 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 لهذا الاحتمال بإنشاء صندوق الضمان، وقد نصّت على ما يلي: « ينشأ صندوق قصد ضمان التزامات الوسطاء في عمليات البورصة حيال زبائنهم، ويموّن بمساهمات إجبارية يقدمها الوسطاء في عمليات البورصة وبحاصل الغرامات المنصوص عليها في المادة 55 أعلاه ... ».

تأسس هذا الصندوق وحددت القواعد المنظمة له بموجب النظام رقم 03/04⁽³⁾، أما عن التزامات الوسطاء التي يشملها هذا الضمان فقد نصت المادة 3 من هذا النظام على ما يلي: « تتعلق الالتزامات التي يغطيها الصندوق برد السندات والأموال التي يحوزها الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم ماسكي الحسابات إلى المستثمرين، عندما تكون متصلة بالنشاطات المنصوص عليها في المادة 7 من المرسوم التشريعي رقم 10/03 المؤرخ في 23 مايو 1993 المعدل والمتمم والمذكور أعلاه، ولا تكون مندرجة ضمن مجال تطبيق ضمان الودائع المصرفية المؤسس بموجب المادة 118 من الأمر رقم 11/03 المؤرخ في 26 أوت 2003 ... ».

يتعين على الوسيط في عمليات البورصة - ماسك الحساب الحافظ - أن يدفع إلى صندوق الضمان، كلّ ستة أشهر اشتراكاً يحتسب على أساس وضعية الزبون من حيث النقود والسندات⁽⁴⁾.

- 1 - في ذلك آيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة...، مرجع سابق، ص 102.
- 2 - تنص المادة 14 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، المتعلق ببورصة القيم المنقولة على ما يلي: « يعد الوسطاء في عمليات البورصة مسؤولين حيال أمريهم بالسحب وتسليم القيم المنقولة المتفاوض بشأنها في السوق ودفعها ».
- 3 - النظام رقم 03/04 المؤرخ في 9 سبتمبر 2004، المتعلق بصندوق الضمان، الجريدة الرسمية عدد 22، الصادر في 27 مارس 2005. وقد نصّت المادة الثانية من هذا النظام على ما يلي: « يوجه صندوق الضمان الذي ينشأ في شكل حساب مصرفي تسييره لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التي تدعى في صلب النص "اللجنة لضمان التزامات الوسطاء في عمليات البورصة حيال زبائنهم ... ».
- 4 - المادة 3 من النظام رقم 03/04، المتعلق بصندوق الضمان السابق ذكره.

يدخل في التزام الوسيط تنفيذ العملية بأحسن وجه ووفقا لما يطلبه العميل منه، وهذا ما نصّت عليه المادة 31 من النظام رقم 03/96⁽¹⁾. وفي هذا الصدد أثار الفقه إشكالية تتمثل في مدى صحة الصفقات التي يعقدها الوسيط باسمه ولحساب زبونه إذا ما خرج هذا الأخير عن حدود أوامره من جهة، ومن جهة أخرى، هل يجوز للوسيط رفض تنفيذ أمر العميل إذا رأى أنه ليس في مصلحته؟

أجاب البعض عن هذا التساؤل بالنظر إلى طبيعة علاقة الوسيط بزبونه، فإذا لم يكن بصدد وكالة تسيير محفظة القيم المنقولة، فليس له رفض تنفيذ أوامر العميل والخروج عن الحدود التي رسمها هذا الأخير⁽²⁾. ذلك تطبيقا للقواعد العامة التي تقضي بعدم سريان تصرفات النائب الذي يخرج عن حدود نيابته في ذمة الأصيل، مع مراعاة بعض الاستثناءات⁽³⁾. مع ذلك فإنّ الوسيط غير ملزم بتنفيذ كلّ الأوامر التي تصدر إليه من أي زبون، ذلك أن الوكالة من العقود القائمة على الاعتبار الشخصي، فقد يكون لدى الوسيط تحفظات على العميل وعلى سمعته أو مصدر أمواله، أو رأى أن العملية تنطوي على مخاطرة كبيرة بالنسبة له⁽⁴⁾.

أ - 2 - الالتزام بإعلام الزبون: يتضمن هذا الالتزام شقان، أحدهما هو إعلام الزبون قبل التعاقد أي قبل إبرام اتفاقية فتح الحساب أو بعد إبرام الاتفاقية، لكن قبل إيداء أوامر البورصة. أما الشق الثاني فهو التزام الوسيط بإعلام زبونه بعد تنفيذ أوامر البورصة وتقديم الحسابات وكلّ التفاصيل عن العملية.

يقترن الالتزام قبل التعاقد غالبا بالالتزام بالنصيحة، مما دفع بعض الفقه إلى القول بانصهار الالتزامين في التزام واحد. حينما يعلم الوسيط زبونه بأنظمة السوق، العمليات التي يمكن إنجازها، سبل إنجازها، المخاطر التي يمكن التعرض لها، وكيفية تجنبها، يكون قد قدم

1 - تنص المادة 31 من النظام رقم 03/96 على ما يلي: « في إطار علاقتهم تجاه الزبائن وتنفيذا للوكالة الممنوحة إياهم على الو.ع.ب الحرص على تنفيذ الأوامر على أساس أحسن ظروف السوق وذلك اعتبارا لأمر الزبائن ».

2 - « Le prestataire droit exécuter l'ordre de son client selon les instructions qui ont été données. Cela signifie tout d'ordre que le prestataire n'a pas à se faire juge de l'opportunité des ordres de son client, dès lors qu' il a donné l'information et effectué la mise en garde requise, le prestataire ne peut refuser de transmettre ou d'exécuter l'ordre ».

BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit. p 351.

Sous réserve que le prestataire ne se voit pas confier un mandat de gestion de portefeuille : Tribunal de Paris le 19 Février 2002. Apparu in Bulletin Jouilly Bourse, Mai- Juin 2002, p 211.

3 - في ذلك أحكام النيابة في النظرية العامة للعقد، خاصة المواد من 73 إلى 76 من التقنين المدني والمادة 575 منه.

4 - في ذلك عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسة في الأوراق المالية، مرجع سابق، 87.

كذلك: الرافعي محمد تنوير محمد، دور الهيئة العامة لسوق المال...، مرجع سابق، ص 563.

نصائح تفيد زبونه في اتخاذ القرار الاستثماري⁽¹⁾. أما الالتزام بالإعلام بعد التعاقد هو ما يلتزم الوسيط بتقديم معلومات، بيانات، كشوفات وحسابات عن العمليات المنجزة بالتفصيل، وقد جعلت بعض التشريعات تنفيذ هذا الالتزام مقترن بمدة زمنية محددة⁽²⁾.

جعل المشرع الجزائري، التزام الوسيط بإعلام الزبون بتنفيذ العمليات فوري، أو أن يتم ذلك خلال يومي العمل التاليين، تطبيقاً لما نصت عليه المادة 32 من النظام رقم 03/96 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وبواجباتهم ومراقبتهم⁽³⁾ وكذا المادة 6 من تعليمية

1 - ظهرت محاولات عدة من جانب الفقه للتمييز بين الإعلام والنصيحة، فيرى الفقيه الفرنسي SAVATIER أن كل نصيحة تعتبر تحريضا Tout conseil est une incitation لأنها ترمي إلى توجيه القرار بالتصرف أو عدم التصرف. وهي بهذا المعنى تتميز عن الرأي المجرد Le simple avis الذي هو عبارة عن إيضاح أو بيان رأي في نقطة أو موضوع معين دون توجيه القرار. بينما الإعلام L'information هو بمثابة تأكيد موضوعي للرأي المجرد، دون أن ينطوي في ذاته على أي دفع أو حث على التصرف أو عدم التصرف. يترتب على هذا الرأي نتيجة مؤداها أن الالتزام بتقديم النصيحة يشتمل بالضرورة على الالتزام بتقديم المعلومات، ولكن العكس غير صحيح، فالالتزام بتقديم المعلومات لا يشمل بالضرورة تقديم النصيحة.

SAVATIER René, « Les contrat de conseil professionnel en droit commun », Recueil Dalloz, Edition Dalloz, Paris 1998, p 137.

يرى الاتجاه الثاني من الفقه أن التفرقة بين المعلومات والنصائح لا وجود لها من الناحية العملية، خاصة عندما يكون طلب المعلومات موضحا فيه أن مقدم المعلومات يلتزم بتقديم كل ما يعرفه من معلومات، في هذه الحالة تتطوي المعلومات ضمنا على النصيحة. لم تفصل الأحكام القضائية الفرنسية تقديم المعلومة عن تقديم النصيحة اتخذ نفس الموقف كل من الفقه والقضاء الإنجليزيين، إذ استعمل القضاء الإنجليزي لفظ الاستشارة أو النصيحة "advice" للدلالة على الإعلام تارة وعلى النصيحة تارة أخرى.

DELECI Jonh Mark, « De d'information de l'intermédiaire boursier et la couverture des opérations à règlement mensuel », Revue banque et droit, N° 23, Mai/Juin 1992, p 90.

2 - منها التشريع المصري الذي جعل السمسار ملزماً بإخطار زبونه بالعمليات المنجزة خلال 24 ساعة من تنفيذ العملية، وقد نصت على ذلك المادة 264 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992. في ذلك: صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 223.

أما المشرع الفرنسي فقد ألزم مقدمي الخدمات المالية بإعلام الزبون أثناء تنفيذ العقد وبعده وذلك في نصوص مختلفة.

Le compte rendu prend la forme d'une obligation d'information du client en cours de contrat, expressément prévue par les textes de droit financier, notamment Art. 231-49 et 322-71 du règlement de l'AMF, et Arts 2-4 de l'instruction portant l'application du règlement COB N° 96-02 portant la définition des modalités de communication des informations constitue l'une des clauses obligatoires.

3 - تنص المادة 32 من النظام رقم 03/96 على ما يلي: « فور تنفيذ الأوامر يرسل الو.ع ب لزيائنه خلال يومي العمل التاليين إشعارا بالتنفيذ يحتوي على المعلومات التالية:

- تعيين الأصل المالي.

- عدد الأصول المالية.

=

اللجنة رقم 02/98⁽¹⁾. كما يلتزم الوسيط بإرسال كشف بالحساب مرّة في كلّ ثلاثة أشهر على الأقل أو في أجل أقل إذا تمّ الاتفاق على ذلك بين الطرفين⁽²⁾ يكون ذلك من خلال البيانات الإلزامية التي تتضمنها اتفاقية فتح الحساب⁽³⁾.

أ- 3 - الالتزام بالسّر المهني⁽⁴⁾: يقع على عاتق الوسيط في عمليات البورصة التزام أساسي تجاه زبونه هو الالتزام بكتمان السّر المهني، وهو التزام قديم قدم نشاط السمسرة⁽⁵⁾، مضمونه امتناع الوسيط عن إفشاء الوقائع والمعلومات التي تلقاها أثناء ممارسة مهنته للغير، خاصة وأن إفشائها قد يحدث حركة غير مشروعة في السوق ومضاربة قد تضر الزبائن. وتعتبر هذه المعلومات سرية حينما تتسم بالدقة والتحديد مثل مقدار ومبلغ التعهدات، مقدار

= - سعر الوحدة.

- المبلغ الإجمالي للعملية.

- العمولات والمصاريف الأخرى.

- المبلغ الصافي للعملية.

- تاريخ العملية.

- تاريخ التسديد، والتسليم.

1 - البيانات الواردة في هذه المادة هي ذاتها البيانات الواردة في المادة 32 المذكورة أعلاه.

Art 8 de l'instruction COSOB N° 98/02 du 10 Mai 1998 relative au modèle de convention de compte entre les intermédiaires

« A chaque opération affectant la situation du compte, les avis d'exécution sont adressés au titulaire. Les avis d'exécution relatif à l'opération exécutée doivent reprendre les mentions suivantes :

...Par ces mentions, le titulaire reconnaît a connaissance des conditions d'exécution de chaque opération venant affecter son compte ».

2 - المادة 33 من النظام رقم 03/96، السابق ذكره.

3 - وقد نصت على ذلك المادة 3 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 05/97، المتعلق باتفاقيات فتح الحساب بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم، السابق ذكره.

4 - لتعريف السّر المهني وتحديد معايير وصف المعلومة بالسّر المهني الذي لا يجوز البوح به تحت طائلة المسائلة المدنية.

عادل جبري محمد حبيب، المسؤولية المدنية عن الإخلال بالالتزام بالسّر المهني أو الوظيفي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2003، ص ص 15 - 30.

5 - ورد أول نص على التزام سمسرة الأوراق المالية بالسّر المهني في القانون الفرنسي لأول مرّة بموجب قرار المجلس الملكي في 2 أفريل، ثم نصت عليه المادة 19 من قرار 16 جوان 1802، ثمّ المادة 40 من المرسوم المؤرخ في 7 أكتوبر 1890 التي شددت في هذا الالتزام بحيث يمنع على السمسار الكشف حتّى على اسم الزبون. أما قانون 22 جانفي 1988 جاء خاليا من هذا الالتزام إلا أن اللائحة العامة لمجلس بورصات الأوراق المالية عاد وأقرّ هذا الالتزام ليبقى قائما إلى يومنا هذا.

BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marché financiers, op.cit., p 351.

الأموال المودعة، عدد السندات، الحركات التي تشمل الحساب⁽¹⁾.

نص المشرع الجزائري على هذا الالتزام في المادة 12 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي نصت على ما يلي: « يلزم الوسطاء في عمليات البورصة والقائمون بإدارتهم ومسيروهم ومديروهم وأعاونهم المسجلون وأمورهم حساباتهم بالسّر المهني. ويعاقب على عدم التقيد بالسّر المهني وفقا لقانون العقوبات ». تعتبر هذه المادة بمثابة التزام عام على الوسيط مهما كان نوع النشاط الذي يمارسه أو نوع العملية التي ينجزها. رغم ذلك يجوز للأطراف التأكيد على هذا الالتزام ضمن اتفاقية فتح الحساب وهذا ما نصّت عليه المادة 16 من تعليمة اللجنة رقم 02/98⁽²⁾.

ب- التزامات المسير تجاه اللجنة:

تمنح لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الاعتماد للوسيط لممارسة نشاطات الوساطة في مجال الأوراق المالية، بالمقابل تفرض عليه مجموعة من الالتزامات التي يجب عليه احترامها تجنباً لأية مساءلة قد تصل إلى حدّ سحب اعتماده. تتمثل هذه الالتزامات في الالتزام باحترام أدبيات المهنة، الالتزام بدفع الحقوق والمساهمات، الالتزام بإعلام اللجنة، وأخيراً الالتزام بالمساهمة في مكافحة تبييض الأموال.

ب- 1 - الالتزام بأدبيات المهنة: يجب على الوسيط في عمليات البورصة وكذا الأعوان المؤهلين، الحفاظ على شرف المهنة من خلال أعمالهم وسلوكاتهم، كما يجب أن ينفذوا أوامر زبائنهم في أحسن الآجال، وبكلّ أمانة وذلك بمعاملة كلّ زبائنهم المعاملة نفسها، وبضمان تقديم مصالح زبائنهم على مصالحهم الشخصية⁽³⁾. لتنفيذ الالتزام بأدبيات مهنة الوساطة، يجب تنفيذ كلّ الالتزامات المتفرّعة عنه، وهي الالتزام بالنزاهة والشفافية، الالتزام بمسك الدفاتر، الالتزام بقواعد الحذر في التسيير، ولا يقلّ أحدهما في الأهمية عن غيرها من الالتزامات.

♦ **الالتزام بالنزاهة والشفافية:** تقتضي الممارسة النزيهة للوسيط لأعمال الوساطة، تقيده بنوع الاعتماد الذي حصل عليه، إذ تنص المادة 29 من النظام رقم 03/96 على ما يلي: « كلّ و.ع.ب يمارس نشاطاته طبقاً للاعتماد الذي سلّم له من طرف اللجنة، إذا اعتمد بصفته

1 - أيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مرجع سابق، ص 162.

2 - « Les informations recueillies à l'occasion de la présente convention ne seront utilisées que pour les seules nécessités de gestion interne et pour satisfaire aux obligations légales et réglementaire ».

3 - المادة 37 من نظام اللجنة رقم 03/96 المتعلّق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وبواجباتهم ومراقبتهم.

و.ع.ب ذي نشاط محدود يجب عليه أن يقصر ميدان صلاحياته في مجال النشاط المسموح له به «. على الوسيط أن يثبت هذه النزاهة بإعلام زبائنه بذلك، فيجب عليه الإشارة كتابيا في الوثائق التي يسلمها لزبائنه التي صنّف الاعتماد الممنوح له ومرجعيتها. تلتزم البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين المعتمدة بصفقتها وسطاء في عمليات البورصة بهذا الواجب فيما يخص الوثائق ذات التي تحررها وذات الصلة بهذا النشاط⁽¹⁾.

يجد هذا الالتزام مصدره في القواعد العامة للمنافسة الحرة، التي تسعى إلى تطهير الحقل الاقتصادي من كلّ الممارسات اللامشروعة والمنافية للمنافسة، وحماية السوق من أي تحريف وتزييف أو تلاعب بمعادلة العرض والطلب. كرّس المشرّع الجزائي الحماية اللازمة لتحقيق منافسة حرة ونزيهة في السوق بموجب قانون المنافسة على مرّ تعديلاته، إذ منع كلّ الممارسات والأعمال المدبرة وغيرها التي تهدف أو يمكن أن تهدف إلى عرقلة أو الحدّ أو الإخلال بحرية المنافسة في السوق. كما يجب على الوسيط الامتناع عن استغلال المعلومات التي حصل عليها بحكم مهنته لإنجاز عمليات لحسابه أو لحساب زبائنه، أو نشر معلومات خاطئة بهدف تضليل منافسيه، أو أية ممارسة تهدف إلى عرقلة السير الحسن والمنتظم لسوق القيم المنقولة، وذلك تحت طائلة بطلان العمليات والتعرض لعقوبات الجزائية⁽²⁾.

♦ **الالتزام بمسك الدفاتر:** يعتبر الوسيط تاجرا يمارس عملا تجاريا بحسب الشكل وبحسب الموضوع⁽³⁾، لذا تقع عليه التزامات التاجر المنصوص عليها في القانون التجاري منها مسك الدفاتر التجارية، لكنّه علاوة على ذلك يلتزم بمسك الدفاتر الخاصة المحددة من طرف اللّجنة⁽⁴⁾ بموجب التعليم رقم 02/99⁽⁵⁾.

يمكن للوسيط مسك هذه الدفاتر والسجلات بطريقة يدوية أو إلكترونية على أن يتمّ ذلك بطريقة واضحة ودقيقة. يلتزم الوسيط عند مسكه لهذه الدفاتر باتخاذ جميع الاحتياطات اللازمة لضمان صحّة المعلومات المقيدة فيها والتقليل من خطر تزويرها. يجب على الوسيط الاحتفاظ بهذه

1 - المادة 28 من نظام اللّجنة رقم 03/96 المذكور أعلاه.

2 - المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلّق ببورصة القيم المنقولة والمعدّلة بموجب المادة 19 من القانون رقم 04/03 السابق ذكره.

3 - المواد 2 و3 من التقنين التجاري.

4 - تنص المادة 30 من النظام رقم 03/96 السابق ذكره على ما يلي: « **مسك و.ع.ب السجلات الإلزامية الخاصة بنشاطه حسب الكيفيات المحددة من طرف اللّجنة** ».

5 - l'instruction n° 99/02 du 03 mars 1999 relative aux registre que doivent tenir les intermédiaires en opérations de bourse.

السجلات خلال خمس (05) سنوات ابتداءً من تاريخ قيدها، على أن يسمح لكل شخص مرخص من طرف اللجنة بالاطلاع عليها ومراقبتها عند الحاجة⁽¹⁾. أمّا عن عدد الدفاتر ونوعها فقد حدّتها اللجنة في المادة الخامسة من التعليم رقم 02/99⁽²⁾ والمادة 34 من النظام رقم 03/96⁽³⁾.

♦ **الالتزام بقواعد الحذر في التسيير:** يعتبر الالتزام بالحذر من أهم الالتزامات المكوّنة لأدبيات مهنة الوساطة في عمليات البورصة والذي يجد أساسه في القواعد العامة للوكالة⁽⁴⁾. فرضت اللجنة هذا الالتزام بموجب المادة 40 من النظام رقم 03/96 التي تنص على ما يلي:

« يجب على الو.ع.ب احترام قواعد الحذر المحددة بتعليمية من اللجنة ». لتوضيح كيفية تطبيق هذه المادة أصدرت اللجنة التعليمية رقم 01/2000⁽⁵⁾، التي حدّدت قواعد الحذر التي

1 - المواد 2، 3، 4 من التعليمية رقم 02/99 السابقة الذكر.

2 - Article 5 de l'instruction COSOB n° 99/02.

« Les intermédiaires en opération de bourse doivent tenir en sus des livres et documents tels que exigés par la réglementation en vigueur, les registre suivants :

- * un journal des transactions dans lequel est inscrit par ordre chronologique les achats et les ventes de titre, les titres reçus et livrés et les encaissements et les décaissements.
- * les livrés de compte de clients dans lesquels sont inscrits pour chaque compte distinct, les opérations d'achat et de vente de titre, les titres reçus et livrés, les encaissement et les décaissements.
- * un registre des titres en cours de transfert.
- * un registre des dividendes et des intérêts reçus.
- * un registre des titres non reçus à la date de règlement.
- * un registre des ordres d'achat et de vente des titres et des instructions s'y rapportant dans lequel sont consignés :
 - l'identité du donneur d'ordre.
 - le libellé de l'ordre (sens de l'opération : vente ou achat).
 - porte la négociation.
 - la date et l'heure de l'ordre.
 - le cas échéant, le fait que l'ordre est donné en vente d'un contrat de gestion.
 - le nombre de titres négociés.
 - le prix d'exécution, et toutes autres précisions nécessaires à la bonne exécution de l'ordre.
- * un registre contenant les copies des avis d'exécutions et des relevés de comptes transmis à la clientèle.
- * un registre reprenant tous les mandats de gestion de portefeuille conclu avec la clientèle.
- * un registre dans lequel sont inscrit pour chaque nombre de titres appartenant à chaque client.
- * un registre des plaintes qui doit faire ressortir les informations... ».

3 - يمسك الو.ع.ب سجلات الشكاوي التي يجب أن تبرز بصفة خاصة المعلومات التالية:

« اسم الشاكي، تاريخ الشكوى، موضوع الشكوى، نتائج الشكوى ».

4 - « C'est une obligation née du mandat est aussi l'une des obligations déontologiques posés la loi ». BONNEAU Thierry et DRUNMOND France, Droit des marchés financiers... op.cit, p 352.

5 - l'instruction COSOB n° 2000/01 fixant les règles prudentielles de gestion des intermédiaires en opération de bourse.

يجب مراعاتها في ممارسة نشاط الوساطة⁽¹⁾، تضمنت ملاحق تشرح فيها كيفية تغطية وتوزيع المخاطر⁽²⁾، وذلك على أساس المخطط المحاسبي الخاص بنشاط الوسطاء⁽³⁾ ولا نرى من داع للخوض في تفاصيل هذه القواعد⁽⁴⁾.

ب- 2 - الالتزام بدفع الحقوق والمساهمات:

♦ **دفع المساهمات في صندوق الضمان:** وجد هذا الصندوق لضمان التزامات الوسطاء حيال زبائنهم بتنفيذ العمليات المتفق عليها كتسليم الأوراق المالية المشتراة أو دفع ثمن الأوراق المباعة حسب الحالات والكيفيات التي حددها النظام رقم 03/04⁽⁵⁾.

يموّن صندوق الضمان بالمساهمات الإلزامية التي يقدمها الوسطاء في عمليات البورصة وبحاصل الغرامات المالية المنصوص عليها في المادة 55 من المرسوم التشريعي

1 - Article 02 de l'instruction COSOB n° 200/01.

« Les intermédiaires sont tenus de maintenir en permanence les règles prudentielles suivantes :

- Couverture des risques.
- Division des risques.
- Cantonnement des actifs.

2 - Annexe 01 : Etat des positions dans le cadre de la contre partie.

- Annexe 02 : Etats des positions nettes.
- Annexe 03 : Etats des fonds propre nets.
- Annexe 04 : Calcul des rations.
- Annexe 05 : Tableau de division des risques par émetteur dans le cadre de la contre partie.
- Annexe 06 : Tableau de division des risques par clients.
- Annexe 07 : Tableau de cantonnement des actifs. »

3 - لتفصيل أكثر عن كيفية تغطية المخاطر وتقسيمها، أيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مرجع سابق، ص ص 90 - 93.

تشبه هذه القواعد إلى حد كبير، قواعد الحذر وتغطية المخاطر وتقسيمها في النشاط المصرفي مع اختلافات في كيفيات احتسابها. في ذلك: تدرست كريمة، النظام القانوني للبنوك في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص ص 141 - 144. كذلك أيت وازو زينة، مسؤولية البنك المركزي في مواجهة الأخطار المصرفية في ظل القانون الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم تخصص القانون، كلية الحقوق جامعة مولود معمري، 2012.

4 - القرار المؤرخ في 13 صفر 1420 الموافق لـ 29 ماي 1999 المتضمن المخطط المحاسبي الوطني لنشاط الوسطاء في عمليات البورصة، الجريدة الرسمية عدد 63، الصادر في 12 سبتمبر 1999.

وإن كان هذا الأخير لا يختلف كثيرا عن المخطط المحاسبي الوطني إلا في القسم التاسع منه: : 09 Classe Hors bilan.

5 - هذه الحالات هي التي نصت عليها المادة 8 من النظام رقم 04/03 المتعلق بصندوق الضمان « يتم تدخل صندوق الضمان بعد معاينة اللجنة لعدم توفر السندات والنقود المحفوظة لدى الوسيط في عمليات البورصة ماسك الحساب ... ».

رقم 10/93⁽¹⁾. أمّا عن المساهمات الإجبارية فيجب على الوسيط أن يدفعها بصفة دورية كلّ ستة (06) أشهر، وتحسب هذه الاشتراكات على أساس وضعية الزبائن من حيث النقود والسندات. فيما يخصّ النقود، يساوي الاشتراك 0,2 % من متوسط 6 أشهر من وضعيات آخر اليوم من النقود التي يحتفظ بها كلّ وسيط لحساب زبائنه. أمّا فيما يخصّ السندات، يساوي الاشتراك 0,04 % من متوسط 6 أشهر من وضعية آخر ثلاثة أشهر من السندات التي يحتفظ بها الوسيط لحساب زبائنه⁽²⁾.

♦ **دفع التأمينات:** يجب على الو.ع.ب الاكتتاب في عقود تأمين تضمن مسؤوليتهم تجاه زبائنهم، وخاصة ضدّ مخاطر ضياع وإتلاف وسرقة الأموال والقيم المودعة لديهم من طرف زبائنهم. على أن تودع نسخة من الاتفاقية المبرمة مع مصالح التأمين لدى اللجنة، خلال يوم العمل الأول من كلّ سنة⁽³⁾. إنّ الجمع بين التأمين والضمان من مصلحة الزبون، ففيه زيادة في الضمان بالنسبة له، إلّا أنّه فيه إرهاب للوسيط، فالاشتراكات التي يدفعها لصندوق الضمان والأقساط التي يدفعها لشركات التأمين ترفع من نفقاته وتكاليفه.

♦ **دفع الأتاوى:** على الوسيط أن يدفع أتاوى للجنة، لقاء الخدمات التي تقدّمها هذه الأخيرة له، وهذا ما نصت عليه المادة 27 من المرسوم التشريعي 10/93⁽⁴⁾. أكّدت عليه المادة 26 من النظام رقم 03/96 بنصها على ما يلي: « طبقاً للمادة 27 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرّخ في 23 مايو 1993 المذكور أعلاه يجب على الوسطاء أداء أتاوى على الأعمال

1 - المادة 64 من المرسوم التشريعي 10/93 السابق ذكره.

2 - المادة 5 من النظام رقم 03/04 المتعلّق بصندوق الضمان السابق ذكره. للإشارة فإنّ المادة استثنت الاشتراكات على أساس وضعية النقود، الوسطاء في عمليات البورصة بالبنوك، وإن كان يقصد بهذه البنوك تلك التي تعتمد للقيام بنشاط الوساطة في البورصة.

سبب هذا الاستثناء هو أنّ البنوك تتمتع بالملائمة ولا تحتاج تقديم ضمان لوضعيتها النقدية، إلّا أنّه إذا كان هذا هو المقصود من وراء هذا الاستثناء، فيعاب على اللجنة وقوعها في تناقض مع المادة 7 من النظام رقم 03/96 التي تنص على ما يلي:

« على المؤسسات المالية والبنوك وشركات التأمين التي تقدّم طلب لاعتمادها من أجل ممارسة نشاط الو.ع.ب تبرير وجود قسم مستقل ضمن مصالحها لضمان استقلالية التسيير لاسيما المحاسبة بين نشاط الو.ع.ب ونشاطات الأشخاص المعنوية المشار إليها أعلاه ».

3 - المادة 43 من النظام رقم 03/96 المتعلّق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وبواجباتهم ومراقبتهم، السابق ذكره.

4 - التي نصّت على ما يلي: « تؤخذ أتاوى عن الأعمال والخدمات التي تؤدّيها اللجنة وتحدّد قواعد أساس هذه الأتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم ».

والخدمات المقدمة لهم من طرف اللجنة وذلك في النطاق المحدد عن طريق النظام .»

حدّد هذا النظام والمتمثل في المرسوم التنفيذي رقم 170/98⁽¹⁾ أنواع الأتأوى التي تحصلها اللجنة من المتدخلين في السوق المالية، من بينها ما نصّت عليه المادة الثانية منه بشأن الأتأوى التي يدفعها الوسطاء عند طلب الاعتماد، وكذا عند تسجيل عون مؤهل للقيام بالمفاوضات في البورصة. إلا أنّ هذا المرسوم لم يحدد نصاب الأتأوى، فتّم تقديرها بموجب القرار المؤرّخ في 2 أوت 1998⁽²⁾. نصّت المادة الثانية منه على ما يلي: « **تحدّد نسب الأتأوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كما يأتي: ... طلب اعتماد وسيط في عمليات البورصة تحدّد بمبلغ 100.000 دج يسددها الوسيط في عمليات البورصة ...** ».

ب- 3 - الالتزام بإعلام اللجنة: تسهر اللجنة على حسن سير السوق المالية باعتبارها السلطة الضابطة لها، لتحقيق ذلك لها سلطة مراقبة الأعوان المتدخلين فيها. على اعتبار أنّ اللجنة هي من تمنح الاعتماد للوسطاء لمزاولة نشاطهم، فلها أن تراقبهم وتطلب منهم معلومات دورية عن وضعيتهم. لأجل ذلك ألزمت اللجنة هؤلاء الوسطاء إعلامها بكلّ جديد يطرأ على ملفهم المودع لديها⁽³⁾.

ب- 4 - الالتزام في المساهمة في مكافحة جريمة تبييض الأموال: تعد جريمة تبييض الأموال من الجرائم الجدّ خطرة على الاقتصاد الوطني والعالمي، لكون المجرمين فيها يستعينون بالتقنيات الاقتصادية لإدخال أموالهم القذرة وعائداتهم الإجرامية - بعد تعميمها وتمويلها - في الاقتصاد المشروع. يرى المختصّون أنّ السوق المالية تعدّ أحد أهم القنوات التصفوية، التي يلجأ إليها المبيضون نظراً لسرعة العمليات فيها ولتداخلها، خاصة في تلك المتفتحة على الأسواق العلمية⁽⁴⁾. اتخذت أغلب الدول تدابير وقائية من هذه الجريمة لوعيتها بخطورتها، فكرّست وسائل

1 - المرسوم التنفيذي رقم 170/98 المؤرّخ في 20 مايو سنة 1998 المتعلّق بالأتأوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجريدة الرسمية، عدد 34 المؤرّخة في 1995/05/24.

2 - القرار المؤرّخ في 2 أوت 1998 المتضمّن تطبيق المادة 3 من التنفيذ رقم 170/98 المؤرّخ في 20 ماي 1998 والمتعلّق بالأتأوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجريدة الرسمية عدد 70، الصادر في 20 سبتمبر 1998.

3 - المادة 36 من النظام رقم 03/96 المتعلّق بشروط اعتماد الوسطاء وبواجباتهم ومراقبتهم، السابق ذكره.

4 - « Le système financier peut être utilisé pour recycler de l'argent dont provenance est douteuse. Les sommes peuvent être déposées et permettre l'achat de produits financiers.

Ils sont ensuite convertis, échangés, dans le but de brouiller les pistes par une série de transaction financière, puis réintégrés les circuits divers conférant ainsi au fonds une apparence de légalité ».

MERVILLE Anne Dominique, Droit des marchés financiers, op.cit., p 80.

لمكافحتها سواءً على صعيد القواعد المتعلقة بمكافحة تبييض الأموال أو على صعيد قوانين السوق المالية⁽¹⁾.

اتخذ المشرع الجزائري مبادرة يحمدها بالنص على تدابير وقائية لجريمة تبييض الأموال، في قانون السوق المالية وذلك من خلال المرسوم التشريعي رقم 10/93، فقد نصت المادة السابعة (07) منه في فقرتها الثانية على ما يلي: « **ويجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يتأكدوا، فضلا عن ذلك، من أن رؤوس الأموال التي يأتهمهم عليهم زبائنهم لإنجاز عمليات في البورصة متأتية من عائدات مصرح بها قانونا** ». بمفهوم آخر يلتزم الوسيط بالتحقق من مصدر الأموال المودعة لديه لاستثمارها، سواء كانت أموالا نقدية أو قيما منقولة. رغم أهمية هذا الالتزام وجرأة المشرع في تكريسه في تلك الفترة، إلا أنه بقي مجرد حبر على ورق لانعدام الأطر القانونية والمؤسسية المساعدة على تنفيذه. فعلى فرض أن الوسيط أولى الرعاية اللازمة لتنفيذ هذا الالتزام واكتشف أن مصدر الأموال المودعة لديه غير مشروعة، فلا وجود لمتابعة قانونية أخرى.

كان ينتظر تدعيم هذا الالتزام بما يضمن تنفيذه على أحسن وجه، إذ بالأمر رقم 10/96 يعدل المادة 7 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، فألغى الفقرة الثانية والثالثة من هذه المادة وعوضها بفقرة جديدة مفادها « **علاوة على ذلك يجب أن تتم عن طريق التحويل المصرفي، حركة رؤوس الأموال التي يودعها الزبائن لدى الوسطاء في عمليات البورصة لاستثمارها في شكل قيم منقولة** ».

يظهر كأن المشرع من خلال هذا التعديل تخلى على التزام الوسيط بالتحقق من مصدر الأموال، لأنه ألزم الوسيط ألا يقبل إيداع الأموال لديه، على أن تتم هذه الأخيرة عن طريق البنوك. ربما كان ذلك رغبة من المشرع في نقل الالتزام بالتحري من مصدر الأموال من عائق الوسطاء ليلقي به على عائق البنك. إلا أن الغريب أن المادة السابعة الحالية المعدلة بموجب المادة الخامسة من القانون رقم 04/03 لا تحمل في طياتها التزام الوسيط بالتحري من مصدر الأموال، ولا التزامه بقبض إيداعات زبائنه عن طريق التحويل المصرفي. يكون بذلك القانون رقم 04/03 خالي من أية تدابير وقائية أو وسائل مكافحة جريمة تبييض الأموال عبر السوق المالية.

1 - فلول الاتحاد الأوروبي على سبيل المثال لم تكن بقوانين الدول الأعضاء في مكافحة تبييض الأموال، إنما أصدر المجلس الأوروبي التعليم رقم 2005/60/CE بتاريخ 26 أكتوبر 2005 المتعلقة بالوقاية من استعمال النظام المالي لعرض تبييض الأموال وتمويل الإرهاب.

MERVILLE Anne Dominique, Droit des marchés financiers, op.cit., p 80.

ألزم القانون رقم 01/05⁽¹⁾ كل البنوك والمؤسسات المالية والمؤسسات المالية بالتحقق من هوية العملاء ومن مصدر أموالهم. فإذا اشتبه الوسيط في زبونه أو في مصدر أمواله، فعليه تحرير تقرير بذلك، وإخطار الهيئة المختصة وهي خلية الاستعلام المالي⁽²⁾. كما ألزم الوسطاء بعدم قبض الأموال من زبائنهم نقداً، بل عن طريق وسائل الدفع أو القنوات البنكية والمالية، كلما كان المبلغ الواجب الدفع يفوق 500.000 دج، وذلك تحت طائلة عقوبة جنائية. تتمثل هذه العقوبات في غرامة مالية من 50.000 إلى 500.000 دج، أما عن الوسيط الذي يتمتع عن الإخطار بالشبهة إذا وجدت فيعاقب بغرامة مالية تتراوح بين 100.000 إلى 1.000.000 دج إذا كان شخصاً طبيعياً، ويعاقب مسير الشخص المعنوي بغرامة مالية قدرها 200.000 إلى 2.000.000 دج.

ثانياً - حقوق الشركة المديرة:

تتحمل الشركة التزامات تجاه اللجنة وأخرى تجاه الزبائن، في المقابل تملك حقوقاً في مواجهة الطرفين. يذكر منها حقّه في احتكار التفاوض في عمليات البورصة وهو ما يسميه البعض بحقّ القصر⁽³⁾، وهو حقّ قد سبق تناوله بإسهاب فلا داع لتكراره بهذا الصدد. يبقى التركيز على حقّين أساسيين هما: الحق في ضمانات التنفيذ والحق في العمولة.

أ- الحق في ضمانات التنفيذ:

يكون للوسيط الحق في الحصول على ما يضمن له وفاء الزبون بالتزامه، إمّا بتسديد ثمن الصفقة إذا كان الزبون مشترياً أو تسليم القيم المباعة إذا كان الزبون بائعاً، من هذه الضمانات ما يستنبط من القواعد العامة في علاقة الدائن بمدينه، ومنها ما هو خاص بقواعد البورصة.

أ- 1 - ضمانات التنفيذ العامة:

♦ **الحق في الحبس:** يعتبر الحق في الحبس إحدى وسائل الضمان العام المقرر في القانون

1 - القانون رقم 01/05 المؤرخ في 6 فيفري 2005، يتعلّق بالوقاية من تبييض الأموال وتمويل الإرهاب ومكافحتهم، الجريدة الرسمية، عدد 11، الصادر في 9 فيفري 2005.

2 - حدّدت المادة 19 من القانون رقم 01/05 الأشخاص الملزمون بواجب الإخطار بالشبهة ومنهم الوسطاء في عمليات البورصة بنصّها: «كل شخص طبيعي أو معنوي يقوم في إطار مهنته بالاستشارة و/أو بإجراء عمليات أو مبادلات أو توظيفات أو تحويلات أو أية حركة لرؤوس الأموال لاسيما على مستوى المهن الحرة المنظمة. وخصوصاً مهن المحامين والموثّقين ومحافظي البيع بالمزايدة وخبراء المحاسبة ومحافظي الحسابات والسماسرة والوكلاء الجمركيين لأعوان الصرف والوسطاء في عمليات البورصة ...».

3 - في ذلك: ايت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مرجع سابق، ص 60 - 69.

المدني وذلك طبقاً للمادة 200 منه⁽¹⁾. مضمون هذا الحق، هو قيام شركة السمسرة باستيفاء حقوقها المستحقة من ثمن الأوراق المالية المشتراة لحساب العميل، وذلك متى امتنع العميل عن سداد هذه الحقوق⁽²⁾ يجوز لها ممارسة هذا الحق لاستفاء العمولة المقررة أو المصروفات التي تم إنفاقها في سبيل تنفيذ أوامر الزبون، وينقضي حق الحبس متى قام العميل بسداد مستحقات الوسيط.

♦ **الحق في الامتياز:** محل حق الامتياز هو الأوراق المالية التي تم تسليمها إلى الوسيط، قد اشترطت بعض التشريعات حيازة الوسيط للأوراق المالية ليتمكن من ممارسة حق الامتياز عليها⁽³⁾. أما إذا انتقلت الأوراق المالية من حيازة الوسيط إلى حيازة البائع، فإن حق الامتياز ينتقل من الأوراق المالية إلى ثمنها، فيستفي الوسيط حقوقه من هذا الثمن بالأولوية والتقدم على بقية دائني الزبون⁽⁴⁾.

أ- 2 - ضمانات التنفيذ الخاصة بالبورصة:

♦ **الحق في الغطاء:** الغطاء هو أحد الضمانات المقررة للوسطاء في عمليات البورصة، وهو عبارة عن مبلغ من النقود أو أوراق مالية قابلة للتحويل إلى نقود، ليستلمها الوسيط من زبونه قبل البدء في تنفيذ العملية. عرقه البعض على أنه تعهد بضمان الأوراق المالية أو النقود، يقدمه مصدر الأوامر للوسطاء لضمان مخاطر عجز العملاء عن الوفاء أو امتناعهم. اختلف الفقه حول الطبيعة القانونية لهذا الغطاء، فمنهم من اعتبره بمثابة وفاء مسبق Paiement anticipé في حالة الغطاء النقدي، أما في حالة تقديم أوراق مالية فمنهم من اعتبره وفاء عيني،

1 - تنص المادة 200 من القانون المدني على ما يلي: « لكل من التزم بأداء شيء أن يمتنع عن الوفاء به ما دام الدائن لم يعرف الوفاء بالتزام ترتب عليه وله علاقة سببية وارتباط بالتزام المدين. أو ما دام الدائن لم يقدم تأمين كافٍ للوفاء بالتزامه هذا ».

ويكون ذلك بوجه خاص لحائز الشيء أو محزره، إذا هو أنفق عليه مصروفات ضرورية أو نافعة، فإن له أن يمتنع عن رد هذا الشيء حتى يستوفي ما هو مستحق له، إلا أن يكون الالتزام بالرد ناشئ عن عمل غير مشروع ».

2 - طاهر شوقي محمد مؤمن، الإطار القانوني لبيع الأوراق المالية في البورصة، مرجع سابق، ص 280.

3 - المرجع نفسه.

كذلك: علي جمال الدين عوض، العقود التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، (د.ت.ن)، ص 144.

4 - هو ما نصت عليه المادة 160 فقرة أولى من قانون التجارة المصري رقم 17 لسنة 1999 والتي جاء نصها كما يلي: « لا يكون للوكيل الامتياز المشار إليه في المادة السابقة إلا إذا كان حائزاً لبضائع أو لأشياء الموكل... ».

ومنهم من اعتبره رهنا حيازيا un gage⁽¹⁾.

سمحت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة للوسطاء بطلب الغطاء من زبائنهم على سبيل الضمان، وهذا ما نصّت عليه المادة 119 من النظام رقم 03/97: « **يحقّ للوسيط في عمليات البورصة أن يشترك من زبونه تسليم الأموال أو السندات قبل إرسال أمره إلى السوق** ». فالأصل في عمليات البورصة أن ينفذ الأمور التزاماتهم بمجرد تنفيذ الأمر، فيدفع مشتري السندات مبلغ المعاملة التي أنجزها لدى الوسيط في عمليات البورصة، ويسلم بائع السندات التي تنازل عنها في السوق إلى وسطه في عمليات البورصة.

تستعمل النقود والسندات المودعة لدى الوسطاء في عمليات البورصة لحساب زبون بقوة القانون، في تسديد النقود و/أو تسليم السندات الناتجة عن التّعهدات التي عقدها في السوق. كما تخصّص بقوة القانون كلّ السندات أو القيم المحتفظ بها تحت حساب أو حسابات الأمرين لتسوية و/أو الوفاء بتعهداته. يمكن للوسيط في عمليات البورصة استعمالها دون إشعار مسبق لتسوية أو تسليم عمليات الزبون⁽²⁾.

♦ **الحق في التنفيذ داخل البورصة:** هو حقّ يمارسه الوسيط في حالة ما إذا قام بتنفيذ أوامر زبونه ولم يقدّم غطاءً مسبقاً للوسيط. يقصد بالتنفيذ داخل البورصة قيام الوسيط بعملية عكسية للعملية التي قام بها داخل ردهة البورصة لحساب العميل. فإذا كانت العملية المنجزة تتمثّل في شراء القيم المنقولة لحساب العميل ولم يقدّم هذا الأخير بالوفاء بثمانها، فللوسيط إعادة بيعها مرّة أخرى داخل البورصة ومن ثمنها يوفي الالتزام الأول مع الوسيط الذي باعه تلك القيم. على أن يتحمّل الزبون فارق الأسعار وكلّ المصاريف. في حال كانت قيمة الأوراق المباعة أكبر من ثمن شرائها، لا يستفيد الزبون من فارق الأسعار.

ب- الحق في العمولة:

يرتبط الوسيط بزبونه بعقد معاوضة، يتلقّى مقابل تنفيذه لأوامره داخل البورصة عمولات، اختلفت الأنظمة القانونية في كيفية تحديدها. كان السائد تحديد العمولات بطريقة إدارية مسبقة⁽³⁾،

1 - DE VAUPLANE Hubert et BORNET Jean-Pierre, Droit de la bourse Litec, Paris, 1994, p 260.

2 - المواد 120 و 121 من النظام رقم 03/97 المتعلّق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة السابق ذكره.

3 - L'activité d'intermédiaire boursière était schématiquement organisé selon les trois principes suivants :

- Le monopole concernant l'activité d'intermédiation sur les valeurs mobilières.
- numerus clausus concernant l'accès à la profession.
- Existence d'un barème officiel de courtage.

LAMY Pierre, Les bourses de valeurs, Editions Economica, Paris, 1995, p 41.

إلى أن انتفض النظام الأمريكي ضدّ هذا النظام لأنّه يؤدّي إلى قتل التنافس بين المتعاملين داخل السوق، كان في ماي 1975، لذا سمي هذا التاريخ بيوم ماي «May Day»، عوّضت هذه الإصلاحات نظام التسعيرة المسبقة للعمليات بحريّة الوسطاء في تحديدها.

كانت بريطانيا أول الدول تأثراً بهذه الإصلاحات، لأنّ ثلث المعاملات الواردة على قيمها المنقولة تتداول في الأسواق الأمريكية، فلم تجد سبيل آخر لمنافسة الوسطاء الماليين الأمريكيين الذين باتوا يسيطرون على جل المعاملات، إلّا إدخال هذه الإصلاحات في نظامها القانوني. كان ذلك في أكتوبر 1986 وسمّيت بـ Les réformes du Big Bang لتليها بذلك باقي الدول الأوروبية⁽¹⁾.

كانت العمليات في فرنسا تحدّد بموجب قرار يصدر عن وزير الاقتصاد والمالية، بعد رأي مجلس بورصات الأوراق المالية CBV ولجنة عمليات البورصة COB، وذلك تطبيقاً المادة 38 المعدّلة من مرسوم 7 أكتوبر 1890. صدر مرسوم 17 مارس 1988 فألغى النص السابق وأطلق حريّة تحديد العمولة لشركات البورصة في 1 يناير 1989⁽²⁾، حتى يقرب بين بورصة باريس وباقي البورصات العالمية. إلّا أنّ هذه الحريّة أثارت الخشية من أن تبالغ شركات البورصة والوسطاء بصفة عامة في فرض العمليات، فبقيت السلطات تراقبها إلى حدّ ما⁽³⁾. أبقى على هذا النظام القانون الجديد رقم 2003/706 المؤرّخ في 1 أوت 2003 (LSF)، فلم يتضمّن أية معايير لتحديد عمولة مقدّمي خدمات الاستثمار (PSI).

1 - LAMY Pierre, Les bourses de valeurs, op.cit, p 42.

2 - RIPERT Georges et ROBLOT René, Traité de droit commerciale, Tome 2, 14^{ème} édition, Editions Librairie générale de droit et de jurisprudence L.G.D.J, Paris, 1994, p 109.

بينما ورد في مرجع آخر أنّ إطلاق حريّة تحديد العمولة في فرنسا بدأت في 1 جويلية 1990 وليس 1989.

PICON Olivier, La bourse, Ses mécanismes, gérer son porte feuille, réussir ses placements. 14^{ème} édition, Editions Dalloz, Paris, 2000, p 215.

3 - « Mais ce risque ne s'est jamais réalisé. Dans tous les pays où elle a été mise en œuvre, la politique de dérégulation entreprise par les autorités de tutelle a effectivement eu pour résultat un abaissement très significatif du coût de l'intermédiation boursière. Partout cela été aux pressions concurrentielles extrêmement fortes exercées par les banques et les investisseurs institutionnels. Deux exemples permettront de rendre compte de l'ampleur qu'a eu le mouvement de réduction des coûts d'intermédiation boursière au cours des années.

Au Etat Unis, où M. Lewis HORWITZ, Vice Président du New York Stock Exchange, estimait récemment que le montant moyen de la commission prélevés par les intermédiaires américains était passé d'une quarantaine de dollars dans les années 60 environ quatre dollars en 1990. Cela alors même que le montant unitaire moyen des transactions boursières a cru très fortement durant cette période, sous l'effet de la plus grande présence des investisseurs institutionnels sur les marchés de capitaux. Le second exemple choisi est celui du marché à terme Français Le MATIF, en 1980 le courtage perçus par les intermédiaires avait officiellement été fixé à 150 Francs par=

انتهج التشريع المصري نهجا مغايرا في تحديد عمولات السماسرة داخل البورصة، فقد قام وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية بإصدار القرار رقم 478 لسنة 1994 المنظم للعمولات التي يتقاضاها الوسيط، وقيد حدّها الأقصى والأدنى⁽¹⁾. عدّل هذا القرار بموجب القرار رقم 506 لسنة 2000 وجعل تحديد العمولة متروكاً للوسطاء بالاتفاق مع زبائنهم لكنّ بتحديد الحد الأدنى لها⁽²⁾.

أراد المشرع الجزائري أن يستفيد من التطور الذي وصلت إليه بقية التشريعات، فلم يتدخل في تحديد العمولة التي يتقاضاها الوسطاء إنّما ترك لهم حرية تحديدها وهذا ما نصّت عليه المادة 25 من النظام رقم 03/93: « يكافأ الوسطاء بعنوان العمليات والخدمات المقدّمة للزبائن عن طريق عمولات تعلق تعريفاتها داخل محلات الوسطاء وتطلّع عليها اللجنة ... ».

يستخلص من هذه المادة نتيجة مهمّة، هي أنّ تحديد العمولة يخضع للإرادة المنفردة للوسيط وليس لاتفاق إرادتي الوسيط والزبون، فهذه العمولات بعد أن يحددها الوسيط يلتزم - لضمان الشفافية لا غير - بتعليقها داخل محلاته، وبتسليم نسخة منها للزبون، كما نصّت عليه المادة 3 من النظام رقم 05/97 المتعلّق باتفاقية فتح الحساب « خلال تحرير اتفاقية فتح الحساب، يقوم الوسيط في عمليات البورصة بتسليم إلى الزبون جدول العمولات التي ستوفر له مقابل الخدمات المقدّمة ».

=contrat moins d'une décennie plu tard au début des années 90, le courtage moyen se situait aux alentours de quinze Francs. Dans les deux cas cités, les coûts de prestation a donc été divisé par 10 ».

LAMY Pierre, Les bourses de valeurs..., op.cit., p 42 – 43.

1 - نصّت المادة الأولى من هذا القرار على ما يلي:

« تكون عمولات السمسرة في الأوراق المالية التي يتقاضاها شركات السمسرة وفقا لما يلي: يتمّ الاتفاق بين شركات السمسرة وعمالها على العمولة التي يتقاضاها عن العمليات التي تقوم بها، وفي العملية الواحدة لا تتجاوز قيمتها عشرة آلاف جنيه مصري أو ما يعادلها من العمولات الأجنبية، يكون الحد الأقصى للعمولة خمسة من الآلف من القيمة بالنسبة للأسهم واثنين من الآلف بالنسبة للأوراق المالية الأخرى وفي جميع الأحوال يكون الحد الأدنى للعمولة جنيهين للعملية الواحدة، وتعتبر العملية الواحدة في تطبيق الأحكام المتقدمة متى تمت على أسهم شركة واحدة أو ورقة مالية تصدرها جهة واحدة ».

في ذلك: طاهر شوقي محمّد مؤمن، الإطار القانوني لبيع الأوراق المالية في البورصة، مرجع سابق، ص 276.

2 - تضمّنت المادة الأولى منه تعديل المادة الأولى من القرار السابق والمذكورة أعلاه والتي صار نصّها كالآتي: « يتمّ الاتفاق بين شركة السمسرة وعمالها على العمولة التي يتقاضاها عن العمليات التي تقوم بها على ألا يقلّ الحد الأدنى للعمولة عن جنيهين للعملية الواحدة... ».

طاهر شوقي محمّد مؤمن، المرجع السابق، ص 276.

توضّح الاتفاقية كافة التّغيرات التي تمس بالعمولات بأنّها تؤدّي إلى إشعار الزبون في مدّة تطبيقها المتّفق عليه من قبل الأطراف والمسجّلة في الاتّفاق⁽¹⁾. إضافة إلى العمولة فإنّ الزّبون يلتزم بدفع جميع المصاريف التي ينفقها الوسيط في سبيل تنفيذ أمره، هذا ما أكّدته المادة 10 من التعليم رقم 02/98. من بين هذه المصاريف: الأتاوى التي يدفعها الوسيط لشركة تسيير بورصة القيم عن العمليات المنجزة، والتي حدّتها اللّجنة بموجب النظام رقم 01/98 الملغى بموجب النظام رقم 03/09⁽²⁾.

المطلب الثاني

ضرورة رفع الحظر على العقود المالية

شهدت الأسواق المالية العالمية خلال العقود الماضية تطوراً هائلاً، بإدخال مجموعة من الأدوات المالية الجديدة. أدوات من شأنها توفير المرونة، السيولة وسهولة التغطية للمتعاملين في السوق، خاصة وأن صور التغطية في العقود الآجلة تنسم بالتعقيد، وتشوبها جملة العيوب السابق ذكرها. استحدثت وسائل تغطية جديدة تشكل عقوداً مالية حديثة هي العقود المستقبلية وعقود الخيارات وعقود المبادلات، وذلك للتصدي لهذه النقائص ولتوفير حماية أكبر للمستثمرين في السوق.

بدأ التعامل بهذا النوع من العقود المالية منذ أوائل السبعينات، مع التقلبات الحادة التي شاهدها العديد من الأسواق المالية فيما يتعلق بمعدلات العائد أي أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، ظهرت العقود المالية كأدوات احتياطية ضامنة ضد مخاطر تقلب الأسعار. تصاعد حجم التعامل في الأدوات المشتقة خلال الثمانينات وبشكل واضح خلال التسعينات،

1 - يتمّ الاتّفاق عن المدّة التي يجب فيها الوسيط إشعار زبونه بأيّ تغيير طرأ على حول العمولات في اتفاقية فتح الحساب وقد حدّد نموذج هذه الاتفاقية هذه المدّة بسبعة أيام، كما نصّت عليه المادة 10 من التعليم رقم 02/98 المتعلّقة بنموذج اتفاقية الحساب المبرمة بين الوسيط وزبائنه، وقد نصّت على ما يلي:

« Les services fournis par l'intermédiaire en opérations de bourse au titulaire seront facturés selon le barème joint en annexe de la présente convention. Toute modification de ce barème devra être portée à la connaissance du titulaire sept (07) jours avant qu'elle prenne effet.

Le titulaire accepte les termes de ces conditions tarifaires et s'engage à supporter les commissions et frais qui seront applicables »

2 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/09 الذي يحدّد قواعد حساب العمولات التي تحصلها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن عمليات البورصة السابق الذكر. التي تحسب كالاتي:

- سندات رأس المال: 15,0% من مبلغ المعاملة.

- سندات الدين: 10,0% من مبلغ المعاملة.

- على أن لا تتعدى قيمة العمولة 2.500.000.00 دج.

نظرا لزيادة المخاطر المرتبطة بارتفاع اللجوء إلى التمويل عن طريق الأسواق المالية الدولية، الذي ازدهر بفضل ازدهار تكنولوجيات المعلومات والاتصال، فضلا عن برامج التحرر المالي والحد من القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال فيما بين الأسواق.

يرجع نمو التعامل في العقود المالية إلى أسباب أخرى يذكر منها، الإقبال اللامتناهي للبنوك عليها، رغبته منها في تنويع الخدمات المقدمة لربائنها، والخروج عن الوساطة المصرفية التقليدية بل، أكثر من ذلك ظهرت بعض البنوك والمؤسسات المالية التي تخصصت في التعامل في العقود المالية واشتهرت بذلك.

تشهد السوق المالية الجزائرية تأخراً رهيباً بشأن تعاملها في الأدوات المالية الحديثة، إذ لا تزال تعيش المرحلة الجنينية لها، فهي سوق مقطوعة عن بقية الأسواق العالمية، منعزلة ومنطوية على نفسها. تجد صعوبة في الصمود وهي تتعامل بضع تقنيات الأسهم والسندات، فكيف لها أن تستقبل التقنيات الحديثة أو تستوعب التسيير المعقد للأدوات المالية الحديثة أو العقود المالية، وهي بعيدة كل البعد عن المعنى الحقيقي للسوق.

تسبب هذا التأخر في إحجام المشرع عن تنظيم التعامل بالأدوات المالية الحديثة. أدى هذا الموقف السلبي للمشرع تجاه الأدوات المالية الحديثة والعقود المالية إلى عجز السوق على إغراء المستثمرين للاستثمار فيها، خاصة وأن كبار المستثمرين يبحثون عن عائد أكبر بمخاطر أقل، معادلة لا تتحقق إلا بالاستثمار في العقود المالية. أمام غياب تأطير قانوني للمشرع الجزائري للعمليات الواردة على العقود المالية، يجب الاستعانة بالقوانين المقارنة للمساهمة في نشر ثقافة حديثة للتعامل في الأسواق المالية واقتراح سبيل لتنظيم هذه العمليات للاستفادة من مزاياها.

تدرس من خلال هذا المطلب أهم العقود المالية الأكثر شهرة وانتشاراً في العالم، وهي العقود المستقبلية والخيارات وعقود المبادلات، دون التطرق إلى غيرها من العقود التي لم تحظ بنفس القدر من الانتشار.

الفرع الأول

العقود المستقبلية

تعتبر العقود المستقبلية امتداداً للعقود الآجلة، التي يبرمها الأطراف بإرادتهم، إذ يتفق الأطراف على المبيع وكميته وأجل تنفيذ العقد. يعاب على العقود الآجلة وجود احتمال قوي لعدم تنفيذ العقد في أجله، بمجرد قرار فردي من طرف أحد المتعاقدين، نظراً لأن معطيات السوق

وقت التنفيذ أحسن مما اتفق عليه بموجب العقد الآجل. تصدياً لهذا العيب ظهرت العقود المستقبلية التي تقدم ضمانات أكثر للأطراف بتنفيذ العقد وتجنبه خسارة عدم التنفيذ⁽¹⁾. سيسلط الضوء على هذا النوع من العقود بتحديد مفهومها (أولاً)، و أحكامها وفقاً للقوانين التي أقرت بها (ثانياً)

أولاً - مفهوم العقود المستقبلية:

أدى اهتمام المستثمرين والبنوك والمؤسسات المالية بالعقود المستقبلية إلى سرعة انتشارها رغم حدائتها، مما حث الفقه أولاً والقانون لاحقاً على تأطيرها. لدراسة هذا الإطار القانوني يجب البدء بتعريف هذه العقود وتمييزها عن العقود الآجلة ثم التطرق لأهم أنواع العقود المستقبلية.

أ- تعريف العقود المستقبلية:

يعرف البعض العقد المستقبلي بأنه: « اتفاق نمطي لتبادل أنواع محدّدة بكميات محددة وفي تواريخ استحقاق مستقبلية، على أن يتم ذلك من خلال البورصة »⁽²⁾. يعرفها البعض الآخر من حيث تنظيمها القانوني بأنها: « عقود قانونية ورسمية يجري ترتيبها في أسواق منظمة للتأكيد على تعهد بالتسليم إلى المشتري لكمية ونوعية من الأدوات المالية أو السلع المتفق عليها من أصل استثماري معين في وقت ومكان محددين في المستقبل »⁽³⁾. يتصف هذا التعريف بالغموض والإبهام، إذ لا ينطوي على أية خصوصية تميز العقد المستقبلي عن العقد الآجل.

يرى البعض الآخر أن العقود المستقبلية لا تقتضي بالضرورة دفع الثمن وتسليم المبيع في وقت مستقبلي - وإن كان ذلك هو الغالب - فالعقد المستقبلي هو التزام بسعر محدد ولتاريخ محدد في المستقبل. يلتزم بموجبه المشتري بتسلم البضاعة ودفع قيمة المبيع أو العقد، ويلتزم البائع بتسليم البضاعة وقبض قيمتها أو قيمة العقد. مع ذلك فقد يرد الالتزام لا على تسليم البضاعة ولا على دفع ثمنها، إنما على دفع فارق سعرها وقت الاتفاق، وسعرها في وقت التنفيذ⁽⁴⁾.

1 - الشهراني أحمد سعيد أحمد، عمليات الأوراق المالية العاجلة والآجلة، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2007، ص 159.

كذلك: هندي منير إبراهيم، إدارة المنشآت المالية وأدوات المال، مرجع سابق، ص 511.

2 - سالمان محمد، "تنشيط سوق المال في مصر في ظل سياسة الإصلاح المالي والاقتصادي"، مجلة البنك المركزي المصري، عدد 2، 1993، ص 9.

3 - هوشيار معروف كاكما مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار، مرجع سابق، ص 152.

4 - « Le contrat à terme ferme constitue selon les règles du marché : l'engagement à un prix et à une date déterminés.

- Pour l'acheteur de prendre livraison et de régler l'actif sous jacent.

- Pour le vendeur de livrer et de recevoir le règlement de l'actif sous jacent.

=

استقبلت القانونين العقود المستقبلية في نطاق المشتقات المالية الملحقة بالمنتجات المالية، فالمنتجات المالية الآجلة أو العقود المالية الآجلة تشكل مفهوماً مالياً اقتصادياً بحتاً. أدرجه المشرع الفرنسي في قانون تحديث النشاطات المالية، المؤرخ في 2 جويلية 1996، نتج عن إدماجه بالنظام المتعلق بخدمات الاستثمار المالي بتاريخ 10 ماي 1993، وضع نص خاص بالمنتجات المالية وهو الأمر المؤرخ في 8 جانفي 2009 الذي تبني مصطلح العقود المالية لأول مرة. سوى المشرع الفرنسي بين مصطلحي العقود المالية الآجلة والمنتجات المالية الآجلة، إلا أن الفقه انتقده لاهتمامه بالطبيعة المالية المحضة لهذه المنتجات، أكثر من كونها عقود بالعقد⁽¹⁾.

ب- تمييز العقود المستقبلية عن العقود الآجلة:

تتطلب العقود الفورية تسليماً فورياً للأصل محل التعاقد، سواء كان ذلك الأصل سلعة أو ورقة مالية. أما العقود المستقبلية يكون في تاريخ لاحق يحدده العقد، أما السعر فيتحدد في الحالتين في لحظة التعاقد. عكس عقود الاختيار التي يكون فيها تنفيذ العقد اختياري من قبل المشتري، فإن تنفيذ العقود المستقبلية إلزامي لأطرافها. يمكن لكل طرف التخلص من التزامات العقد، وذلك بأخذ مركز مضاد على عقد مماثل، فلو أن المركز كان مركز طويل، أي مركز مشتري، يمكن التخلص من التزامات ذلك المركز بأخذ مركز قصير أي مركز بائع على عقد مماثل، والعكس لو أن المركز الذي أخذه المستثمر كان مركزاً قصيراً⁽²⁾.

يعتبر الاختلاف جوهرياً بين العقود المستقبلية وكل من العقود الفورية وعقود الاختيار، بالمقابل لا توجد اختلافات جوهرية بينها وبين العقود الآجلة، حيث أن هذه الأخيرة عقود نمطية لا غير، فيمكن القول أن العقود المستقبلية عقود آجلة نمطية تتداول في سوق منظمة. تبدأ العلاقة بين طرفي العقد المستقبلي شخصية، بما يتيح فرصة التفاوض بينهما، لكن بمجرد

=L'exécution du contrat peut toutefois prendre une forme autre que la livraison de l'actif sous jacent. Le contrat peut en effet se dénommer par le paiement d'une différence entre le prix auquel il a été négocié et le cours de liquidation auquel il sera dénommé ».

BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, droit des marchés financiers, op.cit, p176.

Article P/M 1 – 34 alinéa 1et 2 des règles de négociation.

1 - « Même si le législateur pose un principe d'équivalence entre les deux notions, la nouvelle dénomination du contrat financier s'avère réductrice par rapport à celle d'instrument financier à terme, car elle ne rend pas compte de la dimension résolument financière de cet instrument, qui est un instrument financier avant d'être un contrat. Si la référence au contrat financier son ligne son ancrage dans le droit des obligations seul l'instrument financiers. Car l'entrée dans la sphère financière semble bien rn faire une simple marchandise, un produit financier, un instrument financier ».

DAILLER Pauline, Le contrat financier un instrument financier à terme, Thèse doctorat en droit université Paris I, 2010, p3.

2 - ، هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 680.

الوصول إلى اتفاق تخرج العلاقة عن طابعها الشخصي بتدخل بيوت المقاصة أو التسوية لتنفيذها. تأخذ بيوت التسوية مركز المشتري بالنسبة للبائع ومركز البائع بالنسبة للمشتري، مع بقاءه بعيداً عن تحمل مخاطر فشل أحد الأطراف في الوفاء بالتزاماته.

يتشابه العقد المستقبلي مع العقد الأجل في كون التنفيذ متوقف على زمن يتفق عليه مسبقاً، وعليه فإن مكاسب أحد الأطراف تكون دائماً على حساب الطرف الآخر. فقد يخيب ضن المشتري إذا كان سعر الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر في لحظة تنفيذ العقد أي لحظة التسليم أقل من سعره في العقد، فإن البائع سوف يعاني من الشعور نفسه لو أن سعر الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر لحظة التسليم كان أكبر من السعر المحدد في العقد المستقبلي⁽¹⁾. تختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة من عدة جوانب منها:

ب - 1 - العقود المستقبلية عقود نمطية: إذ يتم تداولها في سوق منظمة يتفق فيها على كمية ونوعية الأصل المالي أو السلعة المتداولة، كيفية وتاريخ التسليم وباقي عناصر العقد، يبقى على الأطراف التفاوض فقط على سعر تنفيذ الصفقة، في حين تعدّ العقود الآجلة عقود شخصية تتوقف على اعتبارات شخصية تختلف من مستثمر إلى آخر، لذا يترك تحديد عناصر العقد لأطرافه⁽²⁾.

ب - 2 - من حيث مخاطر عدم القدرة على الوفاء: توفر العقود المستقبلية حماية أفضل للطرفي العقد منها في العقود الآجلة، تتمثل هذه الحماية ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد. فالعقود الآجلة لا تتداول في سوق منظمة بالتالي لا توفر نفس الحماية كالعقود المستقبلية. يبقى السبيل الوحيد أمام المستثمر لتخفيض مخاطر الاستثمار فيها، هو قيام كل طرف من أطراف العقد بالتحقق من قدرة ورغبة الطرف الآخر على الوفاء قبل إبرام العقد معه. رغم ذلك مهما كانت دقة الاختيار، فإن ظروفًا غير متوقعة قد تواجه أحد الأطراف فتجعله غير قادر على الوفاء بالتزاماته، بينما في العقود المستقبلية التي تتداول في سوق منظمة، تتدخل بيوت التسوية والمقاصة لضمان التنفيذ والوفاء، فهي توفر الحماية من مخاطر عدم الوفاء.

ب - 3 - مخاطر عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد: عكس العقد الأجل، يمكن لأطراف العقد المستقبلي التخلص من التزاماتهم، باتخاذ المركز المضاد على عقد مماثل كما

1 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 681 - 682.

2 - هوشيار معروف كاكّا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 155.

سبق شرحه. أما العقود الآجلة فالانسحاب من العقد يتطلب إعادة التفاوض مع المتعاقد، وقد يصعب أو يستحيل ذلك إلا إذا قدم المنسحب تنازلات مغرية لنظيره.

ب - 4 - تكلفة المعاملات: تتمثل تكلفة المعاملات في مصاريف وعمولات البحث عن الطرف المقابل للعملية، التي يتكبدها المستثمر في العقود الآجلة، ناهيك عن الرسوم والضرائب. في حين يتحمل المستثمر في العقود المستقبلية مصاريف أقل بما أن التداول يكون في سوق منظمة، فلا يتحمل تكاليف البحث عن الطرف الآخر، أما عن مصاريف السمسرة والضرائب تكون محددة مسبقا في سوق المنظمة⁽¹⁾.

ب - 5 - من حيث المتدخلين في السوق: تجذب سوق العقود المستقبلية كل من المضاربين والمحتاطين المترددين في المخاطرة، كونها تقلل المخاطر مقارنة بنظرتها العقود الآجلة التي تستهوي المضاربين طمعا منهم في هامش ربح أكبر.

ب - 6 - من حيث سعر التسليم: يعدّ سعر التسليم في العقود المستقبلية ويتابع يوميا حسب تغيرات السعر في السوق، أما سعر التسليم في العقود الآجلة فهو ثابت وغير متغير إلى غاية نهاية فترة العقد⁽²⁾.

ج - أنواع العقود المستقبلية:

حصر المشرع الفرنسي أنواع العقود المستقبلية فيما يلي: عقود مستقبلية على السلع أو البضائع، عقود مستقبلية على المؤشرات عقود مستقبلية على العملات، وأخيراً عقود مستقبلية على سعر الفائدة⁽³⁾.

ج - 1 - العقود المستقبلية على السلع والبضائع: يسمى سوق العقود المستقبلية للبضائع بفرنسا بسوق MATIF، يشمل السلع التالية: الذرة، القمح، زهرة عباد الشمس، أما العقود الواردة على الخنازير والبطاطا تتداول في أمستردام، وبلغ أخرى تتداول في سوق لندن⁽⁴⁾. تنظم هذه السوق من طرف شركة أورونيكتست المختصة ببورصة القيم المنقولة، كما تسوى من طرف شركة التسوية clearnet التي تضمن النهاية الحسنة للعملية. تمنح هذه

1 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 687.

2 - هوشيار معروف كاكّا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 157.

كذلك: الشهراني أحمد سعيد أحمد، عمليات الأوراق المالية العاجلة والآجلة، مرجع سابق، ص 161.

3 - جاء النص عليها في المادة II 1 - 211 L من التقنين النقدي والمالي الفرنسي كما يلي:

« Les contrats financiers à terme sur tous effets, marchandise indices ou devises, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces, et tous les contrats à terme sur taux d'intérêt... ».

4 - BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, droit des marchés financière, op.cit, p 177.

السوق للمتعاملين فيها إمكانية تغيير المراكز لكل من البائع والمشتري أو إمكانية الوفاء بالتزاماتهم على أقساط⁽¹⁾.

ج- 2 - العقود المستقبلية على الأصول المالية: بدأ التعامل في العقود المستقبلية المالية في السبعينات، أما قبل ذلك فكان التعامل قاصراً على عقود السلع والموارد الطبيعية. اشتهرت هذه السوق في الولايات المتحدة الأمريكية، خاصة فيما يتعلق بالعقود الواردة على أدوات الخزنة⁽²⁾.

ج- 3 - العقود المستقبلية على نسب الفائدة: هي عقود تمكن المكتتبين فيها من التغطية ضد مخاطر تغير نسبة الفائدة، كانت هذه العقود في فرنسا تتداول في سوق الماتيف MATIF الخاص بالعقود المستقبلية على البضائع، وذلك إلى غاية إنشاء فروع لأورونيكت سمي بأورونيكت لايف Euronext Liffe مقرها لندن⁽³⁾. يمكن ذكر أهم نموذج لهذه العقود وهو عقد أو ريبور ثلاثة أشهر E rribor 3 mois ، الذي يضمن التغطية ضد تغير نسب فائدة القيم القصيرة الأجل في السوق النقدية أي ما بين البنوك. تتداول هذه العقود بالمضاربة على سعر العقد في وقت إبرامه ووقت تنفيذه، دون وجود لتسليم مادي عند وقت التنفيذ.

يمكن أن تتداول مثل هذه العقود في سوق منظمة كما سبق شرحه، ويمكن أن تتداول خارج السوق بالتراضي بين المستثمرين، مثال عقد FRA (Futur Rate Agreement) هو عقد وارد على نسب الفائدة المستقبلية⁽⁴⁾. مضمون هذا العقد هو أن يتفق الطرفان مسبقاً على نسبة خاصة معينة لقيم أو أصول مالية، بتحديد مسبق لمرجعية النسب المتفق عليها. تعود النسب إلى تاريخ قبل إبرام العقد. إذا ارتفعت نسبة الفائدة يلتزم البائع بدفع فارق السعر بين الفائدتين، وبالعكس إذا انخفضت نسبة الفائدة التزم المشتري بدفع فارق السعر للبائع، بالتالي يسعى البائع إلى عدم ارتفاع الفائدة ويسعى المشتري إلى عدم انخفاضها⁽⁵⁾.

1 - BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, droit des marchés financière, op.cit, p 177.

2 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 702.

3 - BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, droit des marchés financière, op.cit, p 177.

4 - « l'accord des taux futur selon la terminologie française set défini par la convention cadre interbancaire comme suite : l'opération par laquelle le vendeur s'engage à payer à l'acheteur le différentiel en cas de hausse des taux d'intérêt et réciproquement, l'acheteur s'engage à payer au vendeur le différentiel en cas de baisse des taux d'intérêt » BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, droit des marchés financière, op.cit, p 177.

5 - DELATTRE (E) les nouveaux instruments financier, collection que sais Paris, 1994, p 30.

ج- 4 - العقود المستقبلية الواردة على المؤشرات: هي عقود تضمن للمتعاملين فيها حماية وتغطية من مخاطر تقلب أسعار القيم المنقولة المكونة للمؤشرة علماً أن المؤشر يتكون من مجموعة قيم منقولة لمجموعة من الشركات الرائدة في نفس القطاع، فأسعار المؤشر دليل على أسعار القيم التي يمثلها، لذا يتعاقد المستثمرون ويضاربون على صعود أو هبوط قيمة المؤشر.

تداول العقود المستقبلية الواردة على المؤشرات في فرنسا في سوق منظمة تدعى MONEP وأشهر مؤشر ترد عليه العقود المستقبلية هو مؤشر CAC 40 الذي يمثل أربعين مؤسسة رائدة في مختلف القطاعات، وضعت شركة أورونيكت معيار وقاعدة حسابه⁽¹⁾. تعرف السوق الأوروبية مؤشرات أخرى حديثة النشأة، لا تقبل شركة السوق قيد العقود المستقبلية الواردة عليها، إلا أن المستثمرين لا يمتنعون عن إبرامها بالتراضي خارج السوق⁽²⁾.

ثانيا - أحكام العقود المستقبلية:

تعتبر العقود المستقبلية عقود معاوضة يحدد فيها المقابل وفقاً لطبيعة العقد، كما أنها عقود ملزمة للجانبين، يلتزم بموجبها الطرفان بدفع الثمن وتسليم المبيع. لهذه الأسباب كيفها البعض بأنها عقود بيع، وبصورة أدق هي بيوع آجلة تنشأ بالالتزامات وقت إبرام العقد، يتأخر تنفيذها إلى وقت لاحق يحدد في العقد⁽³⁾.

تداول هذه العقود في سوق منظمة مخصصة لها. تقوم على تنظيمها وتسيير العمليات الواردة عليها، شركات أسست خصيصاً لهذا الغرض. تجتمع لديها أوامر التنفيذ ثم تسوى بتسليم السلعة المتفق عليها ودفع ثمنها، ماعدا العقود المستقبلية الواردة على المؤشرات وتلك الواردة على نسب الفائدة التي لا يتم فيها تسليم محل العقد.

1 - كل وحدة تداول تمثل عقد واحد على المؤشر CAC 40. كل نقطة في المؤشر قيمتها 10 أورو، تُجزأ التداولات على أربعة عشر أقساط. تضع أورونيكت في كل حصة تداول سعر إقفال تداولت به القيم المنقولة المشكلة للمؤشر، على أساس هذا السعر تحدد سعر النقاط للمؤشر بالتالي السعر الإجمالي للعقد. هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 730.

2 - DELATTRE (E) les nouveaux instruments financier, op.cit, p 17.

3 - les contrats à terme sont des contrats synallagmatique à titre onéreux, souvent définis en référence au contrat de vente. Pendant, si quel que soit le contrat, les parties s'accordent sur une chose et un prix seul les contrats qui créent des obligations réciproque de livrer la chose et de payer le prix peuvent être qualifiés de contrats de vente. Ce sont plus précisément des ventes à terme, les parties éteint engagées des la conclusion du contrat, et l'exigibilité de leurs obligations retardée à l'échéance ».

BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, op.cit, p 179.

تمنح هذه الأسواق ضمانات مهمة من شأنها تغطية المخاطر المحتملة والتي يتفادها المستثمر في العقود المستقبلية عكسها في العقود الآجلة كما سبق شرحه وسنتطرق إلى هذه الضمانات في أوانها.

أ - تنفيذ العمليات الواردة على العقود المستقبلية:

يختلف تنفيذ العمليات الواردة على العقود المستقبلية، عن نظيرتها الواردة على الأوراق المالية من حيث الأجهزة المختصة بتنفيذها، والتقنيات والإجراءات التي تستعملها المعتمدة في تنفيذها.

أ - 1 - شركات سوق العقود المستقبلية: هي شركات متخصصة تأسست لتنفيذ العمليات الواردة على العقود المستقبلية، يذكر منها شركتي MATIF و MONEP الفرنسية التي سبق الإشارة إليهما. وكذا شركة العقود المستقبلية المتواجدة في الولايات المتحدة الأمريكية، التي تعمل وفقا للوائح والأنظمة الصادرة عن لجنة التعامل في العقود المستقبلية (Futures Trading Commission (FTC)، وكذلك الاتحاد الأهلي للعقود المستقبلية (National Futures Association (NFA).

يرى البعض أن مثل هذه الشركات هي شركات لا تهدف إلى تحقيق الربح، إنما تحصل التمويل اللازم لنشاطاتها من الاشتراكات التي يدفعها أعضاء السوق إلى جانب الرسوم التي تحصل عليها لقاء الخدمات التي تقدمها⁽¹⁾.

تتشكل شركات سوق العقود المستقبلية من أعضاء هم السماسرة والوسطاء الماليين، ومن أشخاص طبيعية أو معنوية يشترطون عضويتهم بعدد المقاعد التي تحددها وتحدد أسعارها شركة السوق. تحتوي هذه الشركات على غرف تداول تخصص كل غرفة لسلعة معينة، يلتقي فيها المضاربون والسماسرة الممثلون للبائعين والمشتريين لتلك السلعة في مساحة دائرية تسمى بحلبة التداول، تتداول فيها العقود إما عن طريق المناذاة أو عن طريق التداول الإلكتروني.

أ - 2 - إجراءات التنفيذ والتسوية في العقود المستقبلية: يعتبر الوسيط همزة وصل بين العملاء وسوق العقود المستقبلية، كما هو الحال في السوق العاجلة للقيم المنقولة. يتلقى الوسيط أوامر الزبائن المتضمنة بيع أو شراء عقود مستقبلية، ينقلها إلى شركة السوق، أو كما يسميها البعض بصالة التداول أين تنفذ. يتفق الزبون مع الوسيط على نوع الأوامر، كيفية تنفيذها، تكلفتها ومقدار الهامش المبدئي أي العمولة التي سيقبضها السماسر.

1 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 688 - 689.

يتوجه السمسار إلى صالة السوق للتنفيذ الفوري لأوامر زبونه، إلا إذا كانت أوامر إيقاف أو أوامر محددة، ثم يتصل بأقسام السوق المختلفة، التي تتداول فيها السلع محل العقود التي سينفذها، إذ لكل سلعة قاعة أو قسم خاص بها. لا تسجل أوامر الزبون في دفاتر الأوامر، إلا إذا كانت مستوفية لشروط تنفيذها. يعلن سمسار الصالة بصوت مسموع أو إشارات مفهومة متعارف عليها عن الأوامر التي بحوزته، فإذا وجد ما يقابلها أجرى اتفاقاً تسجله شركة السوق على أنه عملية منفذة، فيبلغ عميله بجميع مراحل تنفيذ أوامره⁽¹⁾.

يقع على عاتق السمسار بعد تنفيذ وتسوية العملية، عن طريق بيوت التسوية، التزام بتسليم السلعة المباعة، إلا في ما يتعلق بالعقود المستقبلية الواردة على سعر العملة، والعقود المستقبلية الواردة على المؤشرات. إذ تتم تسوية هذه الأخيرة بمجرد الدفع النقدي لفارق الأسعار بين السعر المتفق عليه وسعر السوق، دون أن يصاحب هذه العملية إجراء التسليم المادي. يعتبر الالتزام بالتسليم من أهم الالتزامات الواقعة على عاتق السمسار البائع، إذ يلتزم بتسليم السلعة المتفق عليها في الآجال المتفق عليها، شأنه شأن الالتزام بالتسليم في العمليات الواردة على القيم المنقولة.

تظهر خصوصية الالتزام بالتسليم في نوع خاص من العقود هو العقود المستقبلية، هي تلك الواردة على أدونات الخزائن، أين يرسل السمسار البائع تعهداً بتسليم الأدونات إلى بيت التسوية في آخر يوم للتعامل على العقد. يوضح التعهد اسم البنك الذي يملك البائع حساباً فيه حتى تحول إليه قيمة العقد، على أن يكون هذا البنك مسجلاً في سوق العقود المستقبلية، فعلى سبيل المثال في الولايات المتحدة يشترط أن يكون البنك عضو في النظام الاحتياطي الفدرالي للعقود المستقبلية⁽²⁾. يتزامن هذا التعهد مع تعهد سمسار المشتري بدفع قيمة العقد إلى بيت التسوية، على أن يبين هذا التعهد البنك الذي يتولى دفع قيمة العقد، والذي سيستلم الأدونات محل العقد. تتدخل بيوت التسوية أو غرف المقاصة بالوساطة بين بنك المشتري وبنك البائع. في اليوم الموالي للعملية، على سمسار المشتري أن يستظهر لسمسار البائع وصل يثبت دفع قيمة العقد، وعلى سمسار البائع أن يستظهر وصل يتضمن إثبات بتسلم بنك المشتري للأدونات.

ب - ضمانات التنفيذ في العقود المستقبلية:

يرتبط أطراف العقد في العقود المستقبلية بعلاقات شخصية، الأمر الذي يتطلب توافر الثقة فيما بينهم لضمان التنفيذ الحسن للعقد. تظل العقود في هذه السوق شخصية إلى غاية تنفيذها

1 - الشهراني أحمد سعيد أحمد، عمليات الأوراق المالية العاجلة والآجلة، مرجع سابق، ص 165 - 166.

2 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 690.

وتدخل بيت المقاصة لتسويتها، حينها تنتهي العلاقة الشخصية بين البائع والمشتري.

يخاطر الأطراف في العقود المستقبلية بخسارة محتملة في كل مرة يتغير فيها السعر، مع زيادة احتمال عدم قدرة الملتزم بالوفاء على الوفاء. تدخل بيت التسوية للتوسط بين طرفي العقد من شأنه أن يضمن التقليل من المخاطرة واحتمال الخسارة. لهذا السبب وضعت بيوت المقاصة جملة من القواعد والمبادئ، التي من شأنها أن تكرر ضمانات حسن التنفيذ لكلا طرفي العقد، وتجنب بيت المقاصة أثر الخسارة التي قد يتكبدها مع الأطراف.

كرست مختلف شركات السوق ضمانات أساسية ترمي إلى حماية سوق العقود والمتعاملين فيها، بشكل يبعث الطمأنينة فيما بينهم. تتمثل هذه الضمانات في نظامين أساسيين هما نظام حدود التقلبات السعرية، ونظام الهامش والتسوية اليومية.

ب - 1 - نظام حدود التقلبات السعرية: ظهر هذا النظام في أسواق العقود المستقبلية للولايات المتحدة الأمريكية، وهو نظام يطبق على أغلب السلع ماعدا العقود المستقبلية الواردة على المؤشرات. يضع هذا النظام حدودا مسبقة لتقلبات الأسعار التي يتوقعها الأطراف، بحيث يقبل طرفي العقد تنفيذ العقد إذا كانت تقلبات الأسعار عند أحد هذه الحدود، الأمر الذي يقلص من إشكالية رفض الوفاء عند ميعاده.

يمكن شرح هذا النظام بمثال عن الحدود القصوى لتقلب الأسعار التي يقبلها الأطراف، بحيث إذا كانت الثغرة كبيرة بين الأسعار الجاري التعامل بها والأسعار المتوقعة والتي يعتقدونها المتعاملون أكثر ملائمة، فإن الكل سيحجم عن التعامل خلال هذه الفترة، ما يسبب كسادا للسوق وخسارة لبعض المستثمرين، لهذا السبب تسعى الأسواق الأمريكية إلى تحديد هذا الفارق. فمثلا لو كان السعر الجاري للعقد هو 100 دولار وحدود حركة الأسعار هي 5%، في حين أن المعلومات التي وردت إلى السوق تحمل على الاعتقاد بأن السعر الملائم هو 120 دولار، فقد يتطلب الأمر أربعة أيام حتى يدخل السعر الذي سيتعاقد به المستفيدون. بقاء السوق أربعة أيام كاملة دون تداول من شأنه أن يخلق أزمة مالية كبيرة بالسوق وبالمتعاملين فيها. يهدف نظام حدود التقلبات السعرية إلى وضع حد لهذه التوقعات، التي على أساسها بحجم المتعاملون على التعاقد أو على تنفيذ العقود السابقة⁽¹⁾.

ب - 2 - نظام الهامش والتسوية اليومية: تملك بيوت التسوية أنظمة ووسائل تدفع عنها مخاطر عدم الوفاء، فهي تفرض على السماسرة طلب الهامش من عملائهم لتغطية مثل

1 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 692.

هذه المخاطر، خاصة وأن السماسرة يجرون تسوية يومية لمراكزهم المالية، في ظل ما يسمى بهامش الوقاية أو الهامش المبدئي أو هامش الصيانة. يتمثل الهامش في الأسواق الحاضرة، في الدفعة المقدمة من قيمة الصفقة، التي على ضوءها يمكن للسماسر أن يحصل على قرض من بنكه، يسمح له بتغطية قيمة الصفقة بالكامل، أما الهامش في العقود المستقبلية، فهو يقدم لإثبات حسن النية في التنفيذ.

يمكن تقديم الهامش في صورة نقدية أو في صورة أذونات الخزينة، أو خطاب ضمان من طرف أحد البنوك، يودع لدى السماسر لضمان الالتزام بشروط العقد. يتراوح الهامش المبدئي أو ما يعرف بهامش الأداء بين 5% و 10% من قيمة العقد. يحدد السماسر هذه النسبة بالمقارنة مع الحد الأعلى لتذبذب الأسعار المسموح به وفقاً للنظام السابق شرحه، أي نظام محدود التقلبات السعرية، على أن يسترد المودع قيمة الهامش بعد تنفيذ الصفقة إذا لم يتعرض إلى أية خسائر يغطيها بالهامش المودع.

يقوم بيت التسوية بالتسوية اليومية للهوامش المودعة، ومراجعتها من جلسة إلى أخرى خلال اليوم نفسه إذا تضمن عدة تداولات، مما يؤدي إلى انعدام أية فرصة لتراكم الخسائر. إذا وصل الهامش المبدئي حداً من الخسارة أو الأرباح، فإن بيت التسوية يطلب مراجعته بالزيادة في حالة الخسارة، إذ يودع العميل مبالغ إضافية أو أذونات بقيمة تقضي على الخسارة من جهة، وتعوض الهامش من جهة أخرى، وهو ما يعرف بالهامش الوقائي، أما في حالة الربح فإن بيت المقاصة يبلغ العميل بذلك، وتمنح له خيارين هما إما سحب السيولة الزائدة عن الهامش المبدئي أو الاحتفاظ به لعمليات أخرى وهو ما يعرف بهامش الصيانة⁽¹⁾.

الفرع الثاني

عقود الخيارات

يمثل عقد الاختيار حق شراء أو بيع ورقة مالية أو سلعة معينة عند سعر معين ولفترة محدّدة من الزمن. يعرف الأصل محل التعامل في سوق الخيارات بسلعة الخيار. دخلت عقود الخيارات كمفهوم اقتصادي وكسلعة مالية متداولة داخل الأسواق المالية، وتطورت بسرعة رهيبية نظراً لإقبال كل من المستثمرين والمضاربين المحترفين عليها. يعود ذلك إلى المزايا العديدة التي تمنحها للمتعامل فيها. ستتم دراسة هذه العقود بدارسة ماهيتها (أولاً)، وكيفية تنظيمها (ثانياً).

1 - الشهراني أحمد سعيد أحمد، عمليات الأوراق المالية العاجلة والأجلة، مرجع سابق، ص ص 167 - 168.

كذلك: هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص 654، 695.

أولا - ماهية عقود الاختيار:

تصنف عقود الخيارات من بين العقود المالية الحديثة، وإن كانت حجم المعاملات الواردة عليها في الأسواق المالية النشيطة يفوق حجم العمليات الواردة على القيم التقليدية أو الكلاسيكية.

أ - نبذة عن ظهور وتطور عقود الاختيار:

لعبت الخيارات دورا مهما في سوق الأوراق المالية لسنين مضت. بدأت لأول مرة على شكل عقود فردية تبرم بين طرفين، في وقت لم تنشأ فيه بعد بورصات خاصة بمثل هذه العقود. بدأ التعامل في الخيارات في القرن التاسع عشر الميلادي على السلع الزراعية وبعض المعادن، إلا أنها عقود يغلب عليها الطابع الشخصي وعدم التنظيم، مما أدى إلى صعوبة تداولها وعدم سيولتها، بالتالي محدودية عقود الخيارات. حينما دخلت العقارات والأوراق المالية كسلع لعقود الخيارات، ازدهرت وعرفت حركية مختلفة، كان ذلك لأول مرة في لندن عام 1830، ثم في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1860، إلا أنها رغم ذلك احتفظت بطابعها الشخصي غير التنظيمي⁽¹⁾.

شهد العقد الثامن من القرن التاسع تطورا صناعيا وسياسيا، فتطور معه التعامل في عقود الخيارات وزادت الحاجة إلى تنظيمه. ظهر أول سوق منظم لعقود الخيارات في مدينة شيكاغو بالولايات المتحدة الأمريكية في أبريل 1973، حينما قام مجلس شيكاغو بإدخال الكثير من التعديلات الجوهرية على الأسس التي يقوم عليها التعامل في الأسواق غير المنظمة. انتهت هذه التعديلات بإنشاء سوق منظمة الخيارات، وضعت فيها شروط خاصة لتداولها، تنفيذها وتسويتها، كما أسس هذا المجلس أجهزة خاصة لإدارة سوق الخيارات، وتنظيم سماسرة الخيارات.

تأخرت باقي الأسواق في اللحاق بركب سوق الخيارات وفقا للنموذج الذي نظمته الولايات المتحدة الأمريكية، ففي لندن التي كانت السبابة إلى التعامل في مثل هذه العقود، لم تعرف سوقا منظمة للخيارات إلا في 1979، ثم انتشرت في باقي دول أوروبا، ومع ذلك عجزت عن منافسة السوق الأمريكية للخيارات⁽²⁾.

ب - تعريف عقود الخيارات:

تعتبر عقود الخيارات بمثابة اتفاقيات تجري بين طرفين بغرض تداول أصول حقيقية

1 - الشهراني أحمد سعيد أحمد، عمليات الأوراق المالية العاجلة والآجلة، مرجع سابق، ص 183.

2 - المرجع نفسه، ص ص 183 - 184.

كذلك: هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص 629 - 630.

كالمسلع، أو خيالية كالأدوات المالية أو المؤشرات، لتنفذ في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار⁽¹⁾.

يعتمد بعض الفقه في تعريف عقد الخيار على الوعد من جانب واحد، إذ يعد أحد المتعاقدين المتعاقدين الآخر بالشراء أو بالبيع عند سعر معين في ميعاد زمني معين⁽²⁾. يسمى هذا الوعد بالخيار لأنه غير ملزم فللواعد خيار التنفيذ أو العدول عن التنفيذ عند حلول الأجل إذا أرى أن ظروف السوق غير مناسبة للبيع أو الشراء. يرمز إلى خيار الشراء بتسمية « call » ويرمز إلى خيار البيع بتسمية « Pirt » أما ثمن البيع أو الشراء يرمز إليه بعبارة « strike ».

سلكت شركة السوق المالية الفرنسية Euronext المسلك نفسه في تعريف عقود الخيارات، إذ تعرفها بأنها « العقود التي بموجبها يدفع المشتري للبائع مبلغ من المال مقابل خيار الشراء الذي قد يستعمله المشتري، فيكتسب حق الشراء بسعر محدد مسبقا يسمى سعر التنفيذ، خلال فترة محددة في العقد »⁽³⁾.

تختلف عقود الخيار الأمريكية عن نظيرتها الأوروبية، من حيث أن الأولى تعتمد على تحديد أجل الخيار أو فترة تنفيذه دون التركيز على السعر، أما الثانية أي الأوروبية فهي تولي الاهتمام إلى تحديد سعر التنفيذ دون التركيز على أجل التنفيذ⁽⁴⁾.

ج- أنواع عقود الخيارات:

تنقسم عقود الاختيار إلى نوعين أساسيين هما عقد اختيار الشراء، وعقد اختيار البيع. بعد ذلك ظهرت أنواع أخرى تتخذ مظاهر مختلفة⁽⁵⁾.

1 - هوشيار معروف كاكّا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 158.

2 - « le contrat d'option on contrat optionnel est traditionnellement défini par référence à la promesse unilatérale d'achat on de vente. Il peut donner naissance à une option d'achat, dite « call », ou à une option du vente dite « pirt » qui se défiant comme un droit soit d'acheter soit de vendre à un prix d'exercice fixé à l'avance dite « strike » ».

PAILLER Pauline, le contrat financier, un instrument financier à terme, op.cit, p 31.

3 - Article P/11/1.3.1 AL 1 des règles de négociation Euronext : « **le contrat d'option d'achat ou de vente d'un actif sous – jacent est défini par les règles de marché comme le contrat par lequel l'acheteur de l'option obtient du vendeur moyennant le paiement d'une prime, et l'obligation d'acquérir ou de vendre une quantité déterminée de l'actif sous – jacent, à un paris convenu d'avance dit prix d'exercice au cours d'une période ou à une date déterminée** ».

BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, droit des marchés financière, op.cit, p 188.

4 - PAILLER Pauline, le contrat financier, un instrument financier à terme, op.cit, p 32.

5 - GOURLAOUN J – P, les nouveaux instrument financiers édition Vuibert gestion, Paris, 1998, p 152.

ج- 1 - عقد خيار الشراء option d'achat أو option call : يجمع هذا العقد

بين طرفي هما مشتري الاختيار، وهو الطرف الذي يملك الحق في شراء عدد معين من أسهم منشأة ما، من المتعاقد الثاني وهو محور الاختيار أو بائعه، خلال فترة تنتهي في تاريخ معين، وبسعر محدد عند التعاقد. يسعى مشتري الخيار إلى هذا الشراء حينما يتوقع ارتفاع أسهم المؤسسة، في حين يظن بائعها بأنها ستخفض، دون أن يقرر اختيار الشراء أي حق على المنشأة ولا في أرباحها أو فوائدها.

يحدد سعر الاختيار باتفاق الطرفين على أنه معرض للارتفاع كلما طالت مدته، وبالعكس إذا كانت مدة الخيار قصيرة كان سعره أقل⁽¹⁾. هي علاقة منطقية تتماشى مع الفكرة التي يقوم عليها الاختيار، إذ كلما امتد تاريخ التنفيذ زاد احتمال تحقق توقعات المستثمر في تحقيق الأرباح في المقابل يتوخى البائع خسارة فادحة بارتفاع سعر الاختيار، حتى ولو كان يتوقع انخفاض سعر التنفيذ ثم ارتفع عند الأجل المحدد، فإنه لا يخسر كل شيء.

يحقق عقد اختيار الشراء أرباحاً لمحرر الاختيار أي البائع، لا تتعدى حداً أقصى يتمثل في قيمة الخيار، أي ما يعرف بمقدار المكافأة التي يدفعها المشتري، وذلك مهما انخفضت القيمة السوقية للسهم. أما إذا ارتفعت القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ، حينئذ يمنى المحرر بخسارة تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للسهم وسعر التنفيذ، مطروحاً منها قيمة المكافأة التي سبق أن حصل عليها تزداد قيمة الخسارة مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم، وعلى العكس فإن خسائر مشتري الاختيار محدودة بمقدار المكافأة. يحدث هذا عندما تكون القيمة السوقية للسهم تساوي أو تقل عن سعر التنفيذ، بصرف النظر عن المستوى الذي نزلت إليه الأسعار. لأنه سيستعمل خياره المتمثل في عدم الشراء فيتفادى الخسارة المتعلقة بنزول الأسعار ويكتفي بخسارة قيمة الخيار أي المكافأة، لكنه يحقق أرباحاً معتبرة حينما ترتفع أسعار الأسهم أي أن القيمة السوقية للسهم أعلى من سعر التنفيذ المتفق عليه⁽²⁾.

ج- 2 - عقد خيار البيع option put أو option de vente : يعرف خيار البيع

بأنه العقد الذي يعطي لمالكة كامل الحق في بيع عدد محدد من الصكوك بسعر محدد في تاريخ

1 - يذكر الأستاذ هندي منير المثال التالي:

إذا كان سعر التنفيذ هو 45 دولار وعقد الاتفاق في جانفي فإن سعر الاختيار سيرتفع في فبراير بـ 15 دولار وفي ماي بـ 0,75 دولار وفي أوت بـ 0,75 دولار، وعليه سيكون سعر التنفيذ حينها 48 دولار بدلا من 45 دولار.

هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 607.

2 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 611.

محدد⁽¹⁾. يحرر الاختيار من الطرف الذي يلتزم بشراء الأصول في تاريخ محدد إن أراد مشتري الاختيار بيع هذه الأصول مقابل سعر الخيار الذي سمي بالمكافأة.

يكون من حق مشتري الاختيار بيع أوراقه المالية للمحرر، الذي سيلتزم بشرائها خلال الفترة المتفق عليها، إذا رغب مشتري الخيار بالبيع وفقا لسعر السوق أي القيمة السوقية للأسهم. على فرض أن مستثمر ما قد اشترى عقد اختيار البيع في جوان بـ 50 دولار وفقا للعقد. ينبغي أن يدفع للمشتري مكافأة للمحرر ولتكن 3 دولار للسهم، مقابل الحق في التراجع عن الصفقة إذا ما رغب في ذلك، فإذا انخفض سعر السهم في تاريخ التنفيذ ووصل إلى 43 دولار للسهم الواحد أو أقل من ذلك، سيطلب مشتري الاختيار تنفيذ العقد، أي يقوم ببيع الأسهم للمحرر بالسعر المتفق عليه أي 50 دولار للسهم، لأنه على الأقل سيحقق ربحا إجماليا يقدر بواحد دولار عن كل سهم.

ترتفع أرباح المشتري كلما انخفض سعر السوقي للسهم. أما إذا حدث وأن ارتفعت أسعار الأسهم فصارت 55 دولار بدلا من 50 دولار المتفق عليه، فسوف يستخدم المشتري حقه في عدم تنفيذ العقد أي عدم بيع الأسهم لمحرر حق الاختيار. فيفضل أن يخسر قيمة المكافأة بعدم تنفيذ عقد الاختيار ببيع الأسهم في السوق الفورية بسعر 55 دولار للسهم أي بربح صافي هو 5 دولار عن السهم الواحد. هذا إذا كان سعر المكافأة أقل من إجمالي الربح المحقق في السوق الفورية⁽²⁾.

تجدر الإشارة إلى أن عقد الاختيار لا يعني بالضرورة تسليم المشتري الخيار الأسهم التي باعها لمحرر الاختيار، إنما يمكنه أن يضارب عليها بعقود أخرى في الوقت نفسه، لذا يتبادر إلى الذهن تساؤل عن دافع محرر الاختيار أي بائع الاختيار وهو في الوقت نفسه مشتري الأسهم، إلى الدخول في مثل هذه العقود إذا كانت أرباحه محدودة بينما خسائره غير محدودة، الإجابة ببساطة تكمن في تباين توقعات المستثمرين، ففي الوقت الذي يتوقع فيه مشتري الاختيار ارتفاع الأسعار، يتوقع بائعها انخفاضها.

ج- 3 - نماذج شاذة لعقود الخيارات: استحدث نماذج جديدة في السوق الأمريكية

1 - الشهراني أحمد سعيد أحمد، عمليات الأوراق المالية العاجلة والآجلة، مرجع سابق، ص 151.

كذلك: سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة، الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 469.

2 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 613.

للخيارات لكنها بقيت حكرًا عليها، ولم تعرف انتشارا مثل خيار البيع والشراء. تقوم هذه العقود على مبادئ النوعين السابقين بخصوصيات إضافية، يمكن ذكر بعض هذه العقود الجديدة منها:

- **عقود خيارات الانتشار spread options:** تضم هذه العقود خيارات الشراء وخيارات البيع، غير أن السعر في خيارات الشراء يحدد بسعر الأصل زائد علاوة وأن السعر في خيارات البيع يحدد بسعر الأصل، على أن تنقص منه العلاوة المذكورة نفسها.
- **عقود خيارات الانحياز للسوق أو الوقوف عند طرف واحد straddle options:** تشبه عقود الانتشار، غير أن سعر التعاقد سواء كان في عقود الشراء أو في عقود البيع يحدد عند سعر السوق وقت التعاقد، وبالتالي فإن هذا التداول يقوم على شراء أي لخيار الشراء ولخيار البيع، بالسعر نفسه وللفترة نفسها وللأصل نفسه.
- **عقود خيارات الشد strap option:** تشبه عقود الوقف عند طرف واحد، لكن بالنسبة لخيارات الشراء فله خيار شراء مزدوج أي يضاف إليه خيار شراء آخر.
- **عقود خيار السحب:** هي العقود المقابلة لخيارات الشد إلا أنها تتعلق بخيارات البيع التي تكون مزدوجة إذ يضاف إليها خيار بيع ثان⁽¹⁾.
- **عقود خيارات عند السعر at the money option:** هي تلك العقود التي تنفذ عندما يتساوى سعر القيمة السوقية للسهم والسعر المتفق على تنفيذه.
- **عقود خيارات داخل السعر in the money option:** حينما يكون سعر التنفيذ أقل من القيمة السوقية للأصل المبيع.
- **عقود خيارات خارج السعر out the money option:** حينما يكون سعر التنفيذ أعلى من سعر الأصل أو قيمته السوقية وقت البيع⁽²⁾.

1 - هوشيار معروف كاكّا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 160.

2 - « - Une option call on put est « at the money options » lorsque le prix d'exercice est égal aux prix spot de l'actif sous - jacent.

- Une option call est « en dedans » lorsque le prix d'exercice est inférieur au prix de l'actif sous - jacent et qu'un put est en « dedans » quand le prix d'exercice est supérieur au prix spot.

- Une option call est « en dehors » lorsque le prix d'exercice est supérieur au prix spot. Et qu'un put est en « en dehors » lorsque le prix d'exercice est inférieur au prix spot ».

GOURLAOUEN (J - P), les nouveaux instruments financiers, op.cit, p155.

د - دوافع التعامل في الخيارات:

يملك المتعاملون في سوق الخيارات دوافع عديدة تختلف باختلاف مراكزهم، أي إذا كان الطرف مشتري لخيار الشراء أو بائع لخيار الشراء أو بائع لخيار البيع.

د - 1 - دوافع مشتري خيار الشراء: له ثلاثة دوافع أساسية تجعله يغامر بالتعامل في سوق الخيارات.

• **دافع المضاربة:** المستثمر المضارب هو الذي ليس لديه الأموال الكافية لشراء الأصل المالي ولا يرغب في امتلاكه. إنما يرغب في خلق فرصة للربح دون أن يتسلم أو يسلم أي أصل مالي، فيشتري خيار شراء الأوراق المالية الذي كان يتوقع ارتفاعه.

• **دافع التغطية:** يبيع المستثمر أصولاً لا يملكها حينما يرى أن السعر قد ارتفع، على أن ينفذ العقد في أجل محدد، خلال هذا الأجل يتربح انخفاض الأسعار ليشترى الكمية التي سيبيعها. يحقق بذلك أرباحاً تتمثل في فارق الأسعار. يكون البائع قد غطى عدم تملكه الأصول وقت البيع بشرائها في وقت لاحق مع تحقيق الأرباح، لكن قد يحدث العكس أي يتكبد خسارة عندما ترتفع الأسعار بعد البيع، فيشتريها بثمن أعلا مما باعها بها⁽¹⁾.

• **دافع تحقيق الأرباح:** حينما يخشى المستثمر انخفاض القيمة السوقية للصكوك، فإنه يلجأ إلى شراء الخيار في مقابل مكافأة مدفوعة لمحرر الاختيار. في حالة ارتفاع القيمة السوقية للصكوك، فإنها تحقق له أرباحاً، وفي حالة انخفاض قيمتها، فيختار عدم تنفيذ العقد لتكون خسارته محدودة بقيمة المكافأة التي دفعها لمحرر الاختيار، وهي خسارة بسيطة بالمقارنة مع الخسارة التي قد يمنى بها إذا نفذ العقد.

د - 2 - دوافع المشتري في خيار البيع: هي الدوافع نفسها لكن بمنظور معاكس.

• **دافع المضاربة:** في هذه الحالة، يضارب المستثمر على انخفاض سعرها في المستقبل لأنه سيحقق أرباحاً من فارق سعر السهم سابقاً وسعره عن التنفيذ، وعادة ما يكون هذا الفارق أكبر من المكافأة التي دفعها.

1 - الطاحون نصر علي أحمد، شركات إدارة محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 213.

كذلك: الشهراني أحمد سعيد أحمد، عمليات الأوراق المالية العاجلة والأجلة، مرجع سابق، ص 193 - 194.

• **دافع التغطية:** يغطي المستثمر مخاطر تقلبات الأسعار عن طريق المكافأة، فإذا حدث ما توقعه فينفذ العقد ويحقق أرباحاً، أما إذا حدث العكس فإنه يختار عدم التنفيذ ويحد خسارته عن فقدان قيمة المكافأة فحسب.

د - 3 - دوافع بائع خيار الشراء:

- **دوافع التغطية:** يغطيه العقد ضد المخاطر الناشئة عن انخفاض القيمة السوقية للسهم، لتتحدد الخسارة عند محرر الاختيار في مقدار المكافأة.
- **الاستفادة من قيمة المكافأة:** بائع الاختيار يتوقع انخفاض أسعار الأصول المالية فيحتفظ لنفسه بسعر المكافأة عند عدم تنفيذ العقد.
- **دافع الربح:** يحقق هذا الأخير أرباحاً إذا ارتفعت أسعار السوق عن السعر المتفق عليه للتنفيذ، على أن يرغب مشتري الخيار في تنفيذ العقد، أما إذا عدل عنه فإنه يربح على الأقل قيمة المكافأة⁽¹⁾.

د - 4 - دوافع بائع خيار البيع: يملك هذا الأخير دافعان للتعامل في سوق الخيارات وهما:

- **الاستفادة من ارتفاع المكافأة:** عندما ترتفع الأسعار في الاتجاه نفسه الذي حرر لأجله خيار البيع، فإذا كانت الأسعار أكبر من قيمة المكافأة فإن مشتري لاختيار البيع يرفض التنفيذ مكتفياً بخسارة قيمة المكافأة التي سيستفيد منها البائع، وفي الحالة المعاكسة سيخسر هذا الأخير المكافأة لكنه قد يربح فارق الأسعار.
- **الاستفادة من حركة الأسعار في المستقبل:** تتحدد في بعض الأحيان اختيارات الشراء في حالة ارتفاع الأسعار بقيمة معينة للمكافأة، وتختلف عن قيمة المكافأة في حالة انخفاض الأسعار، إلا أنه في كلتا الحالتين فإن محرر البيع سيستفيد من القيمة المحددة سابقاً⁽²⁾.

ثانياً - تنظيم سوق عقود الخيارات:

استطاعت الخيارات أن تحتل مكانة مرموقة بين الأسواق المالية، فحظيت بعناية تشريعية خاصة لدى القوانين المقارنة في تنظيم سوقها.

1 - الشهراني أحمد سعيد أحمد، عمليات الأوراق المالية العاجلة والآجلة، مرجع سابق، ص 197.

كذلك: الطاحون نصر علي أحمد، شركات إدارة محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 216.

2 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 632.

أ - أنواع أسواق عقود الخيارات:

تتداول عقود الخيارات في فرنسا في سوقين منظمتين هما سوق MATIF إذا كانت الخيارات واردة على سلع وبضائع، وسوق MONEP إذا كانت الخيارات واردة على أوراق مالية أو مؤشرات⁽¹⁾. أما الولايات المتحدة الأمريكية فهي تملك كذلك نوعين، أحدهما سوق منظمة والأخرى سوق غير منظمة.

أ - 1 - السوق غير المنظمة: قبل إنشاء بورصة شيكاغو للاختيار Chicago Boerd Option Exchange عام 1973، كان التعامل في عقود الاختيار سواء بالبيع أو الشراء يتم في سوق غير منظمة، أو ما يطلق عليه بالسوق الموازي، وذلك من خلال مكاتب السماسرة. يتعامل داخل هذه السوق عدد محدود من التجار والسماسرة يجتمعون في اتحاد تجار اختيار البيع والشراء. يتدخل السماسرة للعب دور الوسيط بين البائع والمشتري وذلك عن طريق إعلان ينشره السمسار في الصحف يعرض استعداده لإبرام صفقات الخيارات. كان كل سمسار يصوغ بنود العقد وفقا لشروطه ولإدارة الأطراف المتعاقدة، فعرفت هذه الأسواق بالمعاملات الشخصية غير النمطية، فلا وجود لإطار قانوني محدد وواضح يتبعه أطراف العقد.

أ - 2 - الأسواق المنظمة: أنشأت أول سوق منظم للخيارات عام 1973 في شيكاغو، عملت هذه السوق منذ إنشائها على إدخال تعديلات من شأنها تنظيم سوق الخيارات على النحو التالي:

- **تنظيم تاريخ التنفيذ:** يتحدد تاريخ التنفيذ أي التاريخ الذي ببلوغه تنتهي صلاحية الخيار ويفقد صاحبه الحق في استعماله، على أساس دورة قوامها ثلاثة أشهر وهي إما جانفي، أفريل، جويلية، أكتوبر، أو دورة أخرى فيفري، ماي، أوت، نوفمبر، وآخر دورة هي مارس، جوان، سبتمبر ديسمبر. أما عن يوم انتهاء الصلاحية فقد حدد بكل يوم السبت الموالي لثالث يوم الجمعة في شهر التنفيذ، فالاختيار الذي ستنتهي صلاحيته في جانفي يمكن التعامل به إلى غاية آخر جمعة من هذا الشهر⁽²⁾.
- **تنظيم سعر التنفيذ:** قد سبقت الإشارة إلى أن سعر التنفيذ هو سعر السهم الذي تنفذ على أساسه الصفقة ولا مانع من أن يكون سعر التنفيذ هو سعر السوق للسهم في تاريخ التعاقد.

1 - BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, droit des marchés financière, op.cit, pp 180 – 188.

2 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 631.

جعلت إدارة السوق الأمريكية حدودًا لسعر التنفيذ، ليكون سعر السهم في السوق مقربًا بمضاعف قدره خمسة للسهم الذي تقل قيمته عن 100 دولار، ومقربًا بمضاعف قدره عشرة للسهم الذي تزيد قيمته عن 100 دولار. مثلاً إذا كانت القيمة السوقية للسهم 32 دولار فإن سعر التنفيذ قد يكون 25 دولار أو 30 أو 35 أو 40 دولار... الخ أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم 108 دولار حينئذ يكون سعر التنفيذ 100 دولار أو 110 أو 120 أو 130 دولار... الخ⁽¹⁾.

ب - العضوية في سوق الخيارات:

تدير أسواق الخيارات شركات السوق، منها MATIF و MONEP الفرنسية وشركة Chicago Boerd Option Exchang الأمريكية. تملك هذه الأخيرة صلاحية الترخيص لمن يرغب التدخل في السوق واكتساب العضوية فيها، إذا ما توافرت فيه جملة الشروط التي تحددها مسبقاً شركة السوق.

تختلف العضوية في سوق الخيارات عنها في السوق الحاضرة، ففي الوقت الذي يتدخل في السوق الحاضرة وسطاء في نقل وتنفيذ أوامر الزبائن، تعرف سوق الخيارات أصناف مختلفة من هؤلاء السماسرة يشكلون أعضاء السوق إضافة إلى شركات التسوية والمقاصة.

ب - 1 - مسؤولي دفتر الأوامر: يمارس هذه الوظيفة في السوق الحاضرة سماسرة يحتكرون تلقي الأوامر وتنفيذها. أما في سوق الاختيارات الأمريكية وزعت هذه الاختصاصات على عضوين مختلفين، يسمى الأول بمسؤول دفتر الأوامر، يقتصر دوره على جمع أوامر الزبائن ومقابلتها، أي أوامر الشراء التي تناسب أوامر البيع دون تنفيذها.

يمسك هذا السماسر دفتر يسمى بدفتر الأوامر، تدون فيه وباستمرار كل الأوامر التي تصل إلى السوق مع ترتيبها ترتيب زمني ونوعي، يضع السماسر هذا الدفتر تحت تصرف الجميع للاطلاع عليه، بل وأكثر من ذلك تنقل جميع بيانات هذا الدفتر في شاشة الكترونية ضخمة تتوسط مقر صالة التداول في شركة السوق. تتضمن معلومات عن الأوامر والصفقات المعروضة، آجالها وأسعارها. تقتضي مسؤولية مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع، تنظيم مزاد لمواجهة الأوامر إما عن طريق المناداة أو بالطريقة الإلكترونية.

ب - 2 - صانع السوق: وهو السمار الذي يضطلع بالوظيفة الثانية المتمثلة في تنفيذ الأوامر، يقوم بتنفيذ عمليات البيع والشراء لحساب الزبائن وفقاً لأوامرهم، دون أن يحتكر صانع

1 - الشهراني أحمد سعيد أحمد، عمليات الأوراق المالية العاجلة والآجلة، مرجع سابق، ص 198.

السوق نوعا معينا من أنواع الاختيارات⁽¹⁾. يتولى صانع السوق تصريف الإصدارات الجديدة للاختيارات لثلاثة أو أربعة أشهر مختلفة، إضافة إلى مسؤوليته عن ثلاثة أو أربعة عقود اختيار على هذه الأسهم أو أسهم مختلفة، شريطة أن تكون تعاملات كل صانع سوق مركزة على الأقل بنسبة 70% على الأسهم التي تدخل في اختصاصه.

تسعى بورصة شيكاغو من وراء هذا التنظيم، إلى خلق نوع من التخصص على عقود الخيارات دون أن تسمح بالاحتكار، لذا فإنها تسمح لكل صانع سوق أن يتدخل كسمسار عادي في عقود الخيارات التي لا يختص بها، على أن يكون التعامل فيها لحساب الزبائن فقط.

ب- 3 - سماسرة الصالة: هم مضاربين يتعاملون لحسابهم الخاص فقط على أن يكونوا منظمين في شكل شركات السمسرة، وظيفة هؤلاء تماثل وظيفة السماسرة في السوق الحاضرة.

ب- 4 - مؤسسة تسوية عقود الاختيار: تعتبر هذه الشركة، العضو الأساسي في سوق الخيارات وتسمى (OCC) option clearing corporation، فهي التي تسهر على التنفيذ الحسن لكل عمليات السوق، بالإشراف عليها. في ذلك ضمانا للسوق وللمتعاملين فيها.

ج- تداول الخيارات:

ج- 1 - إصدار الاختيارات: تصدر الاختيارات في السوق الأمريكية عن طريق مؤسسة التسوية مع أنها ليست محرر الاختيار، إلا أن كل اختيار محرر يجب أن يقيد فيها، لأنها من ستسهر على تنفيذه وتسويته، لتصبح بمثابة المشتري بالنسبة للبائع وبمثابة البائع بالنسبة للمشتري. لا يتصور إصدار الاختيارات بصكوك مادية، مثلما هو الحال في السوق الحاضرة للقيم المنقولة، إنما يتم إصدارها دون كيان مادي، وذلك عن طريق فتح حساب لدى مؤسسة التسوية باسم المحرر تقيد فيه الخيارات التي يصدرها. عرف هذا النوع من الإصدار نجاحا كبيرا ولقي استحسانا من جانب المتعاملين فيه، نظرا لما يضمنه من تسهيل للعمليات وتأمين ضد تلف وضياع أو سرقة الصكوك المادية.

ج- 2 - أوامر الاختيار: يسبق إصدار الأوامر بالبيع أو الشراء، قيام المستثمر أو المضارب بالإطلاع على حالة السوق، وأسعار الأسهم وأسعار عقود الخيارات التي ترد عليها.

1 - فمثلا عقود الاختيار على أسهم شركة IBM ينفذها أربعة صناع سوق مختلفين داخل بورصة شيكاغو.

هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 638.

تتشر هذه الأسعار وباقي معلومات السوق في نشرات رسمية خاصة بالسوق وفي صحف اقتصادية تهتم بشؤون المال والأعمال، كما هو الحال في الأسواق الحاضرة.

تتخصر الأوامر التي يمكن للمستثمر أن يصدرها في أوامر السوق، أو أوامر محددة، أو أوامر إيقاف، أو أوامر إيقاف محددة، مثلها مثل الأوامر المصدرة في سوق العقود المستقبلية وكذا في السوق الحاضرة. يبين المستثمر في أوامره، نوع العقد إذا كان خيار بيع أو خيار شراء والسهم أو السلعة التي يرد عليها الخيار، كما يجب أن يوضح الأمر إذا كان لمعالجة افتتاح أي افتتاح مركز قانوني لم يوجد بعد، أو كان لمعاملة إقفال أي إنهاء مركز قانوني كان مفتوح من قبل. ينتج عن تشعب الأوامر المصدرة، تشعب المعاملات الناتجة عنها، منها:

- **معاملة شراء افتتاحية:** وهي معاملة تتضمن قرار ينشئ أو يضيف مركزاً طويلاً وهو شراء اختيار على سهم.
- **معاملة بيع افتتاحية:** وهي معاملة تتضمن قرار ينشئ مركزاً قصيراً يقصد به تحرير اختيار على سهم ما.
- **معاملة بيع بقصد الأقفال:** وهي معاملة تتضمن قرار شراء بهدف إلغاء مركز طويل، أي إلغاء معاملة شراء افتتاحية، وذلك بقيام المستثمر بيع العقد الذي سبق شراؤه.
- **معاملة شراء بقصد الأقفال:** وهي معاملة تتضمن قرار شراء بهدف إلغاء مركز قصير، أي إلغاء معاملة بيع افتتاحية، وذلك بقيام المستثمر بشراء اختيار مماثل للاختيار الذي سبق أن حرره⁽¹⁾.

ج- 3 - تنفيذ أوامر الاختيار وتسويتها: تنفذ الأوامر في سوق الاختيار بانتظام، فبمجرد مواجهتها ووجود أوامر بيع موافقة لأوامر الشراء تنفذ، وتتولى شركة التسوية تسويتها وتصفية مراكز الأطراف. لفهم كيفية تنفيذ عقود الاختيار، سنفترض وجود ثلاثة مستثمرين أ، ب، ج، أصدروا أوامر بشراء خيارات على أسهم شركات مختلفة، بسعر تنفيذ قدره 100 دولار للسهم. تم تنفيذ الأوامر الثلاثة على اختيارات محررة من طرف مستثمرين آخرين هم د، هـ، و. على فرض أن المشترين والمحررين ليس لهم مراكز سابقة على هذا الاختيار، أي أنهم لم يسبق لهم تحرير اختيار على السهم ذاته بالسلسلة نفسها، وأن المحررين لم يسبق لهم شراء اختيار على السهم ذاته وبالسلسلة نفسها، تكون هذه المعاملة افتتاحية تتمثل في ثلاثة عقود مفتوحة أو قائمة. على أن يقوم كل متعامل بتسوية مركزه في يوم التسوية الموالي مباشرة ليوم التنفيذ، هذا يعني

1 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 642.

بالنسبة لمشتري الاختيار أن يضع في حسابه لدى السمسار الذي يتعامل معه، مبلغ يكفي لتغطية قيمة المكافأة.

يمكن افتراض معاملة أخرى هي بيع المستثمر «أ» لاختيار يملكه، وسبق أن اشتراه في الفرضية الأولى، إلى المستثمرين «س»، هكذا يكون المستثمر «أ» قد أبرم معاملة إقفال، أي أقفل مركزه الذي فتحه في الفرضية الأولى.

تضاف صورة أخرى لتنفيذ العقود هي أن المستثمر «ج» قرر عرض الاختيار الذي يملكه للبيع، وفي الوقت نفسه قرر المستثمر «هـ» وهو أحد المحررين لعقد الاختيار على السهم نفسه والسلسلة نفسه أن يشتري الاختيار المعروض، هذا التنفيذ يؤدي إلى إقفال مركز «ج» وإقفال مركز «هـ».

تسوى جميع العمليات المنفذة عن طريق شركة التسوية. قد تكون التسوية نقدية مقابل مقابل التسليم المادي للأسهم أو العقود، كما قد تكون بالمقاصة أو بمجرد القيد في الحسابات الدائنة والمدينة للمستثمرين وسماسرة الممثلين لهم. تضمن شركة التسوية التسوية النقدية للعملية إذا اشترطها أحد المتعاملين، حتى وإن عجز من تعامل معه على ضمانها، على أن يسوي العاجز مركزه المدين مع الشركة في ميعاد تحدده. تمنح شركة التسوية ضمانات مهمة للمتعاملين في سوق الاختيارات، فهي تضمن السيولة التي يحتاجها المستثمرين في أي وقت، فليس للمستثمر أن يشغل باله بمدى قوة المركز المالي للمحرر طالما أن المؤسسة ضامنة للتنفيذ⁽¹⁾.

1 - هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 642 - 646.

خاتمة:

فشل المشرع الجزائري في تأطير السوق المالية الجزائرية بنظام قانوني محكم ومتناسق، يظهر ذلك من خلال النصوص المنظمة لهذا القطاع. يعود السبب الرئيسي لذلك إلى عدم جاهزية المناخين القانوني والاقتصادي لاستقبال السوق المالية. فحينما اتخذ صانعو القرار في الدولة الجزائرية قرار تغيير التوجه الاقتصادي من اقتصاد اشتراكي مخطط إلى اقتصاد لبرالي حر، كان استجابة لمتطلبات خارجية ورضوخاً لشروط الهيئات المالية الدولية، بغض النظر عن المتطلبات الداخلية.

صدرت النصوص الأولى المنظمة لبورصة الجزائر سنة 1991، في شكل مراسيم تنفيذية، نصوص أقل ما يمكن القول عنها أنها لم تصدر لا في الوقت المناسب ولا في الشكل المناسب. فالمرسوم التنفيذي، نص تنظيمي وتطبيقي بطبيعته، يصدر تطبيقاً لقانون ساري المفعول، ولا ينشأ قاعدة قانونية جديدة، إنما يأتي لشرح كيفية تطبيقها فحسب. لكن المواضيع التي تناولتها هذه المراسيم الثلاث مواضيع جديدة لم يسبق أن نظمت بقانون وهي على التوالي: تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، تحديد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها، أما آخرها فيتعلق بلجنة البورصة.

دام الجمود لمدة ثلاث سنوات إلى غاية سنة 1993، السنة التي عرفت فيها السوق المالية انطلاقة جديدة بصدور نصين قانونيين هامين هما، المرسوم التشريعي رقم 08/93 المتضمن تعديل القانون التجاري، الذي سمح لأول مرة بإصدار وتداول القيم المنقولة من طرف شركات المساهمة دون قيود شكلية، كما تضمن تحديد لأنواع وأشكال القيم المنقولة وكيفية إصدارها والاكنتاب فيها. ثم تلاه المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

ساهم هذان النصان في إرساء اللبنة الأولى لاستقبال السوق المالية، لتليها بعد ذلك نصوصاً تنظيمية تطبيقية، ومع ذلك تأخرت انطلاقة هذه السوق التي لم تتم إلا في سنة 1999. يعود سبب ذلك إلى عدم استكمال النصوص القانونية المتعلقة بخصوصية المؤسسات الاقتصادية العمومية، إذ أن أسلوب الخصوصية عبر السوق المالية كان الوسيلة الوحيدة لإطلاق السوق المالية كتجربة أولية في انتظار اجتذاب هذه السوق للشركات الخاصة.

تعثرت السوق المالية الجزائرية في انطلاقها الأولية. يظهر ذلك في الإقبال المحتشم لجمهور المدخرين عليها، نظرا لانعدام ثقافة البورصة لدى الجمهور. فعمدت السلطات إلى تجنيد المستثمرين المؤسسيين المتمثلين في البنوك والمؤسسات المالية للاكتتاب في القيم المنقولة المطروحة في السوق الأولية، ولشراء تلك المعروضة في السوق الثانوية.

ظهرت ملامح السوق المالية الجزائرية للوجود بعد إنشاء أجهزتها التي نص عليها المرسوم التشريعي رقم 10/93، والمتمثلة في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وشركة إدارة بورصة القيم المنقولة. نُظِمَت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بإحدى عشر (11) مادة من المرسوم التشريعي رقم 10/93، دون أن تتناول إحداها التكيف القانوني لها. مما دفع الفقه إلى البحث في هذا الموضوع، وانتهى بعضهم إلى أنها هيئة إدارية والبعض الآخر إلى أنها هيئة شبه قضائية. كان ذلك قبل صدور القانون رقم 04/03، الذي فصل الأمر بوصف اللجنة بسلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

اهتم الفقه كثيراً باستقلالية اللجنة، شأنها شأن سلطات الضبط الأخرى في القطاعات المختلفة. فرغم تمتعها ببعض مظاهر الاستقلالية، إلا أنها استقلالية وهمية تندثر بمجرد التمعن في القواعد التي تخضع لها اللجنة وذلك سواء من الناحية العضوية أو الوظيفية. يقصد بهذه الاستقلالية، استقلالية اللجنة تجاه السلطات الثلاث في الدولة خاصة السلطة التنفيذية، بحيث تتمتع بحرية تامة في تحديد سياستها العامة في تسيير السوق وحمايتها وحماية المدخرين والمستثمرين فيها. لتكون بذلك سلطة السوق كما وصفها المادة 03 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، على أن تمارس اللجنة كل سلطاتها وصلاحياتها التي خولها إياها القانون بعيداً عن أي تدخل من أية جهة كانت وبعيدا عن كل الضغوطات والميولات السياسية.

فشل المشرع الجزائري في تكريس هذه الاستقلالية، حينما ترك صلاحية تعيين وعزل رئيس اللجنة وأعضائها للحكومة، الأمر الذي من شأنه أن يخلق علاقة مباشرة بينها وبين هؤلاء. علاقة ستتحول لا محال إلى ولاء للحكومة لاسترضائها، طمعاً في التعيين أو حفاظاً على المنصب بعد التعيين، لتتحول بذلك الاستقلالية المنشودة إلى تبعية حتمية للسلطة التنفيذية.

لقي المرسوم التشريعي رقم 10/93 نقداً لاذعاً بشأن أسلوب تعيين رئيس وأعضاء اللجنة،

خاصة عند مقارنتها بباقي سلطات الضبط القطاعية، التي أناط المشرع سلطة التعيين فيها برئيس الجمهورية مباشرة عن طريق مرسوم رئاسي. كان على المشرع إعادة النظر في الصلاحية الممنوحة للحكومة في تعيين وعزل رئيس اللجنة وأعضائها، إذ أراد بالفعل تكريس استقلاليتها. لم يتدارك المشرع هذا الوضع رغم صدور القانون الجديد 04/03، الذي عدل تشكيلة اللجنة دون تعديل كيفية تعيينها. ربما لأنه غير واع بأهمية قطاع البورصة وحساسيتها، فقلل من شأنه مقارنة بغيره من القطاعات، أم أن الحكومة أكثر وعياً بخطورة القطاع على الاقتصاد فعمدت على إبقائه في قبضتها.

أقترح على المشرع لتدارك هذا الخلل تعديل المواد 21 و22 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، بجعل سلطة تعيين رئيس وأعضاء اللجنة منوطة برئيس الجمهورية بموجب مرسوم رئاسي. مع إلغاء سلطة العزل بسبب الخطأ الفادح الذي يكتنفه الكثير من الغموض، والذي هو بمثابة وسيلة تهديد تمارسه الحكومة على الرئيس والأعضاء إذ ما خرج أحدهم عن طوعها.

خص المشرع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها دون غيرها بالسلطات الثلاث الأساسية، التي تضمن لها الاستقلالية الفعلية. مما دفع الفقه إلى وصفها بالمشرع نسبة إلى السلطة التنظيمية التي تتمتع بها، وبالشرطي نسبة إلى سلطة الرقابة، وبالقاضي نسبة إلى سلطتها في توقيع العقاب. إلا أن المشرع لم يترك هذه السلطات مطلقة، بل قيدها بقيود أنقصت من استقلاليتها الوظيفية.

تتمتع اللجنة بسلطة تنظيم السوق المالية عن طريق سن الأنظمة واللوائح التي ترمي إلى تحقيق السير الجيد للسوق. إلا أن الحكومة تنافسها في هذه السلطة، بإصدارها مراسيم تنفيذية تنظم أغلب المجالات التي من المفروض أن تتولى تنظيمها اللجنة. أدى ذلك إلى إضعاف دور اللجنة والانتقاص من سيادتها على قطاعها. يتخذ تدخل الحكومة في السلطة التنظيمية التي تمارسها اللجنة مظهراً آخر، هو المصادقة على الأنظمة التي تسنها اللجنة قبل إصدارها في الجريدة الرسمية. رغم أنه إجراء شكلي، إذ لم يسبق أن عرضت اللجنة مشروع نظام على وزير المالية للمصادقة عليه ورفض ذلك.

تمارس اللجنة سلطة رقابية على الأعوان المتدخلين في السوق، بما فيها الرقابة القبلية،

التي تمارسها قبل الدخول في السوق، عن طريق إجراء الاعتماد أو الترخيص لممارسة النشاطات المالية التي تنظمها اللجنة، ورقابة الإعلام الذي تنشره الشركات المنخرطة في السوق. أمّا الرقابة البعدية تمارسها على مدى تطبيق النصوص التشريعية والتنظيمية التي تحكم السوق دون استثناء. تتقاسم اللجنة مهام الرقابة مع أجهزة الضبط القطاعية الأخرى، منها اللجنة المصرفية ومجلس النقد والقرض، كما تتقاسمها مع الإدارة الرقابية التقليدية، وعليه يجب تنظيم هذا التداخل في الصلاحيات والفصل فيه لرفع الحرج على اللجنة، التي قد تحد سلطاتها الرقابية بتدخل الأجهزة الأخرى.

أتم المشرع السلطة الرقابية للجنة بسلطة توقيع العقاب على المخالفين للنصوص التشريعية والتنظيمية. جاء ذلك في إطار إرساء مبدأ إزالة العقاب، للتخفيف على القاضي الجنائي من جهة، ومن جهة أخرى لعدم تمتع هذا الأخير بالخبرة والكفاءة المالية اللازمة لحل النزاعات الناشئة عن السوق المالية. كفاءة تتوفر عليها اللجنة، إذ زودت بغرفة تأديبية وتحكيمية تفصل في النزاعات التقنية المعروضة عليها، بواسطة قضاة كُونُوا في هذا المجال.

يعاب على المشرع حصره لنطاق السلطة التحكيمية للجنة في الوسطاء دون غيرهم من المتدخلين، فالنزاع الذي يثور بين الوسيط وشركة تسيير البورصة مثلاً، يخضع لتحكيم اللجنة. أمّا النزاع الذي يثور بين ذات الشركة وهيئة توظيف القيم المنقولة يعرض على القضاء. وعليه أقترح إعادة النظر في نطاق السلطة التحكيمية للجنة وتعميمها على كل المتعاملين في السوق المالية، على أن يكون تحديد نطاق السلطة التحكيمية بحسب موضوع النزاع وليس بحسب أطرافه وذلك بتعديل المادة 52 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، وتصاغ على النحو التالي: « تكون الغرفة المذكورة أعلاه مختصة لدراسة أي نزاع تقني ينشأ بين المتعاملين في السوق المالية ».

وقع المشرع في الخطأ نفسه بصدد صياغة نص المادة 53 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، التي بموجبها حصر نطاق السلطة التأديبية في الوسطاء في عمليات البورصة دون غيرهم، في حين تعرض النزاعات التي تنشأ عن غيرهم من المهنيين على القضاء، وهو ما خلق نظاماً قانونياً هجيناً. ففي الوقت الذي تطبق على الوسيط المخل بالواجبات المهنية عقوبات تأديبية، تطبق على باقي المهنيين عقوبة جنائية على الخطأ نفسه. لهذا السبب أقترح

تعديل المادة 53 وصياغتها على النحو التالي: « تكون الغرفة المذكورة أعلاه مختصة في المجال التأديبي لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب المهنيين في السوق المالية، وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم ».

يعاب على المشرع الجزائري عدم فصله في موقف اللجنة حيال المتدخلين غير المهنيين المخلّين بالنصوص التشريعية والتنظيمية التي تحكم السوق المالية. لذا أقترح سد هذا الفراغ بمنح الغرفة التأديبية صلاحية إصدار عقوبات إدارية في مواجهة هؤلاء، على أن تكون قراراتها قابلة للطعن أمام القضاء العادي عكس المهنيين الذي يرتبطون باللجنة بعلاقة مسبقة تتمثل في الترخيص أو الاعتماد الذين تصدر بشأنهم عقوبات تأديبية قابلة للطعن أمام القضاء الإداري.

يستخلص من دراسة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بوصفها هرم السوق المالية والسلطة الضابطة لها، بأن استقلاليتها عن سلطات الدولة وهمية خاصة في مواجهة السلطة التنفيذية، الأمر الذي أثر على القواعد المنظمة للجنة، التي طغى عليها القانون العام، حيث أن السلطة التنفيذية تتعامل مع اللجنة وكأنها هيئة إدارية تقليدية، من جهة أخرى فإن القواعد الصادرة عن اللجنة والتي من المفروض أن تكون قواعد مهنية خاضعة للقانون الخاص ونزاعاتها خاضعة للقضاء العادي أخضعها المشرع لإجراء المصادقة بموجب قرار وزير المالية، الذي هو قرار إداري والطعن ضد مشروعية النظام يكون بالطعن ضد قرار الوزير بالتالي يرفع أمام القضاء الإداري.

تعمل تحت سلطة ورقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، أجهزة أنشأها المشرع لإدارة وتسيير السوق المالية، وهي على التوالي شركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي على السندات. شركتان تنتميان إلى القانون الخاص، بنص صريح. يفترض أن تطبق على شريكتي السوق المالية، قواعد القانون التجاري باعتبارهما أسهم، لكن الواقع أثبت خروجهما عن حدود هذا القانون لتتبنى نظاماً قانونياً آخر غير مألوف، سهواً من المشرع تارة وعمداً تارة أخرى.

أنشأت شركة إدارة بورصة القيم المنقولة بموجب المرسوم التشريعي 10/93، لكننها لم ترَ النور إلا في سنة 1997، حيث تأسست في مرحلة انتقالية من بنوك ومؤسسات

مالية، اعتمدت من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، في انتظار اعتماد وسطاء ماليين متخصصين. صاحب المرحلة الانتقالية نصوصا انتقالية اتسمت بالتناقض، إذ تسرعت اللجنة في إصدار الأنظمة الخاصة بالوسطاء وبشركة تسيير بورصة القيم دون أي تنسيق بين هذه النصوص.

تمارس شركة تسيير القيم نشاطها بمساهمين عددهم الحالي خمسة، دون أن تتعرض للحل، طبقاً للقواعد العامة في القانون التجاري، التي تجعل الحل هو جزاء عدم احترام الحد الأدنى لعدد الشركاء وهو سبعة. تبينت بذلك الملامح الأولى لتكييف شركة تسيير بورصة القيم بأنها وإن كانت شركة أسهم تجارية إلا أنها تدخل في إطار الاستثناء الذي جاءت به المادة 592 فقرة 3 بشأن الشركات ذات رؤوس الأموال العمومية. خاصة الشركة كانت في مرحلتها الانتقالية، تتشكل من ستة بنوك عمومية امتلكت كل رأسمال الشركة. يفسر ذلك بحرص الدولة على التدخل في نشاط الشركة عن طريق البنوك العامة التي يسهل أن تفرض عليها السياسة العامة الواجب اتباعها.

يعتبر نشاط البورصة من الأنشطة الحساسة والمهمة للاقتصاد الوطني لذا لا ترغب الدولة أن تفقد سيطرتها عليه. لأجل ذلك قيدت شركة تسيير البورصة ببعض القيود منها، عدم قدرة هذه الأخيرة على تحديد أرباحها بنفسها، وعدم قدرتها على استثمار أموالها أو عرض أسهمها للتداول. عدم انسحاب الدولة من هذا النشاط من شأنه أن يكبح مبادرة المهنيين في تنظيمه وفق لمتطلبات السوق لا غير.

أحكمت الدولة قبضتها على شركة تسيير بورصة القيم، بإخضاعها لرقابة خارجية تختلف عن الرقابة التي تخضع لها شركات الأسهم الخاصة. تمارس هذه الرقابة من قبل جهتين هما اللجنة بوصفها سلطة ضبط السوق المالية، ووزير المالية ممثل الجهاز التنفيذي الذي يوافق على القانون الأساسي للشركة وكل تعديلاته، كما يعين ويعزل المدير العام للشركة والمديرين الرئيسيين لها.

يمكن تكييف شركة تسيير بورصة القيم بأنها شركة خاصة تابعة للقانون التجاري لكنها مكلفة بأداء مهام مرفق عام، فهي تمارس نشاطا عاما، وتهدف إلى تحقيق نفع عام هو حماية النظام العام للسوق المالية، وحماية الاقتصاد الوطني. تتمتع الشركة نتيجة لذلك بنظام قانوني

خاص، إذ تطبق عليها قواعد القانون التجاري تارة في علاقاتها العقدية وتخضع بذلك للقضاء التجاري وتطبق عليها قواعد القانون العام في علاقاتها التنظيمية التي تستعين فيها بامتيازات السلطة العمومية وتخضع نزاعاتها بمناسبتها للقضاء الإداري.

يتمتع المؤتمن المركزي على السندات بنظام قانوني مشابه للنظام القانوني لشركة تسيير البورصة. فهو في ظاهره شركة أسهم خاضعة للقانون التجاري، لكنه من جهة أخرى يخضع للقانون العام، نظرا لوجود أشخاص عامة في تشكيلته، ونظرا لتمتعه بامتيازات السلطة العامة، وأخيرا لخضوعه لرقابة وزير المالية.

ينتج عن الطبيعة القانونية الخاصة للمؤتمن، علاقات قانونية متشعبة من طبيعة مختلفة، منها علاقات عقدية خاضعة للقانون الخاص، هي علاقة المؤتمن بالمساهمين وعلاقته بالمنخرطين، تخضع النزاعات الناشئة عنها للقضاء العادي. في حين تخضع علاقات أخرى للقانون العام، منها علاقته بالخزينة العمومية، كما له أن يصدر قرارات تنظيمية عامة تتخذ صفة التنظيمات واللوائح. يختص القضاء الإداري بالنظر في النزاعات الناشئة عنها.

استعان المشرع بشركات خاصة أخرى في تسيير السوق المالية، فإلى جانب أجهزة إدارتها، استدعى شركات خاصة للاستثمار فيها، لتكون بمثابة همزة وصل بين أصحاب الفائض المالي المتمثلين في المدخرين الأفراد أو المؤسساتين، الذين يرغبون في توظيف أموالهم في السوق المالية بقصد استثمارها أو المضاربة للحصول على أرباح طائلة، وبين أصحاب العجز المالي وهم الشركات المصدرة الراغبة في الحصول على تمويل لمشاريعها متخطية معوقات السوق النقدية المتمثلة في القروض البنكية.

فتح المشرع مجال ممارسة نشاط الوساطة المالية على كل من الأشخاص الطبيعية المعنوية بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93، لكنه عاد وسحب هذا الحق من الأشخاص الطبيعية ليجعله حكرا على الأشخاص المعنوية وذلك بموجب القانون رقم 04/03. تأخذ هذه الشركات شكل شركة مساهمة، يفترض خضوعها للقانون التجاري ونزاعاتها على القضاء العادي. لكن واقع الأمر أثبت غير ذلك. فالوسطاء الذين يمارسون نشاط الوساطة حاليا هم بنوك عمومية وإن كانت بدورها تخضع للقانون التجاري إلا أن الصفة العمومية تغطي على نشاطها وعلاقاتها.

يرتبط الوسيط بنوعين من العلاقات، أولهما علاقة تنظيمية تربطه بلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وهي علاقة تحكمها النصوص التشريعية والتنظيمية، يخضع بموجبها الوسيط إلى سلطة اللجنة ورقابتها عن طريق إجراء الاعتماد المسبق للدخول إلى السوق المالية، ويختص القضاء الإداري بالفصل في النزاعات التي تربطه باللجنة.

يكيف النوع الثاني من العلاقات التي يرتبط بها الوسيط بأنها علاقات عقدية. تنفرع إلى علاقة عقدية خاضعة للاتفاق بين الوسيط وزبونه تحكمها اتفاقية نموذجية هي اتفاقية فتح الحساب، نصت عليها اللجنة في نظام صادق عليه وزير المالية. إلى جانب علاقات عقدية تربط الوسيط بأعوانه وهم المفاوضون المؤهلون، وهي علاقة عقدية لا يحكمها القانون التجاري إنما تحكمها قواعد مهنية تتمثل في نظام اللجنة رقم 02/97 وتعليمية اللجنة رقم 03/99.

يستطيع المدخر الاستعانة بخبرات المتخصصين في توظيف القيم المنقولة وإدارتها، بإيداع مدخراته لدى إحدى هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة. إذ أنشأ المشرع نوعان من هذه الهيئات هما: شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير، والصناديق مشتركة للتوظيف.

يشترط في شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير أن تكون شركة أسهم معتمدة من قبل اللجنة لممارسة نشاط التوظيف الجماعي للقيم المنقولة. نظرا لطبيعة نشاطها وخصوصيته، استبعد الأمر رقم 08/96 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بعض أحكام القانون التجاري لعدم ملائمتها لنشاط هذه الهيئات. كان من المفروض أن تختص بتنظيمها اللجنة، لكن الغريب هو تدخل السلطة التنفيذية لتنظيمها بموجب المرسوم التنفيذي رقم 474/96 والقرار الصادر عن وزير المالية الصادر في 13 أوت 1998، وهي حالة من الحالات التي استحوذت فيها السلطة التنفيذية على صلاحيات اللجنة في إصدار النصوص التنظيمية.

تتفرد الصناديق المشتركة للتوظيف بنظام قانوني خاص، فهي لم تأخذ شكل شركة أسهم كبقية الأجهزة المتدخلة في السوق، ولا أي شكل آخر من أشكال الشركات التجارية، لا تتمتع بالشخصية المعنوية. إنما هي مجرد ملكية مشتركة للقيم المنقولة المودعة لدى المؤسسة المؤتمنة، تسير من طرف مدير أو مسير الصندوق.

يستخلص من دراسة أجهزة الإدارة والاستثمار في السوق المالية - ما عدا الصناديق المشتركة للتوظيف - أنها تخضع لنظام قانوني خاص فالى جانب القانون التجاري تتدخل قواعد مهنية أخرى تحكمها نظرا لطبيعة نشاطها. فتدخل القانون الخاص في تنظيم هذه الأجهزة ليس مطلق، بل وأكثر من ذلك يمكن القول أنه ما هو إلا مظهري، لأن الدراسة أثبتت تطفل قواعد القانون العام على تنظيمها. كما أن خضوع نزاعات هذه الأخيرة للقضاء الإداري، لخير دليل على رغبة المشرع في كبح المبادرات الخاصة في تنظيم السوق المالية.

تضم السوق المالية الجزائرية نوعان أساسيان من الأسواق هما: سوق أولية تطرح فيها المنتجات المالية لأول مرة على الجمهور الاكتتاب فيها. توصف هذه سوق بأنها تمويلية، نظرا لما توفره للشركات من مصادر تمويلية حقيقية سريعة وأكيدة، تغنيه عن مصادر التمويل التقليدية التي تعرضها لتبعية وبيروقراطية المصارف. يسمى النوع الثاني من هذه الأسواق بالسوق الثانوية، وهي سوق استثمارية بحتة تتداول فيها المنتجات المالية المطروحة في السوق الأولية وفقا لقاعدة العرض والطلب.

يتميز نشاط السوق المالية بالدقة والتعقيد، نظرا لطبيعتها التقنية المحضة التي لا يفهمها إلا أهل الاختصاص. أثرت هذه الطبيعة الخاصة والتقنية لعمليات السوق المالية، على النظام القانوني المؤطر لها، إذ يصعب على القاعدة القانونية بمفهومها التشريعي احتوائها بمفردها، لذا وجب فتح المجال للمهنيين المتخصصين لتنظيم نشاطاتهم بأنفسهم.

يتمر تنظيم نشاط السوق الأولية عبر تنظيم القيم المنقولة المطروحة فيها، والعمليات الواردة عليها. إذ نظمت القيم المنقولة بموجب القانون التجاري، الذي نظم شركات المساهمة بصفة عامة والقيم الصادرة عنها بصفة خاصة. إلا أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، أخطأت في تحديد مجال هذه القيم، إذ نصت المادة 30 من نظامها رقم 03/97 على أن القيم المنقولة المتداولة في بورصة الجزائر هي تلك الصادرة عن شركات الأسهم، ثم حصرت المادة 77 من نفس النظام القيم المتداولة في البورصة في الأسهم والسندات دون غيرها. استدركت اللجنة هذا الخطأ بمناسبة تعديل النظام رقم 03/97 بموجب النظام رقم 01/12 الذي أدرج بقية القيم الصادرة عن شركات الأسهم والتي يمكن تصنيف من بين سندات رأس المال أو سندات الديون.

تطفل القانون العام على تنظيم المنتجات المالية المتداولة في السوق المالية، عن طريق قرار وزير المالية لسنة 1998، الذي أقحم بموجبه سندات الخزينة داخل السوق المالية. نظمت هذه السندات وكيفية إصدارها وتداولها داخل السوق، عن طريق نصوص تنظيمية مصدرها السلطة التنفيذية الممثلة في وزير المالية. ساير القانون رقم 04/03 المعدل للمرسوم التشريعي رقم 10/93 رغبة الحكومة في تدخلها في السوق المالية، بتعديل المادة 30 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي استتثت سندات الخزينة من الصلاحيات التنظيمية والرقابية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. وهو أمر يمس بسيادة اللجنة على قطاعها، ويحدّ من استقلاليتها تجاه السلطة التنفيذية.

بررت السلطات العمومية هذا التوجه، برغبتها في تفعيل السوق المالية وإعطائها نفساً جديداً بعد الركود الذي عرفته إلا أنه تبرير معاب، إذ أن دفع نشاط السوق المالية، لا يجب أن يكون على حساب تنظيمها واستقرارها القانونيين. كان على الحكومة أن تنشأ سوقاً خاصة ومستقلة تتداول فيها سندات الخزينة، أو أن تلحقها بالسوق النقدية. خاصة وأن المادة 30 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 بعد تعديلها أناطت صلاحية رقابة هذه المنتجات بنك الجزائر.

أدت ازدواجية مصادر المنتجات المالية المتداولة في السوق، إلى جعل النظام القانوني المنظم لها مزدوج وهجين. إذ يختص القانون الخاص - التجاري بالتحديد - بتنظيم القيم المنقولة التي تصدرها الشركات التجارية، ويختص القانون العام بتنظيم القيم الصادرة عن الدولة والهيئات المحلية وسندات الخزينة، وذلك بداية من طرحها وتوظيفها إلى اكتتاب الجمهور فيها.

تهتم السوق الثانوية بتداول المنتجات المالية المطروحة في السوق الأولية، بالنقاء العرض والطلب عليها. تسهر على تنفيذ عمليات البورصة شركة تسيير بورصة القيم، التي تجمع أوامر البيع والشراء التي يرسلها الزبائن عن طريق الوسطاء في عمليات البورصة. تحدث شركة تسيير البورصة مواجهة الأوامر المسجلة لديها بغرض تسعير القيم المتداولة وفقاً لنظام التسعيرة الثابت والإلكتروني.

يتدخل المؤتمر المركزي على السندات بتسوية العمليات المنجزة داخل المقصورة، وإحداث مقاصة إذا استدعى الأمر ذلك، بإتباع أنظمة التسوية التي حددتها اللجنة في النظام رقم 01/03. نظمت كل من عمليات تداول القيم المنقولة وتسويتها بقواعد خاصة صادرة عن المهنيين وهم كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها عن طريق أنظمة

وتعليمات، وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي للسندات عن طريق المقررات. إذا وجد فراغ قانوني، يمكن الرجوع إلى القانون التجاري.

تضمن الفصل الثاني من الباب الثاني من الرسالة، اقتراح تنظيم بعض العمليات أو النشاطات التي لم ينظمها المشرع ولا اللجنة أو قصراً في تنظيمها. وهي نشاط الإدارة الفردية والجماعية لمحافظ الأوراق المالية، والعقود المالية المتمثلة في العقود المستقبلية وعقود الخيارات. تنظيم هذه النشاطات والعقود من شأنه أن يمنح السوق المالية الجزائرية دفعا قويا، لأنها النشاطات الأكثر جاذبية للمستثمرين.

تعرض النظام المالي العالمي بصفة عامة والأسواق المالية العالمية بصفة خاصة لأزمات مالية حادة، أثرت سلباً على نشاط السوق المالية والأسواق المرافقة لها، أي سوق الصرف والعملات. اختلفت الأسباب المؤدية إلى حدوث الأزمات، إلا أنها تشترك في نتائجها الوخيمة على اقتصاديات الدول، التي تسارع في كل مرة إلى احتواء الأزمة بشكل أو بآخر.

أرجع الخبراء الاقتصاديون الأزمة المالية لسنة 2008، والأزمة الحالية لسنة 2012 - 2013 إلى خلل قانوني يمكن في ضعف ميكانزمات رقابة السوق. إذ بالغت الدول في انسحابها من تنظيمها ورقابتها، تاركة المجال للمهنيين الذي تساهلوا كثيراً في رقابتها. نتج عن ذلك خلق قواعد وأعراف جديدة تحكم نشاط السوق المالية. تميزت هذه القواعد باستقبال كل تقنية من شأنها أن تساهم في ازدهار السوق وتحقيق الأرباح السريعة مهما كانت درجة المخاطرة، وفي المقابل خففت من الضمانات المطلوبة.

أطلق على هذه الأزمات تسمية أزمة الضبط *crise de régulation* التي أظهرت عيوب النظام الرأسمالي. فبعد انتشار تداعيات الأزمة تصاعدت الأصوات المنادية إلى ضرورة إعادة النظر في قواعد ضبط الأسواق، لإعادة تفعيل دور الدولة والسلطات العمومية في تنظيم ورقابة الأسواق المالية.

وجدت السلطات العامة نفسها مجبرة على التدخل من جديد، لوضع حد لتداعيات الأزمة، التي ما انفكت تضرب بكل القطاعات في كل الدول. فكتفت الدول المعنية جهودها وتبنّت سياسة موحدة لإنقاذ ما يمكن إنقاذه، ولوضع حد لموجة الإفلاس التي شهدتها البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية والأوروبية. لتحقيق ذلك لجأت إلى تأمين هذه البنوك والمؤسسات المالية بضخ الأموال اللازمة من الخزينة العمومية وشراء ديونها.

شهد العالم تقلبا رهيبا في النظام الاقتصادي، فبعدما كان يسعى إلى خصوصية كل ما هو عمومي، وتحرير كل القطاعات وإخضاعها لقانون واحد هو قانون السوق، انقلبت إلى العكس النقيض بالتحول من الخاص إلى العام عن طريق التأميم. صاحبت موجة التأميمات هذه صدور جملة من النصوص التي تترجم هذا التحول، إذ أن السلطات العمومية حينما تستعيد ملكية وتسيير هذه المرافق لا تقبل أن تخضعها إلى القواعد الحرة التي تسببت في حدوث الأزمة. أدى ذلك انقلاب النظام الرأسمالي على نفسه، فاستعادت الدول دورها التداخلي والرقابي على نشاط السوق المالية، الذي انسحبت منه لصالح المهنيين. رافق هذا الانقلاب، انقلاب قواعد القانون العام على القواعد المهنية الخاصة في تنظيم، تسيير ورقابة الأسواق المالية.

بقيت السوق المالية الجزائرية في سباتها التام، بعيدة كل البعد عن كل الأزمات والانقلابات التي عرفتتها الأسواق العالمية والنظام الاقتصادي العالمي. يرجع السبب في ذلك إلى انطوائها وانغلاقها على نفسها، وعدم تفتح السوق المالية الجزائرية على الشركات الأجنبية، فلا وجود لقيم منقولة صادرة عن شركات أجنبية داخل بورصة الجزائر، ولا وجود لشركات استثمار أجنبية اعتمدت بصفقتها وسطاء في عمليات البورصة، أو بصفقتها هيئات توظيف في القيم المنقولة.

سلط هذا البحث الضوء على خصوصية القاعدة القانونية التي تنظم السوق المالية الجزائرية، والتي وللأسف تعتبر أحد معوقات هذه السوق، إضافة إلى غيرها من المعوقات الاقتصادية، الاجتماعية الثقافية والسياسية. تفعيل السوق المالية الجزائرية سيتم أساساً عبر إعادة النظر في الإطار القانوني المنظم لها، لأنه الضمانة الأساسية لجلب المستثمرين إلى هذه السوق وتفعيلها وضمان استقرارها. يتحقق ذلك بمنح سلطات أوسع للمهنيين بتنظيم ورقابة السوق عن طريق قواعد خاصة، دون الانسحاب التام للسلطة العمومية التي يجب أن تكتفي بدور الحارس، دون التدخل في شؤون السوق.

أنهي هذا البحث بتقديم جملة من الاقتراحات التي من شأنها الإسهام في تطوير السوق وتعزيز ثقة المدخرين والمؤسسات فيها، والرقى بها إلى الساحة الدولية لمنافسة الأسواق العالمية منها:

- ضرورة إعادة النظر في الإطار القانوني المرافق لعملية إصدار القيم المنقولة ووضع نصوص قانونية متناسقة، متطورة ومشجعة على الاستثمار في السوق الأولية، لإعطائها دفعا جديدا.

- وضع إطار قانوني موحد يضمن حوكمة أجهزة السوق.
Règles de bonne gouvernance des institutions du marché.
- وضع نظام عام للسوق المالية، تجمع فيه مختلف الأنظمة والتعليمات الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السارية المفعول وترتيبها وفقاً لفهرس مواضيع. يتضمن هذا الفهرس بداية كل النصوص المنظمة لأجهزة السوق المالية، وفي قسم آخر النصوص المؤطرة لعمليات السوق، على أن يتبع كل نظام بالتعليمات المتعلقة بذات الموضوع.
- تعديل تسمية "لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها" المنحصرة في عمليات البورصة التي تمثل نشاط السوق الثانوية فحسب، وكأن اللجنة لا تنظم وتراقب السوق الأولية. أقتراح تسميتها "بلجنة ضبط السوق المالية" **Autorité de Régulation du Marché Financier « ARMF »**.
- ضبط العلاقات الأفقية والعمودية المتداخلة بين أجهزة السوق، خاصة مع أجهزة الضبط القطاعية الأخرى.
- تحديد سياسة واستراتيجية مصرفية تنظم وتشجع مهن الاستثمار المالي.
- وضع مخطط لتسويق القيم المنقولة بين الجمهور، يهدف إلى ضمان الإعلام الجيد للمستثمرين والمدخرين، وتحسين صورة السوق وجعلها أكثر تنافسية.
- فتح السوق الجزائرية على الأسواق العالمية، في إطار التعاون المشترك والمتبادل بين أجهزة السوق الجزائرية ونظيراتها، قبول اعتماد الشركات المالية الأجنبية للاستثمار في السوق المالية الجزائرية، للاستفادة من خبرتها وخلق حركة تنافسية بينها وبين الشركات الوطنية.
- إعادة النظر في تنظيم الاقتصاد الكلي والجزئي، والمناخ السياسي الذي لا يزال العائق الأول لاستقطاب الاستثمارات الوطنية والأجنبية على حد سواء.
- تكوين القانونيين في مجال السوق المالية، بتقرير مادة قانون الأسواق المالية في البرنامج الدراسي الجامعي، كونه فرع قانوني مستقل يستحق الدراسة.
- نشر ثقافة السوق المالية بين الجمهور وتشجيعهم على ضخ مدخراتهم فيها.

قائمة المراجع

أولا - باللغة العربية:

أ - الكتب:

1. أبو طالب صالح أمين، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية، دراسة مقارنة في القانون المصري والفرنسي، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995.
2. أحمد حسني، قضاء النقص التجاري، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1992.
3. الأطرش عبد الرحمن صالح، الوساطة التجارية في المعاملات المالية، دار اشبيليا للنشر والتوزيع، بيروت، 1995.
4. إلياس ناصف، الكامل في قانون التجارة، منشورات البحر المتوسط ومنشورات عويدات، بيروت، 1992.
5. _____، الشركات التجارية، الجزء الثالث، الطبعة الثالثة، دار عويدات للطباعة والنشر، بيروت، 1998.
6. بوجملين وليد، سلطات الضبط الاقتصادي في القانون الجزائري، دار بلقيس للنشر والتوزيع، الجزائر، 2012.
7. التميمي إرشاد فؤاد وعزمي أسامة، الاستثمار في الأوراق المالية، تحليل وإدارة، دار الميسرة، الأردن، 2004.
8. التهامي عرفات إبراهيم، التشريعات الاقتصادية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001.
9. توفيق عبيد سعيد، الاستثمار في الأوراق المالية، دون ذكر دار النشر، القاهرة، 1998.
10. الحسيني فلاح والدوري مؤيد، إدارة البنوك، دار وائل للنشر والطباعة، عمان 2000.
11. حماد طارق عبد العال، دليل المستثمر، إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
12. الحناوي محمد صالح، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
13. حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمية، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.

14. _____، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، بيروت، 2000.
15. الزرري عبد النافع عبد الله وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2000.
16. السنهوري عبد الرزاق أحمد، الوسيط في شرح القانون المدني، الجزء الأول، مصادر الالتزام، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1984.
17. السيد جودة صلاح، بورصة الأوراق المالية عملياً عملياً، مكتبة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.
18. شمعون شمعون، البورصة، دار هومة، الجزائر، 1999.
19. صالح فؤاد، مبادئ القانون الإداري الجزائري، دار الكتاب اللبناني، بيروت، 1993.
20. طه مصطفى كمال، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2000.
21. عادل جبري محمد حبيب، المسؤولية المدنية عن الإخلال بالالتزام بالسر المهني أو الوظيفي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2003.
22. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، (د.ت.ن).
23. _____، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995.
24. عبد الله حنفي، السلطات الإدارية المستقلة، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
25. عبد المتعال زكي، الاقتصاد السياسي، الجزء الثاني، مطبعة عبد الله إلياس وأولاده، مصر، 1983.
26. عبد المنعم فرج الصده، مصادر الالتزام، دار النهضة العربية، القاهرة، 1992.
27. العبيدي عباس فليح، الاكتتاب في رأس مال شركة المساهمة، دراسة قانونية وعملية، مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
28. العربي أسامة أنور، الموسوعة الشاملة لقوانين شركات المساهمة، دار العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000.
29. العريني محمد فريد ودويدار هاني، أساسيات القانون التجاري، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2004.

30. العريني محمد فريد، القانون التجاري، شركات الأموال، الدار الجامعية للطباعة والنشر، القاهرة، (د.ت.ن).
31. عزت عبد القادر، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 1996.
32. عطون مروان، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
33. _____، الأسواق النقدية والمالية، الجزء الثاني، مشكلات البورصة وانعكاساتها على الدول النامية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
34. العكيلي عزيز، القانون التجاري والشركات التجارية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 1995.
35. عوض علي جمال الدين، العقود التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، (د.ت.ن).
36. _____، دروس في القانون التجاري، دار النهضة العربية، القاهرة، (د.ت.ن)
37. فايز نعيم رضوان، الوجيز في العقود التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1998.
38. الفتلاوي سمير جميل حسن، العقود التجارية الجزائرية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1997.
39. الفقي محمد السيد، مبادئ القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2002.
40. فوزيل نادية، شركات الأموال في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
41. فياض عطية، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، 1998.
42. قاسم منى، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 2000.
43. القزويني شاكر، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992.
44. القيلوبي سميحة، شرح العقود التجارية، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1992.
45. _____، الشركات التجارية، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.

46. مبارك عبد المنعم محمد، النقود والصيرفة والسياسات النقدية، الدار الجامعية، بيروت، 1985
47. محرز أحمد، القانون التجاري الجزائري، النظام القانوني لشركات المساهمة، دار النشر العربي للطباعة، القاهرة، 1996.
48. محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، مؤسسة الطوبجي للطباعة والنشر، القاهرة، 2004.
49. محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2007.
50. محمد محمود عبد ربّه محمد، طريقك إلى البورصة، ومخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2000.
51. محمد يوسف ياسف، البورصة، عمليات البورصة، تنازع القوانين اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت 2004.
52. المصري حسني، صناديق الاستثمار المشتركة في القانون الكويتي والقانون المقارن، مطبوعات جامعة الكويت، 1995.
53. مطر محمد وتيم فايز، إدارة الاستثمارات، دار الوراقة للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
54. مطر محمد، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار الوراقة للنشر والتوزيع، عمان 2003.
55. الموسوي ضياء مجيد، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات، منشورات Image، الجزائر 1998.
56. الناقة أحمد أبو الفتوح، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة الشباب الجامعة للنشر، الإسكندرية 1998.
57. هندي منير إبراهيم، إدارة المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994.
58. _____، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
59. _____، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
60. هوشيار معروف كاكّا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2003.

61. يونس علي حسن، الشركات التجارية، دار أبناء وهبة حسان للنشر والطباعة، القاهرة، 1991.

ب - الرسائل والمذكرات:

♦ الرسائل

1. أيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص القانون، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2012.
2. أيت وازو زينة، مسؤولية البنك المركزي في مواجهة الأخطار المصرفية في ظل القانون الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم تخصص القانون، كلية الحقوق جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012.
3. الرافعي محمد تنوير محمد، دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية أقلية المساهمين في شركة المساهمة، دراسة مقارنة، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، 2006.
4. سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في القانون، جامعة القاهرة، 2000.
5. صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية، مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في علوم التسيير، فرع المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006.
6. الضبع أشرف، تسوية عمليات البورصة، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في القانون، جامعة القاهرة، 2006.
7. طاحون نصر علي أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006.
8. طاهر شوقي محمد مؤمن، الإطار القانوني لبيع الأوراق المالية في البورصة، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، 2006.
9. عبد علي عبد الله، إدارة صناديق الاستثمار في الأوراق المالية من الوجهة القانونية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، 2006.

10. عصام حسني محمود موسى، صكوك التمويل التي تصدرها شركات المساهمة، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، 1995.
11. كايس شريف، ظاهرة عدم فعالية القواعد القانونية في القانون الوضعي الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في القانون، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2006.
12. كتو محمد الشريف، الممارسات المنافية للمنافسة في القانون الجزائري، دراسة مقارنة بالقانون الفرنسي، أطروحة لنيل درجة دكتوراه دولة في القانون، فرع القانون العام، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2004.
13. محمد تنوير الراجعي، دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة، دراسة مقارنة، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، 2006.
14. محمود مصطفى حسن محمد، النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، 2006.
15. نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة حلوان، 2004.

◆ المذكرات

1. أيت منصور كمال، خوصصة المؤسسة العامة ذات الطابع الاقتصادي عن طريق بورصة القيم المنقولة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2002.
2. أيت مولود فاتح، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة في القانون الجزائري. مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2002.
3. البخفاوي هشام، التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006.
4. بن ثابت علال، الأسواق المالية والعولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية، جامعة الجزائر، 2003.

5. بن مدني أحمد، الوساطة في المعاملات المالية "السمسرة"، مذكرة لنيل درجة الماجستير في القانون، فرع العقود والمسؤولية كآلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2002.
6. جمعون نوال، دور التمويل المصرفي في التنمية الاقتصادية - حالة الجزائر - مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة الجزائر، 2005.
7. حدري سمير، السلطات الإدارية المستقلة الفاصلة في المواد الاقتصادية والمالية، مذكرة لنيل درجة الماجستير في القانون، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2005.
8. الحمراني صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية وفقا للقانون رقم 95 لسنة 1992 في شأن سوق رأس المال، رسالة مقدّمة لنيل درجة الماجستير في الحقوق، جامعة القاهرة، 2000.
9. حمليل نواره، عمليات بورصة القيم المنقولة في النظام القانوني الجزائري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2003.
10. دموش حكيمة، المركز القانوني للجنة المصرفية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2006.
11. الرحماني عبد الفتاح، عقد شركة المساهمة في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الحقوق فرع عقود ومسؤوليات، جامعة الجزائر، 1998.
12. زوار حفيظة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية مستقلة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون العام، فرع الإدارة المالية، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2004.
13. الشهراني أحمد سعيد أحمد، عمليات الأوراق المالية العاجلة والآجلة، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2007.
14. عيساوي عز الدين، السلطة القمعية للهيئات الإدارية المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2004 - 2005.

15. عيسى نجا، تقييم أداء الأسواق المالية العربية، دراسة حالة: تجربة الأردن، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003.
16. كايس شريف، النظام القانوني لأموال المؤسسات العامة الاقتصادية في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في قانون التنمية الوطنية، كلية الحقوق جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 1992.

ج - المقالات والملتقيات:

♦ المقالات

1. الابیوكي عادل رمضان، «دور وسطاء الأوراق المالية في تشريعات البورصات العربية، دراسة مقارنة»، مجلة الأهرام الاقتصادي، العدد الأول، مارس 1991، ص ص 47-63.
2. أحمد شرف الدين، «دليل المدخر للاستثمار في الأوراق المالية، صناديق الاستثمار»، مجلة الأهرام الاقتصادي، العدد 81، نوفمبر 1994، ص ص 5-34.
3. إقلولي ولد رابح صافية، «مكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القانون الجزائري»، مجلة إدارة، العدد 2، 2008، ص ص 7-31.
4. برادان محمود، «الخصخصة وتنمية الأسواق المالية في إيطاليا»، مجلة التمويل والتنمية، عدد 4، ديسمبر 1995، ص ص 9-11.
5. بن لطرش منى، «السلطات الإدارية المستقلة مظهر جديد للدولة»، مجلة إدارة، عدد 2، 2002، ص ص 57-85.
6. بوجعیدار الهاشمي، «أزمة المديونية الخارجية للجزائر، أسبابها وآثارها»، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري، قسنطينة، عدد 12، 1999، ص ص 96-107.
7. حلمي سعد زغلول خالد، «العولمة والتحديات الاقتصادية وموقف الدول النامية»، مجلة الحقوق، جامعة الكويت، العدد الأول، السنة السادسة والعشرون، مارس 2012، ص ص 12-27.
8. حمليل نواره، «جنحة استغلال معلومات امتيازية في البورصة بين اختصاص القاضي وسلطة ضبط السوق المالية»، المجلة النقدية للقانون والعلوم السياسية،

- عدد 02، 2007، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، ص ص 111 - 160.
9. سالمان محمد، «تنشيط سوق المال في مصر في ظل سياسة الإصلاح المالي والاقتصادي»، مجلة البنك المركزي المصري، عدد 2، 1993، ص ص 5-12 .
10. الشمري طعمة، «أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتي»، مجلة الحقوق، السنة 7، عدد 4، الصادرة عن جامعة الكويت، 1983. ص ص 29 - 42.
11. صادق حنين، «بحوث في أعمال البورصات»، مجلة القانون والاقتصاد الصادرة عن كلية الحقوق بجامعة القاهرة، العدد الأول، السنة الثامنة. ص ص 183-212.
12. صرخوه يعقوب يوسف، «القيود الواردة على تداول الأسهم وأزمة سوق الأوراق المالية»، مجلة الحقوق الكويتية، سنة 7 عدد 4، الكويت، 1983. ص ص 65-87.
13. عماري عمار، «الاقتصاد الجزائري، الماضي القريب واستشراف المستقبل»، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري، قسنطينة، العدد 14، ديسمبر 2000. ص ص 192 - 208.
14. لباد ناصر، «السلطات الإدارية المستقلة»، مجلة إدارة، عدد 01، سنة 2001، ص ص 7-23.
15. محمد محمد عبد اللطيف، «سلطة تنظيم الأسواق المالية، الإطار الدستوري والتنظيم التشريعي، بحث مقارنة في كل من فرنسا ومصر والكويت»، مجلة الحقوق، جامعة الكويت، العدد 2، جوان 2009. ص ص 110-136.
16. نشأت عبد العزيز ومحمد صلاح سالم، «سوق السندات في مصر، توصيف للواقع ومقترحات للتطوير»، مجلة كتاب الأهرام الاقتصادي الصادرة عن مؤسسة الأهرام، العدد 150، 2000. ص ص 13 - 26.

◆ المداخلات

1. إرزيل الكاهنة، دور لجنة الإشراف على التأمينات في ضبط سوق التأمين، الملتقى الوطني حول سلطات الضبط في المجال الاقتصادي والمالي، المنظم من طرف كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية بجامعة عيد الرحمان ميرة، يومي 23 - 24 ماي 2007.

2. أقاسم عمر، فعالية البورصة ووظائفها بالنسبة للاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي، الملتقى الوطني الثاني، حول أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، المنظم من طرف جامعة أدرار، أيام 24 و 25 أبريل 2007.
3. أوديع نادية، صلاحيات سلطة الضبط في مجال التأمين (لجنة الإشراف على التأمين) الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، المنظم من طرف كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية بجامعة عبد الرحمان ميرة، يومي 23 - 24 ماي 2007.
4. بودي عبد القادر، وبوسهمين أحمد، ماهية بورصة الأوراق المالية، الملتقى الوطني الثاني حول "أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري"، المنظم من طرف جامعة أدرار يومي 24 و 25 أبريل 2007.
5. حدري سمير، السلطات الإدارية المستقلة وإشكالية الاستقلالية، الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، المنظم من طرف كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية بجامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، أيام 23 و 24 ماي 2007.
6. دفاش عدنان، العلاقة الوظيفية بين مجلس المنافسة وسلطات الضبط الأخرى، الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، المنظم من طرف كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية بجامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، أيام 23 - 24 ماي 2007.
7. راشدي سعيدة، مفهوم السلطات الإدارية المستقلة، الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، المنظم من طرف كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية بجامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، أيام 23 - 24 ماي 2007.
8. شيخ ناجية، المركز القانوني للهيئة الوطنية للوقاية من الفساد ومكافحته، الملتقى حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، المنظم من طرف كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية بجامعة عبد الرحمان ميرة بجاية، أيام 23 - 24 ماي 2007.
9. عسالي عبد الكريم، لجنة ضبط قطاع الكهرباء والغاز، الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي الذي نظمته كلية الحقوق

- والعلوم الاقتصادية بجامعة عبد الرحمان ميرة بجاية، أيام 23 - 24 ماي 2007.
10. فتحي وردية، وقف تنفيذ القرارات الصادرة عن السلطات الإدارية المستقلة، الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، المنظم من قبل كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، أيام 23 - 24 ماي 2007.
11. مداحي عثمان، الوظائف الاقتصادية للبورصة ومنتجاتها، الملتقى الوطني الثاني، حول أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، المنظم من طرف جامعة أدرار، أيام 24 و 25 أفريل 2007.
12. مفتاح صالح ومعارفي فريدة، دور البورصة التمويلي مع الإشارة إلى حالة الجزائر، الملتقى الوطني الثاني، حول أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، المنظم من طرف جامعة أدرار، أيام 24 و 25 أفريل 2007.
13. نزليوي صليحة، سلطات الضبط المستقلة، آلية للانتقال من الدولة المستقلة إلى الدولة الضابطة، الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، من تنظيم جامعة بجاية، أيام 23 - 24 ماي 2007.
14. هديلي أحمد، سلطات القضاء في شل القوة التنفيذية لقرارات مجلس المنافسة، الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، المنظم من قبل كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، أيام 23 - 24 ماي 2007.

د - النصوص القانونية:

♦ الدستور

مرسوم رئاسي رقم 96-438 مؤرخ في 7 ديسمبر 1996، يتعلق بإصدار نص تعديل الدستور المصادق عليه في استفتاء 28 نوفمبر 1996، الجريدة الرسمية عدد 76، صادر في 8 ديسمبر 1996 معدل بـ: القانون رقم 02-03 مؤرخ في 10 أبريل 2002 الجريدة الرسمية عدد 25، صادر في 14 أبريل 2002 والقانون رقم 08-19 مؤرخ في 15 نوفمبر 2008 الجريدة الرسمية عدد 63، صادر في 16 نوفمبر 2008

♦ الاتفاقيات الدولية

1. مرسوم رئاسي رقم 04-128 مؤرخ في 19 افريل 2004، يتضمن التصديق بتحفظ على اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الفساد المعتمدة من قبل الجمعية العامة للأمم المتحدة يوم 31 أكتوبر 2003، الجريدة الرسمية عدد 26، صادر في 25 افريل 2004.
2. مرسوم رئاسي رقم 06-137 مؤرخ في 10 أفريل 2006، يتضمن التصديق على اتفاقية الاتحاد الإفريقي لمنع الفساد ومكافحته المعتمدة بمابوتو بتاريخ 11 جويلية 2003، الجريدة الرسمية عدد 24، صادر في 16 أفريل 2006.
3. مرسوم رئاسي رقم 06-413 مؤرخ في 22 نوفمبر 2006، يحدد تشكيلة الهيئة الوطنية للوقاية من الفساد ومكافحته وتنظيمها وكيفيات سيرها، الجريدة الرسمية عدد 74، صادر في 22 نوفمبر 2006.

♦ النصوص التشريعية

1. أمر رقم 75-58 مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون المدني، الجريدة الرسمية عدد 78، صادر بتاريخ 30 سبتمبر 1975، معدّل ومتمّم.
2. أمر رقم 75/59 مؤرخ في 26 سبتمبر 1975 يتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية عدد 101، صادر في 19 ديسمبر 1975، معدّل ومتمّم.
3. قانون رقم 83-19 مؤرخ في 18 ديسمبر 1983 يتضمن قانون المالية لسنة 1984، الجريدة الرسمية عدد 55، صادر في 31 ديسمبر 1984.
4. قانون رقم 85-07 المؤرخ في 06 أوت 1985 يتعلق بإنتاج الطاقة الكهربائية ونقلها والتوزيع العمومي للغاز، الجريدة الرسمية عدد 33، صادر في 7 أوت 1985.
5. قانون رقم 88/01 مؤرخ في 12 جانفي 1988، يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، الجريدة الرسمية عدد 02، صادر في 13 جانفي 1988.
6. قانون رقم 88/04 مؤرخ في 12 جانفي 1988، يعدّل ويتمّ القانون التجاري، ويحدد القواعد الخاصة المطبقة على المؤسسات العمومية الاقتصادية، الجريدة الرسمية عدد 02، صادر في 13 جانفي 1988.

7. قانون رقم 27/88 مؤرخ في 12 يوليو 1988 يتضمن تنظيم التوثيق، الجريدة الرسمية عدد 28، صادر في 13 جويلية 1988 (ملغى).
8. قانون رقم 90-07 مؤرخ في 3 أفريل 1990، يتعلّق بالإعلام، الجريدة الرسمية عدد 14، صادر في 4 أفريل 1990 (ملغى).
9. قانون رقم 10/90 مؤرخ في 14 أفريل 1990 يتعلّق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية عدد 16، لسنة 1990 (ملغى).
10. مرسوم تشريعي رقم 93-08 مؤرخ في 25 أفريل 1993 يتم الأمر رقم 59-75 يتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية عدد 27، صادر في 27 أفريل 1993. المعدل والمتمم.
11. مرسوم تشريعي رقم 10/93 مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلّق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 34 الصادرة في 23 ماي 1993 (معدل ومتمم).
12. مرسوم تشريعي رقم 93-13 مؤرخ في 26 أكتوبر 1993. يخص بعض أحكام القانون رقم 90-07 مؤرخ في 3 أفريل 1990، يتعلّق بالإعلام، الجريدة الرسمية عدد 69، لسنة 1993.
13. أمر رقم 95-06 مؤرخ في 25 جانفي 1995 يتعلّق بالمنافسة، الجريدة الرسمية عدد 9، صادر في 22 فيفري 1995. (ملغى)
14. أمر رقم 95-07 مؤرخ في 25 جانفي 1995 يتعلّق بالتأمينات، الجريدة الرسمية عدد 13، صادر في 08 مارس 1995 (معدل ومتمم).
15. أمر رقم 95-22 مؤرخ في 26 أوت 1995، يتعلّق بخصوصة المؤسسات العمومية، الجريدة الرسمية عدد 48، صادر في 3 سبتمبر 1995.
16. أمر رقم 95-25 مؤرخ في 25 سبتمبر 1995، يتعلّق بتسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة، الجريدة الرسمية عدد 55، صادر في 27 سبتمبر 1995 (ملغى).
17. أمر رقم 96-08، صادر في 10 جانفي 1996، يتعلّق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، الجريدة الرسمية عدد 03، صادر في 14 جانفي 1996.

18. أمر رقم 10-96 مؤرخ في 10 جانفي 1996، يعدّل ويتمّ المرسوم التشريعي رقم 10/93 مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلّق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 03، صادر في 14 جانفي 1996.
19. قانون رقم 03-2000 مؤرخ في 5 أوت 2000 يحدد القواعد العامة المتعلقة بالبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية، الجريدة الرسمية عدد 48، صادر في 6 أوت 2000.
20. أمر رقم 01-01 مؤرخ في 7 فيفري 2001 يعدل ويتم القانون رقم 90-10 يتعلّق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية عدد 14، صادر في 28 فيفري 2001.
21. قانون رقم 10-01 مؤرخ في 3 جويلية 2000 يتضمن قانون المناجم، الجريدة الرسمية عدد 35، صادر في 4 جويلية 2001.
22. قانون رقم 18/01 مؤرخ في 12 ديسمبر 2001 يتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية عدد 77، صادر في 15 ديسمبر 2001.
23. قانون رقم 01-02 مؤرخ في 5 فيفري 2002، يتعلّق بالكهرباء وتوزيع الغاز بواسطة القنوات، الجريدة الرسمية عدد 08، صادر في 05 فيفري 2002.
24. أمر رقم 03-03 مؤرخ في 19 جويلية 2003 يتعلّق بالمنافسة، الجريدة الرسمية عدد 43، صادر في 20 جويلية 2003 (معدل ومتمم).
- قانون رقم 04/03 مؤرخ في 17 فيفري 2003، يعدّل ويتمّ للمرسوم التشريعي رقم 10/93 مؤرخ في 23 ماي 1993، ويتعلّق ببورصة القيم المنقولة، المعدّل والمتمم، الجريدة الرسمية عدد 11، صادر في 19 فيفري 2003، (الاستدراك ج رعد 32، صادر في 07 ماي 2003).
25. أمر رقم 11-03 مؤرخ في 26 أوت 2003، يتعلّق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية عدد 52، صادر في 27 أوت 2003، معدل ومتمم.
26. قانون رقم 01/05 مؤرخ في 6 فيفري 2005، يتعلّق بالوقاية من تبييض الأموال وتمويل الإرهاب ومكافحتهما، الجريدة الرسمية عدد 11، صادر في 9 فيفري 2005.
27. قانون رقم 10-05 مؤرخ في 20 جوان 2005، يعدل ويتم الأمر رقم 75-58 مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون المدني، الجريدة الرسمية عدد 44، صادر 26 جوان 2005 (معدل ومتمم).

28. قانون رقم 01-06 مؤرخ في 20 فيفري 2006 يتعلق بالوقاية من الفساد ومكافحته، الجريدة الرسمية عدد 14، صادر في 8 مارس 2006، (معدل ومتمم).
29. قانون رقم 02/06 مؤرخ في 20 فيفري سنة 2006، يتضمن تنظيم مهنة الموثق، الجريدة الرسمية عدد 14، صادر في 8 مارس 2006.
30. قانون رقم 04-06 مؤرخ في 20 فيفري 2006 المعدل والمتمم للأمر رقم 07-95 مؤرخ في 25 جانفي 1995 يتعلّق بالتأمينات، الجريدة الرسمية عدد 15، صادر في 12 مارس 2006 (نشر استدراك هذا القانون في الجريدة الرسمية عدد 27، صادر في 26 أفريل 2006).
31. قانون رقم 12-08 مؤرخ في 25 جوان 2008، يعدل ويتمم الأمر رقم 03-03 مؤرخ في 19 جويلية 2003 يتعلّق بالمنافسة، الجريدة الرسمية عدد 36، صادر في 2 جويلية 2008 (معدل ومتمم).
32. أمر رقم 04-10 مؤرخ في 16 أوت 2010 يعدل ويتمم الأمر رقم 03-11 مؤرخ في 26 أوت 2003 ويتعلّق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية عدد 50، صادر في 01 سبتمبر 2010.
33. قانون رقم 05-10 مؤرخ في 15 أوت 2010، يعدل ويتمم الأمر رقم 03-03 مؤرخ في 19 جويلية 2003 يتعلّق بالمنافسة، الجريدة الرسمية عدد 46، صادر في 18 أوت 2010.
34. أمر رقم 05-10 مؤرخ في 26 أوت 2010 يتم القانون رقم 01-06 مؤرخ في 20 فيفري 2006 ويتعلّق بالوقاية من الفساد ومكافحته، الجريدة الرسمية عدد 50، صادر في 1 سبتمبر 2010.

♦ النصوص التنظيمية

1. مرسوم تنفيذي رقم 169/91 مؤرخ في 28 ماي 1991، يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 26، صادر في 1 جوان 1991.
2. مرسوم تنفيذي رقم 170/91 مؤرخ في 28 مايو 1991، يتضمن تحديد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات الأموال لها، الجريدة الرسمية عدد 26، صادر في 1 جوان 1991.

3. مرسوم تنفيذي رقم 171/91 مؤرخ في 28 مايو 1991، يتضمن لجنة البورصة، الجريدة الرسمية عدد 26، صادر في 1 جوان 1991.
4. مرسوم تنفيذي رقم 175/94 صادر في 13 جوان 1994، يتضمن تطبيق المواد 21، 22، و 29 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 مؤرخ في 23 ماي 1993، ويتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 41، صادر في 26 جوان 1994.
5. مرسوم تنفيذي رقم 176/94 صادر في 13 جوان 1994 يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993، الجريدة الرسمية عدد 41، صادر في 26 جوان 1994.
6. مرسوم تنفيذي رقم 438/95 مؤرخ في 23 ديسمبر 1995 يتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات، الجريدة الرسمية عدد 80، صادر في 24 ديسمبر 1995.
7. مرسوم تنفيذي رقم 102/96 مؤرخ في 11 مارس 1996، يتضمن تطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 الصادرة في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 18، صادر في 20 مارس 1996.
8. مرسوم تنفيذي رقم 133/96 مؤرخ في 13 أبريل 1996، يحدد شروط ممارسة السهم النوعي وكيفياتها، الجريدة الرسمية عدد 23، صادر في 14 أبريل 1996.
9. مرسوم تنفيذي رقم 134/96 مؤرخ في 13 أبريل 1996، يتعلق بشروط تملك الجمهور للأسهم والقيم المنقولة الأخرى في المؤسسات العمومية التي ستخصص وكيفيات ذلك، الجريدة الرسمية عدد 23، صادر في 14 أبريل 1996.
10. مرسوم تنفيذي رقم 474/96 صادر في 28 ديسمبر 1996 يتضمن تطبيق المواد 8 و 23 من الأمر رقم 08/96 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)، الجريدة الرسمية عدد 84، صادر في 29 ديسمبر 1996.
11. مرسوم تنفيذي رقم 170/98 صادر في 20 ماي 1998، يتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الجريدة الرسمية عدد 34، صادر في 24 ماي 1998.

12. مرسوم تنفيذي رقم 11-241 مؤرخ في 10 جويلية 2011، الذي يحدد تنظيم مجلس المنافسة وسيره، الجريدة الرسمية عدد 39، صادر في 13 جويلية 2011.
13. مرسوم تنفيذي رقم 12/204 مؤرخ في 6 ماي 2012 يحدد نظام أجور أعضاء مجلس المنافسة والأمين العام والمقرر العام والمقررين، الجريدة الرسمية عدد 29، صادر في 6 ماي 2012 (صدر استدراك بشأن هذا النص في الجريدة الرسمية عدد 41، صادر في 15 جويلية 2012).
14. قرار وزير المالية مؤرخ في 2 أوت 1998 يتضمن تطبيق المادة 3 من المرسوم التنفيذي رقم 98-170 مؤرخ في 20 ماي 1998 ويتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجريدة الرسمية عدد 70، صادر في 20 سبتمبر 1998.
15. قرار وزير المالية مؤرخ في 5 أوت 1998 يتضمن تطبيق المادة 52 من الأمر رقم 96/08 مؤرخ في 10 جانفي 1996 ويتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 70، صادر في 20 سبتمبر 1998.
16. قرار وزير المالية مؤرخ في 21 جانفي 1998 يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، الجريدة الرسمية عدد 15، صادر في 18 مارس 1998. المعدل والمتمم بموجب القرار مؤرخ في 22 جويلية 2001، الجريدة الرسمية عدد 45، صادر في 12 أوت 2001.
17. قرار وزير المالية مؤرخ في 13 أوت 1998، يتضمن تطبيق المادة 36 من الأمر رقم 96/08 مؤرخ في 10 جانفي 1996 يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة صادر في الجريدة الرسمية عدد 70، صادر في 20 سبتمبر 1998.
18. قرار وزير المالية مؤرخ في 21 جانفي 1998 يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، صادر في الجريدة الرسمية عدد 15، صادر في 18 مارس 1998، المعدل والمتمم بموجب القرار مؤرخ في 22 جويلية 2001، الجريدة الرسمية عدد 45، صادر في 12 أوت 2001.
19. قرار وزير المالية مؤرخ في 5 ماي 1998 يتضمن تطبيق المادة 52 من الأمر رقم 96-06 مؤرخ في 10 جانفي 1996 يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) (ش.أ.ز.م.م) (ص.م.ت)، الجريدة الرسمية عدد 70 صادر في 20 سبتمبر 1998.

♦ أنظمة وتعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

1. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 02/96 مؤرخ في 22 جوان 1996 يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيماً منقولة، الجريدة الرسمية عدد 36، صادر في 1 جوان 1997.
2. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 03/96 مؤرخ في 3 جويلية 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة في رأسمال شركة إدارة البورصة للقيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.
3. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 01/97 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بمساهمة الوسطاء في عمليات البورصة في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم، الجريدة الرسمية عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.
4. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 02/97 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.
5. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 03/97 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.
6. 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)، الجريدة الرسمية عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.
7. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 05/97 مؤرخ في 25 نوفمبر 1997، يتعلق باتفاقيات فتح الحساب بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم، الجريدة الرسمية عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.

8. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 01/98 مؤرخ في 15 أكتوبر 1998 الذي يحدّد قواعد الأتاولى التي تحصلّها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الجريدة الرسمية عدد 93، صادر في 13 ديسمبر 1998. (ملغى)
9. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 02/2000 مؤرخ في 20 جانفي 2000، يتعلّق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمتها مسعرة في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 50، صادر في 16 أوت 2000.
10. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 03/2000 مؤرخ في 28 سبتمبر 2000، يتعلّق بتنظيم وسير اللجان الإدارية والتقنية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الجريدة الرسمية عدد 08، صادر في 31 جانفي 2001.
11. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 01/03 مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلّق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، الجريدة الرسمية عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.
12. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 02/03 مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلّق بمسك الحسابات وحفظ السندات، الجريدة الرسمية عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.
13. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 03/03 مؤرخ في 18 مارس سنة 2003 يتعلّق بالتصريح يتجاوز حدود المساهمة في رأسمال الشركات المتداول أسهمها في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.
14. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 05/03 مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلّق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات، الجريدة الرسمية عدد 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.
15. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 01/04، مؤرخ في 08 جويلية 2004، يعدل ويتم النظام رقم 02/96، مؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلّق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيماً منقولة، صادر في الجريدة الرسمية عدد 22، صادر في 27 مارس 2005.

16. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 02/04، مؤرخ في 10 نوفمبر 2004، يتعلق بشروط تداول خارج البورصة لسندات مسعرة في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 22، صادر في 27 مارس 2005.
17. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 03/04 مؤرخ في 9 سبتمبر 2005 يتعلق بصندوق الضمان، الجريدة الرسمية عدد 22، صادر في 27 مارس 2005.
18. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 01/12 مؤرخ في 12 جانفي 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 03/97 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، صادر في الجريدة الرسمية عدد 41، صادر في 15 جويلية 2012.
19. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 03/09 مؤرخ في 18 نوفمبر 2009 الذي يحدد قواعد حساب العمولات التي تحصلها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن عمليات البورصة الجريدة الرسمية عدد 45 صادر 08 أوت 2009. الذي ألغى نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 01/98 مؤرخ في 15 أكتوبر 1998. الجريدة الرسمية عدد 39، صادر في 13 ديسمبر 1998.
20. تعليمية رقم 01/97 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخة في 30 نوفمبر 1997 التي تحدد كيفية اعتماد الوسطاء في عملية البورصة.
21. تعليمية رقم 03/97 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخة في 30 نوفمبر 1997 تتضمن تطبيق نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96/02 مؤرخ في 22 جوان 1996 يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة.
22. تعليمية رقم 01/98 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخة في 30 أبريل 1998 تتعلق بقبول القيم المنقولة في البورصة.
23. تعليمية رقم 01/99 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخة في 03 مارس 1999 تتعلق بنموذج اتفاقية فتح الحساب.

24. تعليمة رقم 02/99 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخة في 03 مارس 1999 تتعلق بسجلات الواجب مسكها من طرف الوسطاء في عمليات البورصة.
25. تعليمة رقم 03/99 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخة في 16 جوان 1999 تتعلق بإصدار البطاقات المهنية.
26. تعليمة رقم 05/99 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخة في 17 أكتوبر 1999 تتعلق بكيفية مسك حسابات السندات من طرف الوسطاء في عمليات البورصة.
27. تعليمة رقم 01/2000 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخة في 11 جانفي 2000 تتعلق بتحديد قواعد الحذر في تسيير القيم المنقولة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة.
28. تعليمة رقم 01/03 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخة في 21 ديسمبر 2003، تتضمن كفاءات تأهيل ماسك الحسابات حافظ السندات.
29. تعليمة رقم 02/03 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخة في 21 ديسمبر 2003، تتضمن دفتر شروط ماسك الحسابات حافظ السندات.
30. تعليمة رقم 03/03 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخة في 21 ديسمبر 2003، تتضمن نموذج اتفاقية فتح الحساب المبرمة بين ماسكي الحسابات حافظي السندات وزبائنهم.
31. تعليمة رقم 04/03 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخة في 21 ديسمبر 2003، تتضمن نموذج وكالة تسيير السندات الإسمية.
32. تعليمة رقم 01/2013 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخة في 09 جوان 2013، تتضمن شروط وإجراءات تسجيل راعي البورصة.
33. تعليمة رقم 02/2013 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخة في 09 جوان 2013، تتضمن نموذج الاتفاقية المبرمة بين الشركة المرشحة للقيّد في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والراعي في البورصة.

1. نظام بنك الجزائر رقم 06/95 مؤرخ في 19 نوفمبر 1995 يتعلق بالنشاطات التابعة للبنوك والمؤسسات المالية، الجريدة الرسمية عدد 81، صادر في 27 ديسمبر 1995.
2. نظام بنك الجزائر رقم 04-2000 مؤرخ في 2 أبريل 2000 يتعلق بحركة رؤوس الأموال بعنوان "استثمارات محفظة الأوراق المالية الخاصة بغير المقيمين"، جريدة رسمية عدد 12، صادر في 12 مارس 2000.
3. مقرر بنك الجزائر رقم 04/98 المؤرخ في 1998/07/27 يتضمن اعتماد بنك الخليفة، الجريدة الرسمية عدد 63، صادر في 26 أوت 1998

♦ قرارات شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

1. قرار رقم 01/98 صادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتاريخ 22 مارس 1998، يتضمن تحديد إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة ونشر المعلومات.
2. قرار رقم 02/98 صادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتاريخ 22 مارس 1998، يتضمن تنظيم وتسيير حصص التسعيرة في بورصة القيم المنقولة.
3. قرار رقم 03/98 صادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتاريخ 22 مارس 1998، يتضمن قواعد تسوية المعاملات في البورصة.
4. قرار رقم 05/99 صادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتاريخ 22 جويلية 1999، يتضمن تعديل وتنظيم القرار رقم 01/98 يتضمن إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة.
5. قرار رقم 06/99 صادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتاريخ 22 جويلية 1999، يتضمن تعديل وتنظيم القرار رقم 02/98.
6. قرار رقم 07/99 صادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتاريخ 22 جويلية 1999، يتضمن تعديل وتنظيم القرار رقم 03/98.
7. قرار رقم 09/99 صادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتاريخ 22 جويلية 1999، يتضمن تحديد مبلغ مصاريف التسجيل وإلغاء التسجيل والتسعيرة الرسمية للقيم المنقولة ومصاريف أخرى خاصة.

ثانيا - باللغة الفرنسية:

A. OUVRAGES :

1. **AIDAN Pierre**, Droit des marchés financiers, réflexions sur les sources, Edition Banque, Paris, 2001.
2. **AMMOUR Ben Halima**, Pratique des techniques bancaires avec référence à l'Algerie , Editions Dahlab, Alger, 2000.
3. **ARESTAN Philippe**, Démarchage bancaire et financiers et conseil en investissements financiers, Editions revue Banque, Paris, 2006.
4. **AVENEL Jean- David**, L'essentiel des marchés financiers aux Etats –Unis, Editions Gualino, Paris, 2011.
5. **BELLETRANT Bernard**, La bourse, édition Hatier, Paris, 1992.
6. **BOERE Jean-Pierre, DEROIN Philippe, DESACHE Jean-Marc, DUHAMEL Armand, MALINVAUD Eric, VAUPLANE Hubert**, Titres et emprunts obligataires, Tome 1, Banque Editions, Paris, 1998.
7. **BONNEAU Thierry et DRUMMOND France**, Droit bancaire, 3^{ème} édition, Montchrestien, Paris, 1999.
8. _____, Droit des marchés. 2^{ème} édition, Economica Paris, 2005.
9. **BORNET Jean-Pierre et DE VAUPLANE Hubert**, Droit des marchés financiers, Edition Litec, Paris, 1997.
10. **BOURETZ Emmanuelle et EMERY Jean-Louis**, Autorité des marchés financiers et commission bancaire, pouvoirs de sanction et recours, Editions Banque, Paris, 2008,
11. **CALANDRI Laurence**, Recherche sur la notion de régulation en droit administratif Français. Edition, Librairie générale de droit de jurisprudence , Paris, 2008.
12. **CONAC Pierre-Henri**, La fusion de la COB et du CMF, mélange AEDBF France III, Banque Edition, du 01/17/2001, Paris, 2001.
13. _____, La régulation des marchés boursiers par la commission des opérations de bourses (COB) et la securities and exchange commission (SEC). Librairie générale de droit de jurisprudence LGDJ, Paris, 2002.
14. **DE JUGLART Michel et IPPOLITO Benjamin**, Le courtage en matière de valeurs mobilières n'est pas un courtage libre mais un courtage réglementé, Traité de droit commercial, Tome 7, Banque et bourse, 3^{ème} édition Montcherstien, Paris, 1991.
15. **DE NAYER (M.C)**, La formation du prix dans les introductions en bourse et les privatisations, in études sur le cours de bourse, sous la direction de SOUFFLET (J), et DESCHANEL (J.P), Edition Economica, 1997.

16. **DE VAUPLANE Hubert et BORNET Jean-Pierre**, Droit de la bourse Litec. Paris 1994, p 260.
17. **DE VAUPLANE Hubert**, L'autorité des marchés financiers, Edition revue banque, Paris, 2004.
18. **DEFFOSSE Gaston et BALLEY Pierre**, La bourse des valeurs, collection que sais-je ? Editions Bouchene, 16^{ème} éditions, Paris, 1990.
19. **DELATTRE (E)**, les nouveaux instruments financier, collection que sais Paris, 1994.
20. **DIDIER Philipe**, La monnaie, Les valeurs mobiliers, les effets de commerce, PUF, 1999.
21. **DUBOIS Michel et GIRARD-POTIN Isabelle**, théorie financière de gestion de portefeuille, Editions DEBOECK, Université de Belgique ,2001.
22. **DUCOULOUX – FAVARD Claude, et RONTCHESKY Nicolas**, infractions boursières. Editions Joly, Paris 1997.
23. **DURAND Michel**, La bourse, collection Repères, Editions La Découverte, Paris, 1993, p11.
24. **EVARD Dominique, DE LA BACHELERIE Vincent, QUAGILIA Julien, et CASALIS Georges**, Second marché, Editions Information financière, paris 1991.
25. **FAFFA Jean – Claude**, Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne : expérience Américaine, Editions Cujas, Paris 1991.
26. **GERMAIN Michel**, Traité du droit commercial, Tome 1, volume 16, Librairie générale du droit et de jurisprudence, Paris 1996.
27. **GOURLAOUN J – P**, les nouveaux instruments financiers édition Vuibert gestion, Paris 1998.
28. **GUEDON Marie-José**, Les autorités administratives indépendantes. Edition Librairie générale de droit de jurisprudence , Paris, 1991.
29. **GUYON Yves**, Les sociétés anonyme, Editions Dalloz, Paris, 1994.
30. **HAMEL (J)**, Trait2 du droit commercial. Editions Dalloz, Paris, 1996.
31. **HAMON Jacques**, marchés d'action, Editions Economica, Paris, 1995.
32. **HUBAC Sylvie et PISIER Evelyne**, Les autorités face aux pouvoirs. In Les autorités administratives indépendantes sous la direction de COLLIARD Claude Albert et TIMSIT Gérard, édition P.U.F, Paris, 1988.
33. **JACQUILLAT Bertrand et SOLNIK Bruno**, Les marchés financiers et la gestion de portefeuille Edition DUNO Paris 1991.
34. **JAFFEUX Corynne**, Bourse et financement des entreprises. Editions Dalloz, Paris, 1994.

35. **JAQUILAT Bertrand**, L'introduction en bourse, 2^{ème} édition, Collection Que sais-je, Editions Presses Universitaires, Paris, 1989, p. 31
36. **KARYOTIS Catherine**, Circulation internationale des valeurs mobilières, Editions Banque, Paris 1994.
37. **LAMBIN Jean-Jacques**, Quel avenir pour le capitalisme, Edition DUNO, Paris, 2011.
38. **LAMY Pierre**, Les bourses de valeurs, Editions Economica, Paris, 1995.
39. **LE CANNU (P)**, réflexion sur l'apport de la loi du 2juillet 1996 au droit des sociétés, bulletin Joly, 1996, P796.
40. **LE VASSEUR (M)**, Droit des affaires, Tome II, les valeurs mobilières, LGDJ, Paris 1988.
41. **LEGALL Jean Pierre**, Droit commercial, Les groupements commerciaux, sociétés commerciale et GIE. Bourse de valeurs, 13^{ème} édition, Dalloz, Paris, 1992
42. **LEHMANN (J.P)**, La bourse de Paris, Edition Dunod, Paris, 1991.
43. _____, Histoire de la bourse de Paris, collection que sais-je ? PUF, Paris, 1997.
44. **MARTIN.L.M**, Banque et bourse, Editions Montchretien, troisième édition, Paris 1991.
45. **MERVILLE Anne Dominique**, Droit des marchés financiers, Gualino éditeur, Paris, 2006.
46. **OHL Daniel**, Droit des sociétés cotées, 2ème éditions, Edition Litec, Paris, 2005.
47. **PERQUEL Jean Jacques**, Les bourses Americaines, Editions Vuibert, Paris, 1992.
48. **PERQUEL Jean-Jacques et PERQUEL François-Eric**, Les Bourses d'Europe centrale, Collection Gestion Internationale, Editions Vuibert, Paris, 1995.
49. **PEYRAD Josette**, Les bourses Européennes, Editions Vuibert, Paris, 1995.
50. **PEZARD Alice**, Droit des marchés monétaire et boursier, Editions J.N.A., Paris, 1991.
51. **PICON Olivier**, La bourse, ses mécanismes, gérer son portefeuille, réussir ses placements, 14^{ème} éditions. Dalloz, Paris, 2000.
52. **RABUT Albert**, Le droit des bourses de valeurs et les agents de change. Edition Litec, Paris, 1983.
53. **RIPERT Georges et ROBLOT René**, Traité de droit commerciale, Tome 2 14^{ème} édition, Editions Librairie générale de droit et de jurisprudence (LGDJ), Paris, 1994, p 109.
54. **ROBERT Marie-Claude et LABBOZ Béatrice**, La commission des opérations de bourse. Répertoire commercial, Tome II, 2^{ème} éd Dalloz, Paris, 1994

55. **ROBLOT René**, Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (O.P.C.V.M), Paris – Ansa, 1995.
56. **SALAH Mohammed**, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, édition Ibn Khaldoun, Alger, 2001.
57. **THEODORE Jean – François**, Connaitre la bourse, Editions journal des finances, Paris 1994.
58. **THOMASSET Pierre Sylvie**, L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales, Edition Librairie générale de droit de jurisprudence , Paris, 2003.
59. **TOMASI Martin**, « La concurrence sur les marchés financiers, aspects Juridiques ». Edition Librairie générale de droit de jurisprudence , Paris, 2002.
60. **VIDAL Dominique**, Droit des sociétés, Librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris, 1993,
61. **ZOUAIMIA Rachid**, Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie, Edition Houma, Alger, 2005.
62. _____, Les autorités administratives indépendantes et la régulation économique en Algérie, Edition Houma, Alger, 2005.
63. _____, Droit de la régulation économique, édition Berti, 2006.
64. _____, Les instruments juridiques de la régulation économique en Algérie. Edition Belkeise, Alger, 2012.

B. THESES ET MEMOIRES :

♦ THESES

1. **DAILLER Pauline**, Le contrat financier en instrument financier à terme. Thèse de doctorat en droit université Paris I, 2010.
2. **GRAVREAU (C)**, L'introduction en bourse de valeurs mobilières, Thèse en vue d'obtention d'un doctorat en droit, université Paris II, 1996.
3. **SENARD Olivier**, Les organes de placement collectif en valeurs mobilières dans le marché commun en Suisse, Thèse de doctorat, Paris, 1994.
4. **TEYSSIER David**, La régulation des marchés financiers. Thèse en vue d'obtention d'un doctorat en droit, Université de Paris I, Panthéon - Sorbonne, 2008.

♦ MEMOIRES

1. **AIT OUZZOU Zaina**, L'étendue de l'indépendance de la banque d'Algérie, Mémoire pour l'obtention d'un magister en Droit, option : Droit des affaires, Faculté de droit, université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2005.

2. **DERDER Nacéra**, Le rôle du système bancaire Algérien dans le financement de l'économie, thèse présentée en vue d'obtention d'un magister en sciences commerciales et financières, option finance, Université d'Alger, année 2000.
3. **MASMOUDI M'hamed Ali**, La gestion individuelle de portefeuille, mémoire en vue de l'obtention de diplôme magister en droit économique des affaires. Facultés des sciences Juridiques et sociales de Tunis (Tunis II) 1994 – 1995.

C. ARTICLES :

1. **ARNAUD A.J**, « De la régulation par le droit à l'heure de la globalisation, quelques observations critiques ». Revue droit et société, N° 35, 1997, p 11-15.
2. **ARSOUZE CHARLES**, « La cour de cassation se prononce sur le respect des droits de la défense par l'autorité des marchés financiers », Revue Société N° 10 du 01/10/2011, pp 575-580.
3. **B. GENEVOIS**, « Le conseil constitutionnel et la définition des pouvoirs du CSA », Revue Française du droit administratif, 1989, pp.684–685.
4. **BEGARD Pierre et Robert Marie-Claude**, « Bourse des valeurs », Répertoire commercial, Tome 1, Edition Dalloz, Paris 1997, pp 1-38
5. **BERGER Jean-Louis**, « Pouvoir réglementaire et délégation de compétence normative ». Revue de droit prospectif, Presses universitaires d'Aix Marseille n° 16 spécial, 2001, pp 2373-2380.
6. **BERTIN-MOUROT (O) et FATIER (B)**, "La réforme du démarchage bancaire et financier", Petites affiches, N° 162 du 14 Août 2003, pp 4-5.
7. **BOUSSOUMAH Mohamed**, « La notion d'entreprise publique en droit Algérien ». Revue Algérienne des sciences juridiques, économiques et publiques RASJEP N° 1 Mars 1989, p 36- 18 .
8. **BOUTEILLER. P**, «L'acte de démarchage bancaire et financier : éléments constitutif et premières réflexions quant aux situations concrètes», Juris-classeur, périodique, N° 23 du 3 Juin 2004, pp 897-930.
9. **CHEVALLIER. J.** « Le nouveau statut de la communication audiovisuelle », Revue d'actualité juridique et droit administratif AJDA, 1987, PP 27-28 .
10. **DABIN Véon**, « Dématérialisation circulation scripturale des valeurs mobilières dans le cadre des marchés financiers », Revue

- internationale du droit économique, N° 3 du 01-09-1997, pp 291-317.
11. **DAIGRE Jean-Jacques**, « Recours contre les décisions de la future autorité des marchés financiers, compétence administrative ou judiciaire ». Revue de droit bancaire et financier, 2003, p p30-36.
 12. **DE TOCQUEVILLE Jean-Guillaume et PONS-HENRY Jean Philippe**, « L'AMF annonce le rapprochement des services de l'inspection de la COB et du CMF », bulletin Joly bourse et produits financiers N° 6 du 01/06/2011, pp352-353.
 13. **DE VAUPLANE Hubert**, « Valeurs de trésor » Juris- classeurs ; banque et crédit, fascicule 1980, p p1-16.
 14. _____, « La responsabilité civil des intermédiaires », Revue Droit bancaire et bourse, n° 76 novembre – décembre 1999, p 203.
 15. **DE VAUPLANE Hubert et BORNET Jean Pierre**, « Les marchés financiers : Le défi de la transposition de la DSI », Bulletin Joly Bourse, N° 4, numéro spécial, Juillet, Août 1996, P355
 16. **DE VAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean Jacques**, Observation sur l'ordonnance du tribunal de Bordeaux du 17/01/2001, et la décision de la cour européenne de droit de l'homme du 31 mai 2000, Revue Banque et Droit, Mars – Avril 2003, pp30-32.
 17. _____, Commentaire sur l'arrêté de la cour de Paris du 27 Avril 2004, in Revue Banque et Droit, n° 05 Mai – Juin 2004, pp 32-33.
 18. _____, Note sur la décision de la cour de cassation, chambre commerciale du 1^{er} mars 2011pourvoi N° 09-71 -252, Revue Banque et droit, N° 139 du 01-10-2011, p 22.
 19. **DECOOPMAN Nicolas**, l'affaire de la compagnie diamantaires d'Anvers une faute lourde de la COB, note sous l'arrêt de la cour d'appel de Paris, chambre 1 du 06-04-1994, Recueil Dalloz N° 36 du 20/10/1994, pp 511-515.
 20. **DEGOFFE Michel**, « Les autorités publiques indépendantes ». Revue d'actualité juridique et droit administratif AJDA, édition Dalloz n° 12/2008,pp 622 - 629.
 21. **DELECI Jonh Mark**, "devoir d'information de l'intermédiaire boursier et la couverture des opérations à règlement mensuel", Revue banque et droit, N° 23, Mai/Juin 1992, p 90-102.

22. **DERAUCOURT Amaury**, « La responsabilité en matière de gestion collective ». Revue Banque et Droit, N° 70, Mars - Avril 2000, p p 18-27.
23. **DERIEUX Emmanuel**, « Adoption des projet de lois de réforme du statut de la communication audiovisuelle », revue Droit de l'immatériel, N°46 du 01-02-2009, pp 30-31.
24. **DESBARRIERES Nelly**, « Compensation et règlement/livraison des titres financiers », encyclopédie des marchés financiers, Editions Economica, Paris, 1997, pp 247- 263.
25. **DIB Said**, « La nature du contrôle Juridictionnel des actes de la commission bancaire en Algérie ». Revue du conseil d'Etat, N° 3, 2003, p 124.
26. **DIF Mohamed**, Mécanisme de mise en place d'un marché financier en Algérie, Revue Media Bank, éditée par la banque d'Algérie, N° 13, 1995, p.8.
27. **DONDERO. B**, « Le nouveau régime du démarchage bancaire et financier », petites affiches, du 14 Novembre 2003, N° 228, p 39.
28. **ESSOMBE MOUSSIO Jean-Jacques**, « Les sociétés de bourse », Juris-classeurs commercial, 1992.pp 1-39.
29. _____, « introduction en bourse procédures techniques et modalités contractuelles », Répertoire bourse et produits financiers, n° 1-1998, mis à jour en 2006, pp 1-37.
30. _____, « La gestion de portefeuille » Dictionnaire Jolly bourse. Edition Jolly, Paris 2006, pp 1-56.
31. **FAVOREU (M)**, « La décision n° 88 – 248 du 17 Janvier 1989 », Revue du droit public, 1989, p 399.
32. **FRISON-ROCHE Marie-Anne**, « Définition du droit de la régulation ». Recueil DALLOZ, Paris, 2004, p 126.
33. **GARRIGUES Brigitte**, « L'autorité de régulation boursière face à l'article 6 de la convention européenne de droit de l'homme », Revue de droit bancaire et financier N°3 du 01-05-2010, pp 83-85.
34. **GOUTAY Philippe**, « Le transfert de propriété des instruments financiers », Revue Droit Bancaire et Financier, N° 5 du 01/09/2005, pp 47-50.
35. **GUILLAUME Hoffmane**, « Les actes Juridiques de la commission des opérations de bourse », Revue d'actualité juridique et droit administratif AJDA, 1982, pp 683 – 688.
36. **JEANTIN Michel**, « Sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) », Juris-Classeur : Banque et crédit, Fascicule 981, Edition Juris-Classeur, Paris, 1986, pp 2-38.

37. **JOBART. J.CH**, « Essai de définition du concept de régulation : de l'histoire des sciences des sciences aux usages du droit ». Revue de la recherche juridique, N° 1, 2004, p 33.
38. **KOVAR Jean Philippe**, « La responsabilité des autorités de régulation face au dualisme juridictionnel », revue de droit bancaire et financier, N°2 du 01-03-2009, pp16-18
39. **LAMBARD Martine**, « brèves remarque, la personnalité morale des institutions de régulation » : in : DEGOFFE Michel, Les autorités publique indépendantes. Revue d'actualité juridique et droit administratif AJDA, n° 12, 2008, p204 .
40. **LEGEAIS Dominique**, Ordre de bourse «formation du contrat», Juris-Classeur, fascicule N° 1670, crédit et banque 2, paris 1990.
41. **LEVASSEUR (G)**, « Le problème de la dépenalisation », Archive de la politique criminelle, n° 06, 1983, p p 53 – 69.
42. **LUCAS DE LEYSSAC. (C) et PARLEANI. (G)**, « Le démarchage bancaire et financier », revue sociétés, N° 4, 6 Octobre-Décembre 2003, p 719-720
43. **MARTIN Didier**, « La théorie de la scripturalisation », Recueil Dalloz Sirey, N°25 du 23/06/2005, pp 1702-1707.
44. **MAZZEI Emilie**, « principe de loyauté dans l'administration de la preuve et pouvoirs d'investigation de l'AMF », Revue Lexbase Hebdo, Edition affaires N° 259 du 14/07/2011, pp 10-18.
45. **OPPETIT (S)**, « La notion de valeur mobilière », Revue Banque et droit, N° hors –série, 1991, pp 4-83.
46. **PELTIER Frédéric**, « Le risque hégémonique de la protection de l'épargne dans la fusion COB-CMF », Revue de droit bancaire et financier, N° 3du 1 Mai 2003, pp184-185.
47. **PORTIER Philippe**, « Réforme du démarchage bancaire et financier », Revue de droit bancaire et financier, N° 5, septembre –octobre 2003, p 307.
48. **ROBERT Marie-Claude**, « La commission des opérations de bourse », Répertoire commercial, tome 2, Dalloz, Paris, 1994, pp2-38 .
49. _____, « La procédure de sanction de l'autorité des marchés financiers ». Revue LAMY de droit pénal des affaires, Paris 2000, pp 692 - 754.
50. **RONTCHEVSKY Nicolas**, « L'installation de l'autorité des marchés financiers », Bulletin Joly Bourse et produits financiers, du 01/03/ 2004, pp 147-159.
51. _____, Commentaire sur l'arrêté du 26 juin 2004, Revue trimestrielle de droit commercial. RTD com, N° 1 janvier, mars 2005, pp 144-149.

52. **RONTCHEVSKY Nicolas**, « L'application du principe des droits de la défense aux enquêtes de l'autorité des marchés financiers » bulletin Jolly bourse et produits financiers, N° 11 de 01/11/2011, pp 582-585.
53. **RUET Laurent**, « Ordres de bourse », Bulletin Jolly bourse, n°1, 2004, pp1-181
54. **SABOURIN. P**, « Les autorités administratives indépendantes une catégorie nouvelle », Revue d'actualité juridique et droit administratif AJDA, 1983, p p275.
55. **SALOMON (R)**, « Le pouvoir de sanction des AAI en matière économique et financier et les garanties fondamentales », Revue Droit bancaire et financier, n° 1, 2001, pp 40 – 46.
56. **SAVATIER René**, « Les contrat de conseil professionnel en droit commun », Recueil Dalloz, Edition Dalloz, Paris,1998, p 137.
57. **SCHMIDT Dominique**, Commentaire sur la recommandation n° 2003-01 de la COB relative aux procédures dites « Data Room », Juris-Classeur périodique, semaine juridique, édition entreprise N°15 du 08/04/2004 Edition, Dalloz, Paris, 2004, pp 604-612.
58. **SIMON François Luc**, «Recours contre les décisions de l'autorité des marchés financiers (AMF) », Jolly bourse n° 2 du 30 Juin 2006, pp 10 - 38.
59. **STORCK Michel** ; « Société de gestion de portefeuille », Juris -classeur banque - crédit – bourse, fascicule n°2210, mis à jour le 12 avril 2002, pp 01-34.
60. **SUTOUD (J) et RAYONOUARD. (A)**, « Démarchage bancaire et financier », Revue Banque, Edition 2004, pp 171-205.
61. **TEITGEN Colly**, « Les instances de régulation et la constitution », Revue du droit public 1990, p p.11-26.
62. **TERRAY (J)**, « Les aspects juridiques des opérations sur les marchés organisés ». Revue Banque et droit, Janvier – Février 1995, pp15-19.
63. **THIVAUD (T.M)**, « Le phénomène financier et les marchés financiers en perspective historique : des sociétés antiques à la création de la bourse de Paris en 1724 ». Revue économique financière, n° 48, Juillet 1998, p 21
64. **TRAORE Seydou**, « Les autorités administratives indépendantes dotée de la personnalité moral, vers une réintégration institutionnelle de la catégorie juridique », revue de droit administratif, N°8 du 1-8-2004, pp 16-21.
65. **ZOUAIMIA Rachid**, « Les autorités administratives indépendantes et la régulation économique », Revue IDARA. N° 26, 2003, pp5-50.

66. **ZOUAIMIA Rachid**, « Les fonctions répressives des autorités administratives indépendantes statuant en matière économique », Revue IDARA, N° 28, 2004, pp 123-165.
67. _____, « Le régime contentieux des autorités administratives indépendantes en droit Algérien », Revue IDARA, n° 1/2005, pp 5 – 48.
68. _____, « Le statut juridique de la commission de supervision des assurances », revue Idara, n° 31, 2006, pp9-31.
69. _____, « De l'articulation des rapports entre le conseil de la concurrence et les autorités de la régulation sectorielles en droit Algérien », Revue Idara, 2007, pp 31-54.
70. _____, « De l'Etat interventionniste à l'Etat régulateur, l'exemple Algerien », Revue critique de droit et de science politique, n° 1, 2008, pp 7-41.
71. _____, « Les agences de régulations dans le secteur des hydrocarbures ou les mutation institutionnelles en matière de régulation économique », Revue Idara, n° 39, 2010, pp 45-72.

D. COMMUNICATIONS :

1. **ACHOURI H et IMTOUKENE K**, « Dénouement des transactions en bourse, confirmation, règlement livraison », La bourse, de réelles perspectives pour l'entreprise, journée de conseil, conférence tenue au grand hôtel MERCURE, Alger le 22 novembre 2000.
2. **R. MANSOURI et S. RAAf**, "La cotation des titres en bourse" intervention l'ors d'une conférence journée de conseil, La bourse de réelles perspectives pour l'entreprise, tenue aux grand hôtel Mercure, Alger, le 22 Novembre 2000.
3. **RAHNI. M.** La bourse, organisation et mode de fonctionnement, journée de conseil «La bourse, de réelles perspectives pour l'entreprise », conférence tenue au grand hôtel MERCURE Alger le 22 novembre 2000.
4. **ZOUAIMIA Rachid**, De l'Etat interventionniste à l'état régulateur, communication présentée dans les travaux du colloque national sur les « Autorités administratives indépendantes en matière économique et financière » organisé par la faculté de droit et des sciences économiques, Université de Bejaia le 23 24 Mai 2007.
5. _____, De l'articulation des rapports entre le conseil de la concurrence et les autorités de régulation sectorielles en droit Algérien, communication présenté lors du colloque national sur les autorités de régulation indépendantes en matière économique et financières, organisé par la faculté de droit et des sciences économiques, Université de Bejaia le 23 24 Mai 2007.

E. AUTRES :

1. Bulletin de la COSOB, numéro spécial "Le dépositaire central des titres", N° 4, Juillet 2003
2. Guide de l'investisseur, collection des guides de la COSOB, Alger, Novembre 1997.
3. Guide de l'admission Collection les guides COSOB, Novembre 1997.
4. Infos-bourse « Offre publique de vente, privatisation par la bourse », document édité par la SGBV, publication N° 2, Septembre 1998.
5. Les ordres de bourse, collection investir en bourse.
6. Guide de la bourse et des opérations boursières. Infos-bourse, la négociation en bourse, caractéristiques et règles de fonctionnement, document édité Par la S.G.B.V, publication N° 3 décembre 1998.

F. SITES INTERNET:

www.AMF.Fr.
www.bunt.com.tn.
www.casablanca-bourse.com
www.cob.Fr.
www.cosob.org
www.legifrance.gouv.fr.
www.sec.gov
www.sgbv.dz

v

6 مقدمة

الباب الأول

19 التنظيم القانوني لأجهزة السوق المالية

الفصل الأول

21 لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها سلطة ضبط السوق المالية

23 المبحث الأول: أثر محدودية استقلالية اللجنة على القواعد المنظمة لها.....

25 المطلب الأول: التبعية العضوية للجنة للجهاز التنفيذي.....

25 الفرع الأول: تدخل الحكومة في تشكيلة اللجنة.....

26 أولاً: تعيين الرئيس والأعضاء.....

27 ثانياً: غموض تحديد مدة الانتداب وإنهائها.....

28 أ - تحديد المدة النيابية.....

30 ب - إنهاء العهدة النيابية.....

30 ثالثاً - النظام القانوني المطبق على مستخدمي اللجنة.....

30 أ - وظيفة رئيس اللجنة وظيفه عليا في الدولة.....

31 ب - إخضاع بقية الأعضاء والمستخدمين للعلاقة العقدية أي القانون الخاص.....

الفرع الثاني: مقارنة الاستقلالية العضوية للجنة بقريناتها من سلطات الضبط

32 الأخرى.....

32 أولاً: مقارنةا بهيئات الضبط القطاعية الوطنية.....

32 أ - مقارنةا بمجلس المنافسة.....

34 ب - مقارنةا بمجلس النقد والقرض.....

35 ج - مقارنةا باللجنة المصرفية.....

37	د - مقارنة بلجنة ضبط الكهرباء والغاز
38	هـ - مقارنة بسلطة ضبط البريد والمواصلات
39	و - مقارنة بسلطة ضبط القطاع المنجمي
40	ز - مقارنة بلجنة الإشراف على التأمينات
41	ح - مقارنة بالهيئة الوطنية للوقاية من الفساد ومكافحته
44	ثانيا: مقارنة بغيرها من سلطات ضبط الأسواق المالية في القوانين المقارنة.
44	أ - في القانون الفرنسي
49	ب - في القانون الأمريكي
52	ج - في القانون المصري
54	المطلب الثاني: محدودية الاستقلالية الوظيفية للجنة تجاه السلطة التنفيذية
55	الفرع الأول: مدى خضوع اللجنة للسلطة السلمية أو الوصائية
56	أولاً: مدى خضوع اللجنة للسلطة الرئاسية
57	أ - سلطة الرئيس على الشخص المرؤوس
57	ب - سلطة الرئيس على أعمال مرؤوسه
57	ثانيا: مدى خضوع اللجنة للسلطة الوصائية
59	ثالثاً: مكانة اللجنة في التنظيم الإداري التقليدي
60	الفرع الثاني: استقلالية التنظيم والتسيير
60	أولاً: استقلالية التنظيم
60	أ - استقلالية اللجنة في وضع نظامها الداخلي
62	ب - استقلالية اللجنة في تنظيمها الإداري
64	ثانيا: استقلالية التسيير المالي
64	أ - الأتأوى عن الأعمال والخدمات التي تقدمها اللجنة
66	ب - إعانة تسيير قبضها اللجنة من الدولة
67	ثالثاً: تمتع اللجنة بالشخصية المعنوية
69	أ - تمتع اللجنة بأهلية التصرف والتعاقد

69	ب - تمتع اللجنة بأهلية التقاضي.....
70	ج - قدرة اللجنة على تحمل المسؤولية عن أعمالها.....
72	المبحث الثاني: عدم انفراد اللجنة بسلطات ضبط السوق المالية.....
73	المطلب الأول: ازدواجية تنظيم السوق المالية من طرف اللجنة والسلطة التنفيذية.....
73	الفرع الأول: تفويض سلطة تنظيم السوق المالية للجنة.....
73	أولاً: أساس تفويض السلطة التنظيمية للجنة.....
74	ثانياً: دستورية السلطة التنظيمية التي تتمتع بها اللجنة.....
76	ثالثاً: مجال السلطة التنظيمية للجنة.....
77	رابعاً: أدوات ممارسة اللجنة للسلطة التنظيمية.....
77	أ - الأنظمة Les règlements.....
78	ب - التعليمات Les instructions.....
79	ج - التوصيات Les recommandations.....
80	د - الآراء Les avis.....
81	هـ - المنشورات Les Communiqués.....
81	الفرع الثاني: ملازمة السلطة التنفيذية للجنة في ممارسة السلطة التنظيمية....
81	أولاً: التدخل المباشر للسلطة التنفيذية عن طريق المراسيم التنفيذية.....
83	ثانياً: التدخل غير المباشر للسلطة التنفيذية عن طريق المصادقة على أنظمة اللجنة.....
85	المطلب الثاني: ضبط السوق عن طريق رقابة نشاطه والمتعاملين فيه.....
85	الفرع الأول: صلاحيات اللجنة في مراقبة السوق.....
85	أولاً: الرقابة السابقة.....
85	أ - رقابة الأعوان المتدخلين في السوق.....
87	ب - رقابة المنتوجات المالية.....
88	ثانياً: الرقابة اللاحقة.....

88	أ - مراقبة الإعلام الموجه للجمهور.....
89	ب - التحقيقات الميدانية.....
92	الفرع الثاني: تدخل هيئات أخرى في رقابة السوق المالية.....
92	أولاً: دور اللجنة المصرفية في رقابة السوق المالية.....
95	ثانياً: دور مجلس المنافسة في رقابة السوق المالية.....
96	أ - مراقبة مدى مساواة المتعاملين في السوق أمام المعلومات.....
97	ب - عرقلة تحديد الأسعار حسب قواعد السوق بالتشجيع المصطنع لارتفاعها أو انخفاضها.....
98	ج - التعسف الناتج عن وضعية هيمنة على السوق أو احتكار لها أو على جزء منها.....
98	د - الحد من الدخول في السوق
101	المطلب الثالث: ضبط السوق عن طريق السلطة التحكيمية والتأديبية للجنة.....
102	الفرع الأول: السلطة التحكيمية للجنة.....
102	أولاً: نطاق السلطة التحكيمية للجنة.....
102	أ - موضوع النزاع.....
103	ب - أطراف النزاع.....
104	ثانياً: كيفية ممارسة السلطة التحكيمية.....
104	أ - من حيث طلب التدخل.....
105	ب - من حيث الحكم التحكيمي.....
106	الفرع الثاني: السلطة التأديبية للجنة.....
107	أولاً: دستورية السلطة التأديبية
109	ثانياً: نطاق السلطة التأديبية.....
110	ثالثاً: كيفية تدخل الغرفة التأديبية.....
111	رابعاً: العقوبات الصادرة عن الغرفة التأديبية.....
111	أ - عقوبات معنوية.....

111	ب - عقوبات مقيدة وسالبة للحقوق.....
113	ج - عقوبات مالية.....
114	خامسا: ضمانات ممارسة السلطة التأديبية.....
114	أ - ضمان مبدأ الحياد.....
116	ب - ضمان قرينة البراءة.....
117	ج - ضمان حق الدفاع.....
117	د - عدم الجمع بين العقوبات.....
118	سادسا: حدود السلطة التأديبية.....
119	أ - تدخل القاضي عند ممارسة اللجنة لسلطة الأمر.....
122	ب - تدخل القاضي للنظر في الطعن ضد قرارات الغرفة التأديبية.....

الفصل الثاني

129	تنظيم أجهزة الإدارة والاستثمار في السوق المالية
130	المبحث الأول: أجهزة إدارة السوق المالية.....
130	المطلب الأول: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.....
131	الفرع الأول: تشكيلة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.....
131	أولا: تشكيلة الشركة خلال المرحلة الانتقالية.....
133	أ - تناقص النصوص القانونية المنظمة لتشكيلة الشركة.....
135	ب - الغموض الذي يكتنف التشكيلة.....
136	ج - تأخير ميعاد التشكيلة.....
137	ثانيا: تشكيلة الشركة بعد المرحلة الانتقالية.....
137	الفرع الثاني: الطبيعة القانونية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.....
138	أولا: اختلاف أحكامها مع أحكام شركات المساهمة المنصوص عليها في القانون التجاري.....
138	أ - من حيث عدد الشركاء.....

139	ب - من حيث طبيعة الشركاء.....
140	ج - من حيث إجراءات التأسيس.....
140	د - من حيث نشاطها.....
142	هـ - خضوع الشركة لرقابة خارجية.....
144	ثانياً: شركة تسيير بورصة القيم شركة خاصة تؤدي مهام مرفق عام.....
144	أ - المعيار الأول: أن يكون الشخص من أشخاص القانون العام.....
146	ب - المعيار الثاني: التبعية لشخص إداري.....
148	ج - المعيار الثالث: تحقيق النفع العام.....
150	ثالثاً: القضاء المختص بنزاعات شركة تسيير بورصة القيم.....
150	أ - طبيعة علاقة الشركة بأعضاء السوق.....
153	ب - طبيعة القرارات الصادرة عن الشركة.....
155	رابعاً: خضوع الشركة لنظام قانوني جديد هو النظام العام المهني.....
156	المطلب الثاني: المؤتمر المركزي على السندات الجزائر للتسوية.....
157	الفرع الأول: المركز القانوني غير المألوف للمؤتمن.....
157	أولاً: تأسيس المؤتمن.....
158	أ - المؤتمن هيئة أو شركة.....
158	ب - المؤتمن شركة تأسست بموجب قانون.....
158	ج - المؤتمن شركة أسهم تأسست بمساهمين حددهم القانون.....
160	ثانياً: طبيعة علاقة المؤتمن بالمتدخلين في السوق.....
160	أ - علاقات خاضعة للقانون الخاص.....
166	ب - علاقات خاضعة للقانون العام.....
168	ثالثاً: خضوع المؤتمن لرقابة خارجية.....
168	أ - تبعية المؤتمن للجنة وخضوعه لرقابتها.....
170	ب - خضوع المؤتمن لرقابة وزير المالية.....
172	ج - خضوع المؤتمن للرقابة القضائية.....

173	الفرع الثاني: نشاطات المؤتمن المركزي على السندات.....
174	أولاً: إزالة الكيان المادي للأوراق المالية.....
174	أ - نماذج عن كيفية إزالة الكيان المادي للأوراق المالية.....
177	ب - إزالة الكيان المادي للأوراق المالية في التشريع الجزائري.....
180	ثانياً: مسك الحسابات وحفظ السندات.....
180	أ - التعريف بماسك الحسابات الحافظ.....
183	ب - إبرام اتفاقية فتح الحساب.....
186	ج - رقابة اللجنة لنشاط مسك الحسابات وحفظ السندات.....
188	المبحث الثاني: أجهزة الاستثمار في السوق المالية الجزائرية.....
189	المطلب الأول: التنظيم القانوني للوساطة في عمليات البورصة.....
190	الفرع الأول: الوسيط شركة تجارية تخضع لقواعد تنظيمية غير مألوفة في القانون التجاري.....
190	أولاً: اعتماد الوسيط في عمليات البورصة.....
193	أ - شروط اعتماد الوسيط.....
198	ب - إجراءات اعتماد الوسيط.....
203	ثانياً: اختصاص القضاء الإداري بالنظر في الطعن ضد قرار رفض الاعتماد.....
204	الفرع الثاني: علاقات الوسيط الخاضعة للاتفاق.....
205	أولاً: علاقة الوسيط بالزبون علاقة عقدية.....
205	أ - خصائص عقد الوساطة في الأوراق المالية.....
209	ب - تمييز الوساطة في البورصة عن النشاطات المشابهة لها.....
212	ج - تكييف عقد الوساطة في الأوراق المالية.....
212	د - نشاط الوسيط.....
215	ثانياً: علاقة الوسيط بالمفاوض علاقة عقدية تحكمها قواعد مهنية.....
215	أ - تأهيل المفاوض.....
217	المطلب الثاني: هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.....

218	الفرع الأول: شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير شركة تجارية تخضع لأحكام خاصة.....
220	أولاً: تأسيس شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير.....
220	أ - شكل الشركة.....
223	ب - إجراءات تأسيس شركة الاستثمار ذات رأسمال المتغير.....
230	ثانياً: تسيير شركة الاستثمار ذات رأسمال المتغير.....
230	أ - القواعد المتعلقة برأسمال الشركة.....
233	ب - القواعد المتعلقة بنشاط وتسيير الشركة.....
234	الفرع الثاني: خصوصية الصناديق المشتركة للتوظيف (ص.م.ت).....
234	أولاً: ماهية الصناديق المشتركة للتوظيف.....
234	أ - تعريف الصناديق المشتركة للتوظيف.....
236	ب - خصائص الصناديق المشتركة للتوظيف.....
237	ج - الإدارة المتخصصة للأصول.....
237	د - الصيغة التعاقدية الثلاثية لأطراف الصندوق.....
238	ثانياً: التنظيم القانوني للصناديق المشتركة للتوظيف.....
238	أ - تأسيس الصندوق.....
241	ب - إدارة الصندوق.....

الباب الثاني

244 تنظيم نشاط السوق المالية الجزائرية

الفصل الأول

246 القواعد المنظمة لنشاط السوق الأولية

247 المبحث الأول: تداخل القواعد المؤطرة للمنتوجات المالية المطروحة في السوق الأولية.....

248 المطلب الأول: ماهية القيم المنقولة.....

249 الفرع الأول: تعريف القيم المنقولة.....

249 أولا: التعريف التشريعي.....

250 أ - في القانون الفرنسي.....

250 ب - في القانون المصري.....

251 ج - في القانون الأمريكي.....

251 د - في القانون الجزائري.....

252 ثانيا: التعريف الفقهي.....

254 ثالثا: القواعد المهنية التي عرفت القيم المنقولة.....

254 الفرع الثاني: خصائص القيم المنقولة.....

255 أولا: التماثل في الإصدار.....

255 أ - التساوي من حيث صنفها.....

255 ب - التساوي من حيث قيمتها.....

257 ثانيا: التساوي من حيث الحقوق التي تخولها لصاحبها.....

257 ثالثا: القابلية للتداول.....

258 رابعا: القابلية للتسعيرة.....

258 خامسا: عدم القابلية للتجزئة.....

259 الفرع الثالث: تمييز الأوراق المالية عما يشابهها.....

259	أولاً: التمييز بين الأوراق المالية والأوراق النقدية.....
259	أ - من حيث التنظيم.....
259	ب - من حيث الغرض من الإصدار.....
259	ج - من حيث جهة الإصدار.....
260	د - من حيث قيمة الورقة.....
260	هـ - من حيث كيفية تداولها.....
260	و - من حيث الحقوق التي تخولها لصاحبها.....
261	ثانياً: التمييز بين الأوراق المالية والأوراق التجارية.....
261	أ - من حيث التنظيم.....
261	ب - من حيث الآجال.....
261	ج - من حيث الخصم.....
261	د - من حيث إجراءات الإصدار.....
262	هـ - من حيث القيمة.....
263	المطلب الثاني: القيم المدرجة في السوق بموجب نظام اللجنة رقم 97-03.....
265	الفرع الأول: الأسهم.....
265	أولاً: تعريف الأسهم.....
267	ثانياً: أنواع الأسهم.....
267	أ - من حيث شكلها.....
269	ب - من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم.....
270	ج - من حيث الحقوق التي تقرها للمالك.....
272	د - من حيث الاهتلاك.....
273	الفرع الثاني: السندات.....
273	أولاً: تعريف السندات.....
275	ثانياً: تمييز السندات عن الأسهم.....
276	ثالثاً: أنواع السندات.....
276	أ - من حيث الجهة المصدرة للسند.....

277	ب - من حيث الضمان.....
277	ج - من حيث القيمة التي تصدر بها السندات.....
278	د - من حيث الفوائد.....
278	المطلب الثالث: المنتجات المدرجة في السوق بعد صدور النظام رقم 97-03..
279	الفرع الأول: القيم التي أقيمها وزير المالية بموجب القرار الصادر في 1998.
280	أولاً: تحديد وزير المالية للقيم الصادرة عن الخزينة العمومية بموجب قرار...
280	أ - تعريف القيم الصادرة عن الخزينة العمومية.....
281	ب - أنواع القيم الصادرة عن الخزينة العمومية.....
282	ثانياً: عدم اختصاص لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتداول قيم الخزينة.
282	أ - إجراءات إصدار وتداول قيم الخزينة.....
283	ب - تنظيم قاعة سوق قيم الخزينة.....
285	ج - إسناد الاختصاص بتداول قيم الخزينة إلى المختصين في قيم الخزينة.
286	الفرع الثاني: القيم المدرجة في السوق بموجب نظام اللجنة رقم 01/12.....
287	أولاً: السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم.....
288	أ - شروط إصدار السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم.....
288	ب - ثمن إصدار السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم.....
289	ج - تحويل السندات إلى الأسهم.....
290	د - أثر إصدار السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم.....
292	ثانياً: سندات الاستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم.....
292	أ - شروط إصدار سندات الاستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم.....
293	ب - ثمن وأجال الاكتتاب.....
294	ج - التزامات الشركة المصدرة لسندات الاستحقاق ذات قسيمات الاكتتاب بالأسهم.....
295	د - حقوق حامل القسائم.....
297	ثالثاً: سندات المساهمة.....
299	رابعاً: شهادات الاستثمار.....
300	أ - إجراءات إنشاء شهادات الاستثمار.....

301	ب - كيفية إصدار شهادات الاستثمار.....
302	المبحث الثاني: مكانة القانون الخاص في تأطير عمليات السوق الأولية.....
303	المطلب الأول: النظام القانوني لطرح الأوراق المالية للاكتتاب.....
304	الفرع الأول: تنظيم عملية اللجوء العلني للادخار.....
305	أولاً: تعريف اللجوء العلني للادخار.....
309	ثانياً: حالات اللجوء العلني للادخار.....
309	أ - اللجوء العلني للادخار عند تأسيس الشركة.....
310	ب - اللجوء العلني للادخار عند زيادة رأسمال الشركة.....
312	ثالثاً: الترخيص بالإصدار عن طريق اللجوء العلني للادخار.....
313	أ - الجهة المصدرة للترخيص.....
316	ب - الترخيص يتعلق بنوعية الإعلام الموجه للجمهور.....
317	الفرع الثاني: توظيف الإصدارات والاكتتاب فيها.....
318	أولاً: توظيف القيم المصدرة بين الجمهور.....
318	أ - أنواع التوظيف.....
319	ب - أساليب التوظيف.....
321	ثانياً: التكيف القانوني لاكتتاب الجمهور في القيم المصدرة.....
322	أ - الاكتتاب تصرف بالإرادة المنفردة.....
324	ب - الاكتتاب تصرف جماعي.....
325	ج - الاكتتاب تصرف عقدي.....
330	المطلب الثاني: تسويق الإصدارات عن طريق السعي المصفاقي.....
332	الفرع الأول: ماهية السعي المصفاقي.....
332	أولاً: تعريف السعي المصفاقي وتمييزه عن الأنظمة المشابهة له.....
332	أ - تعريف السعي المصفاقي.....
334	ب - تمييز السعي المصفاقي عما يشابهه من أنظمة.....
338	ثانياً: تكيف السعي المصفاقي.....
339	الفرع الثاني: أحكام السعي المصفاقي.....
340	أولاً: الالتزامات الناشئة عن السعي المصفاقي.....

- أ - التزامات الساعي قبل إبرام العقد..... 340
- ب - التزامات الساعي عند إبرام العقد..... 341
- ج - التزامات الساعي بعد إبرام العقد..... 342
- ثانيا: حقوق الساعي..... 344
- ثالثا: المسؤولية الناشئة عن السعي المصفاقي..... 345
- أ - المسؤولية المدنية للساعي..... 345
- ب - المسؤولية التأديبية..... 347
- ج - المسؤولية الجزائية..... 350

الفصل الثاني

تنظيم نشاط السوق الثانوية

- المبحث الأول: هيمنة الطابع التنظيمي على عمليات السوق الثانوية..... 354
- المطلب الأول: الطابع التنظيمي للقيد في السوق الثانوية..... 355
- الفرع الأول: تحديد اللجنة لشروط القيد عن طريق التنظيم..... 356
- أولا: القيد في سوق سندات الرأسمال..... 357
- أ - شروط قيد سندات الرأسمال في السوق الرئيسية..... 357
- ب - شروط القيد في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة..... 359
- ثانيا: القيد في سوق سندات الدين..... 362
- أ - شروط قيد سندات الدين الصادرة عن شركات المساهمة..... 362
- ب - قيد سندات الدين الصادرة عن الدولة والجماعات المحلية وسندات الخزينة بقوة القانون..... 363
- الفرع الثاني: ضبط القواعد الإجرائية للقيد في البورصة من طرف المهنيين..... 364
- أولا: تحضير الشركة للدخول في البورصة..... 365
- أ - ملف القيد..... 365
- ب - التأشير على المذكرة الإعلامية من قبل اللجنة..... 369
- ج - صدور قرار بقبول القيد..... 370

371	ثانياً - إبرام اتفاقية القيد مع شركة تسيير البورصة.....
371	أ - أنواع التسجيل.....
373	ب - النشرة الرسمية للتسعيرة.....
373	ثالثاً: إجراءات الإدخال.....
374	أ - الإجراءات العادية.....
375	ب - إجراء العرض العمومي بسعر أدنى.....
377	ج - إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت.....
379	د - إجراءات إدخال القيم الشبيهة للخزينة في البورصة.....
379	المطلب الثاني: تنظيم حصص التداول والتسوية في السوق الثانوية.....
380	الفرع الأول: تنظيم حصص التداول.....
381	أولاً: نقل أوامر الزبون إلى البورصة.....
381	أ - الطبيعة القانونية لأوامر البورصة.....
383	ب - مضمون أوامر البورصة.....
384	ج - أنواع أوامر البورصة.....
388	ثانياً: تسعير القيم.....
389	أ - أنظمة التسعيرة.....
391	ب - طرق التسعيرة.....
393	ج - تسعير القيم المنقولة في بورصة الجزائر.....
398	الفرع الثاني: تنظيم حصص التسوية والمقاصة.....
398	أولاً: تسوية ومقاصة العمليات في ظل النظام رقم 03/97.....
399	أ - سير حصص التسوية والمقاصة.....
402	ب - عوارض التسوية.....
403	ثانياً: تسوية ومقاصة العمليات في ظل النظام رقم 01/03.....
405	أ - النظام الفرعي لضبط الأوامر.....
405	ب - النظام الفرعي للقرن.....
406	ج - النظام الفرعي لحل العمليات.....
407	المبحث الثاني: الطابع التعاقدى لبعض عمليات السوق الثانوية.....

408	المطلب الأول: إدارة محفظة الأوراق المالية.....
408	الفرع الأول: تكوين عقد إدارة محفظة الأوراق المالية.....
409	أولاً: مفهوم محفظة الأوراق المالية.....
409	أ - تعريف محفظة القيم المنقولة.....
410	ب - تكوين محفظة القيم المنقولة.....
412	ج - أنواع المحافظ.....
413	د - إدارة محفظة القيم المنقولة.....
415	ثانياً: أركان عقد إدارة محفظة القيم المنقولة.....
415	أ - الشروط العامة لانعقاد العقد.....
419	ب - الشروط الخاصة بعقد إدارة محفظة الأوراق المالية.....
419	الفرع الثاني: أحكام عقد إدارة محفظة القيم المنقولة.....
420	أولاً: التزامات الشركة المديرة.....
420	أ - التزامات المسير تجاه الزبون.....
426	ب - التزامات المسير تجاه اللجنة.....
433	ثانياً: حقوق الشركة المديرة.....
433	أ - الحق في ضمانات التنفيذ.....
435	ب - الحق في العمولة.....
438	المطلب الثاني: ضرورة رفع الحظر على العقود المالية.....
439	الفرع الأول: العقود المستقبلية.....
440	أولاً: مفهوم العقود المستقبلية.....
440	أ - تعريف العقود المستقبلية.....
441	ب - تمييز العقود المستقبلية عن العقود الآجلة.....
443	ج - أنواع العقود المستقبلية.....
445	ثانياً: أحكام العقود المستقبلية.....
446	أ - تنفيذ العمليات الواردة على العقود المستقبلية.....
447	ب - ضمانات التنفيذ في العقود المستقبلية.....

449	 الفرع الثاني: عقود الخيارات
450	 أولاً: ماهية عقود الاختيار
450	 أ - نبذة عن ظهور وتطور عقود الاختيار
450	 ب - تعريف عقود الخيارات
451	 ج - أنواع عقود الخيارات
455	 د - دوافع التعامل في الخيارات
456	 ثانياً: تنظيم سوق عقود الخيارات
457	 أ - أنواع أسواق عقود الخيارات
458	 ب - العضوية في سوق الخيارات
459	 ج - تداول الخيارات
462	 خاتمة
475	 قائمة المراجع
508	 فهرس

ملخص الرسالة باللغة العربية

تبنّت الدولة الجزائرية نظاماً اقتصادياً جديداً، هو نظام لبرالي يقوم على تشجيع المبادرة الخاصة، وذلك تنفيذاً لتعهداتها الدولية. صاحب هذا التحول جملة من الإصلاحات، ترجمت بانسحاب الدولة من الحقل الاقتصادي لحساب مهنيين متخصصين لضبط السوق. أوكلت مهمة ضبط السوق المالية إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بمساعدة شركات السوق. تتمتع هذه الهيئات الجديدة بصلاحيّة إصدار قواعد مهنية لتأطير وتنظيم السوق المالية، قواعد أثرت على طبيعة النظام القانوني المؤطر لأجهزة السوق المالية ونشاطها.

تولد عن ذلك فرع قانوني جديد ومستقل، سمي "بقانون السوق المالية". يجمع بين قواعد خاصة بمصادرها التشريعية والتنظيمية المهنية، وقواعد عامة تدل على رفض الدولة الانسحاب التام من تنظيم وتسيير السوق المالية، بحجة حمايتها وحماية المتعاملين فيها.

RESUME DE THESE EN LANGUE FRANÇAISE

L'Etat Algérien a entrepris d'importantes réformes dans le cadre de libéralisation de l'économie, en réponse à ses engagements internationaux. Des réformes qui se traduisent par le retrait de l'Etat de la sphère économique, au profit des opérateurs économiques spécialisés dans chaque secteur.

La régulation du marché financier constitue un des meilleurs exemples de désengagement de l'Etat au profit de la COSOB autorité de régulation du marché financier, assisté par les entreprises du marché. Cette nouvelle catégorie d'acteurs édite une nouvelle catégorie de normes juridiques, qui influent sur le régime juridique qui encadre les organismes du marché financier et ses activités.

On assiste alors à la naissance d'une nouvelle branche de droit, appelé « le droit du marché financier ». Composé de normes privées d'origine législative et professionnelle qui favorisent le mode contractuel dans la gestion du marché, et des normes étatiques qui attestent les limites du désengagement de l'Etat de l'encadrement et de la gestion du marché financier algérien, sous prétexte de la protection du marché et des épargnants et intervenants.