



جامعة مولود معمري - تيزي وزو -

كلية الحقوق والعلوم السياسية

قسم الحقوق نظام ل.م.د



دور القرض السندي في تمويل المؤسسات الاقتصادية

مذكرة نيل شهادة ماستر في العلوم القانونية
تخصص: قانون الأعمال

إشراف الأستاذة:

د/حمليل نواره

إعداد الطالبة:

حريبي رزيقة -

لجنة المناقشة:

- إقرشاح فاطمة، أستاذ مساعدة (أ)، جامعة مولود معمري، تيزي وزو..... رئيسا

- د- حمليل نواره، أستاذة محاضرة (أ)، جامعة مولود معمري، تيزي وزو..... مشرفا و مقررا

- صبايحي ربيعة، أستاذة، جامعة مولود معمري، تيزي وزو..... ممتحنا

تاريخ المناقشة: 2017-09-26

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

مَدْعَاءٌ

اللَّهُمَّ إِنِّي أَسْأَلُكَ خَيْرَ الْمَسْأَلَةِ وَخَيْرَ الدَّعَاءِ، وَخَيْرَ النِّجَاحِ وَخَيْرَ الْعِلْمِ،
وَخَيْرَ الْعَمَلِ وَخَيْرَ الثَّوَابِ، وَخَيْرَ الْحَيَاةِ وَخَيْرَ الْمَمَاتِ، وَتَبَتَّنِي وَثَقُلْ مُوَاظِنِي
وَحَقِّقْ إِيْمَانِي وَارْفَعْ دَرَجَاتِي

اللَّهُمَّ إِذَا أَعْطَيْتَنَا نَجَاحًا فَلَا نَأْخُذْ تَوَاضَعْنَا، وَإِذَا أَعْطَيْتَنَا تَوَاضَعًا فَلَا تَأْخُذْ
اعْتِرَازَنَا بِأَنْفُسِنَا، وَإِذَا أَسَآنَا إِلَى النَّاسِ امْتَحِنَا بِشَجَاعَةِ الْإِعْتِذَارِ، وَإِذَا أَسَاءَ إِلَيْنَا
النَّاسُ فَاِمْتَحِنَا بِشَجَاعَةِ الْعَفْوِ

يَا رَبِّ عَلِّمْنَا أَنْ نَحِبَّ النَّاسَ كَمَا نَحِبُّ أَنْفُسَنَا، وَعَلِّمْنَا أَنْ نَحَاسِبَ أَنْفُسَنَا كَمَا
نَحَاسِبُ النَّاسَ وَعَلِّمْنَا أَنْ التَّسَامُحَ هُوَ أَكْبَرُ مَرَاتِبِ الْقُوَّةِ وَأَنْ حُبَّ الْإِنْتِقَامِ هُوَ
أَوَّلُ مَظَاهِرِ الضَّعْفِ وَالظُّلْمِ.

والحمد لله ربّ العالمين

كلمة شكر

الحمد لله الذي أنار ليدربي العلم والمعرفة وأعاني على أداء هذا العمل المتواضع
ووفقني في إنجاز هذه الدراسة.

أتقدم بالشكر الجزيل لكل من ساندني وقدم لي يد المساعدة في هذا العمل سواء
من قريب أو من بعيد.

أتقدم بالشكر إلى أستاذتي الكريمة "حمليل نواره" لقبولها الإشراف على هذه
المذكرة، التي لم تبخلني بنصائحها وتوجيهاتها.

بدون أن أنسى الأساتذة الذين ساعدوني كثيرا في هذا العمل من أول يوم من
مشواري الدراسي.

عسى الله أن يطول في أعمارهم جميعا.

شكرا

إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع

إلى من كان له البصمات الراسخة في هداية البشرية وإخراجها

من الظلمات إلى النور إليه صلوات الله عليه وسلم ومن اهتدى بهديه إلى يوم الدين.

إلى من قال فيهما الرحمن ﴿وقضى ربك أن لا تعبد إلا إياه وبالوالدين إحسانا﴾

الإسراء، الآية 23.

إلى أوفى خلق الله أحبهم إلى قلبي، إلى منبع الحنان أمي، أمي، أمي العزيزة "سميرة"

إلى من كانوا زال سندي وسام عزتي أبي " طاهر" العزيز أطل الله في عمرهما

إلى نعم الإخوة الوفيين الذين وقفوا بجاني وساعدوني كثيرا، وكان سند ظهري طيلة فترة البحث

أختي الحبيبة "إيمان"

أختي الحنونة "حياة"

أختي الغالية "سارة"

أختي "ويزة" وأخي "ياسين وعز الدين"

والى عائلتي من كبيرهم إلى صغيرهم

إلى أصدقائي: "صوفا"، "زينة"، "أمال"، "فايزة"

إلى كل من سهر وبذل ولو بمقدار ذرة في سبيل وصولي إلى هنا

وتبقى هذه القائمة مفتوحة، لا تسعني هذه الورقة ولا تسعني حتى الكلمات،

والى كل من ذكرهم قلبي ونسيهم

قلمي

شكرا لكم جميعا

رزيقة

قائمة المختصرات

- (ه.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.ت.ع.ب): لجنة تنظيم عمليات البورصة .
- (ش.إ.ب.ق): شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.
- (ش.ت.ب.ق.م): شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- (و.ع.ب) : الوسطاء في عمليات البورصة.
- (د.و.ن): دون تاريخ النشر.
- (ج.ر.ج): جريدة رسمية للجمهورية الجزائرية.

مَقَامَة

مقدمة:

تعتبر المؤسسة الاقتصادية ركيزة الاقتصاد الوطني، لما تلعبه من أدوار في تحقيق التنمية الاقتصادية والرفاهية للمجتمع، ومن بين هذه المؤسسات نجد الشركات التجارية التي تسند لها مهمة القيام بالمشاريع الكبرى، وعلى رأسها شركات الأسهم، التي تستجيب للمقتضيات اقتصاد السوق. ومن الخاصة الجوهرية التي تجعل من هذه الأخيرة المشروع الأنسب للتكفل بالمشاريع الضخمة التي يساهم فيها أكبر عدد ممكن من الشركاء، هو توفر المبالغ الضخمة من رؤوس الأموال و تقسيم مالها إلى أسهم قابلة للتداول في الأسواق المالية، والتي لا يلتزم أصحابها بأية مسؤولية شخصية إلا في حدود ما قدموا من أسهم.

من أجل القيام بنشاطاتها واستثماراتها، يتحتم على المؤسسة توفير الأموال اللازمة ضمن عملية التمويل، وذلك إيجاد وتخصيص الموارد المالية اللازمة ومن مختلف مصادرها، من أجل توظيفها في مشاريع استثمارية، أو تمويل عملية الاستغلال بهدف ضمان استمرار نشاط المؤسسة.

تتقسم مصادر التمويل المتاحة للمشروع تبعاً لآجالها إلى مصادر تمويل قصيرة الأجل ومصادر متوسطة وطويلة الأجل، ومن حيث المصدر يوجد هناك التمويل الداخلي (الذاتي) والتمويل الخارجي، وأمام تنوع مصادر التمويل فعلى المؤسسة اتخاذ قرار التمويل الأنسب الذي يمكنها من جمع الأموال اللازمة للقيام بتمويل استثماراتها والتوسع فيها.

يعد التمويل طويل الأجل من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة والتي تكون لها تأثير على سياستها المالية وعلى تطورها، وفي ظل التمويل المصرفي الذي يتميز بمحدودية الاستفادة منه، وباعتبار مختلف الظروف المحيطة بما فيها التحولات التي يعرفها الاقتصاد الوطني نتيجة مختلف الضغوطات الداخلية والخارجية، والمجسد في الاندماج الاقتصادي والتجاري

العالمي، كل هذا أدى بالمؤسسات الى البحث عن طرق بديلة لا يكون لها تأثير سلبي على
الوضع المالية للمؤسسة.

الجزائر شأنها شأن الدولة الأخرى، وبسبب الأزمة الاقتصادية الخانقة سنة
1986، باشرت الدولة سلسلة من الإصلاحات العميقة، تخص اقتصادها عامة ومؤسساتها
الاقتصادية خاصة في مجال التمويل، وذلك في إطار انتقال من الاقتصاد المخطط إلى
اقتصاد السوق، بدأته باستقلالية المؤسسات الاقتصادية العمومية واخضاعها للقانون
التجاري¹، وإصلاح القطاع المالي والمصرفي² بصفته ركيزة الاقتصاد الوطني سنة 1990،
والهدف منه إبعاد البنوك الجزائرية عن وصاية السلطات العمومية، وجعل سياسة القروض
أكثر نجاعة عند تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق تنوع القروض، باستعمال طرق
تمويل حديثة.

بتوجه الجزائر نحو اقتصاد السوق وتبنيها نظاما لخصوصية³، الشيء الذي أدى إلى
ظهور مؤسسات جديدة خاصة ، تقوم بمشاريع ضخمة فتحتاج إلى موارد مالية كبيرة
والعجز الذي تعاني منه الخزينة العمومية وأمام تعدد هذه المشاريع والحاجة الى الموارد
المالية المتزايدة، أصبحت السلطات العمومية واعية بهذه الصعوبات فسعت جاهدة لإيجاد
الحلول والسبل المناسبة لها، واعتبرت انشاء السوق المالية المتمثلة في بورصة الجزائر سنة

¹- قانون رقم 01/88 مؤرخ في 12 جانفي 1988، يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، ج ر
عدد 02 سنة الصادرة في 13 جانفي 1988 (ملغى) الذي تنص المادة 5 منه على «المؤسسات العمومية الاقتصادية هي
شركات مساهمة او ذات مسؤولية محدودة تملك الدولة او الجماعات المحلية فيها مباشرة او بصفة غير مباشرة جمع الاسهم
والحصص.»

²- كان ذلك بموجب قانون رقم 90-10 المؤرخ في 14 افريل 1990 المتعلق بنقد والقرض، الجريدة الرسمية عدد 16 الصادرة في 18
افريل 1990 الملغى بموجب الامر رقم 03-11 المؤرخ في 26 اوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية عدد 52
الصادرة في 27 اوت 2003، (معدل ومتمم)

³- الامر رقم 95-22 المؤرخ في 26 اوت 1995 المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية الاقتصادية، الجريدة الرسمية عدد 48
الصادرة في 3 سبتمبر 1995 ، عدل بموجب الامر 97-12 ج ر عدد 15 ل 19 مارس 1997، ملغى بموجب الامر 01-04 مؤرخ في 20
اوت 2001 يتعلق بخصوصية المؤسسات الاقتصادية العمومية ج ر عدد 47 ل 22 اوت 2001، و معدل في 2008 بموجب الامر 08-01 ج
ر عدد 11 ل 2 مارس 2008

1993¹ حلا وحيد للخروج من ازمة نقص الموارد المالية، فتم سن مجموعة من القوانين² تهدف الى تسهيل اجراءات التعامل في السوق المالي بما يسمح بتحقيق استقطاب رؤوس الاموال الفائضة و استخدامها من طرف اصحاب العجز في رؤوس الاموال

إن إنشاء سوق المالية في الجزائر سنة 1993 يدخل في الإصلاحات الاقتصادية المنفذة سنة 1988، قصد دخول الى اقتصاد السوق، الذي يسمح بالموازاة بين التمويل البنكي وبين التمويل عن طريق السوق المالية، التي هي تعرف على أنها «المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من أجل تلبية إحداهما لاحتياجات الآخر، بمراعاة شروط معينة لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية»³، بمعنى لتقيط البرأسمال الذي تحتاجه الشركة (المستثمرين)، الدولة والجماعات المحلية والأموال التي يوفرها المدخرين (عارض الاموال)⁴.

بتبني
الدولة
نظام
الخصوصية واعتمادها علنا المبادرة الفردية والمنافسة الحرة في إطار السوق المالية، وعلو جها لتحديد البورصة،
ظهرا للاستثمار في القيم المنقولة، والتي تعرف على :
«أنها سند انقابلة للتداول ويمكن أن تتسعر في البورصة، تصدرها

¹-مرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ج ر عدد 34 الصادرة في 23 ماي 1993.
²-تتمثل هذه النصوص في كل من:

-مرسوم التنفيذي رقم 91-169 المؤرخ في 28 ماي 1991، المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، ج ر عدد 26 الصادرة في 1 جوان 1991

-مرسوم التنفيذي رقم 91-170 المؤرخ في 28 ماي 1991 يحدد انواع القيم المنقولة واشكالها وشروط اصدار شركات رؤوس الاموال لها ج ر عدد 26 الصادرة في 1 جوان 1991.

-مرسوم تنفيذي رقم 91-171 المؤرخ في 28 ماي 1991 المتعلق بلجنة البورصة ج ر عدد 26 الصادرة في 1 جوان 1991.
³-Mohammed BERRAG, le marché financier en Algérie entre la réalité et les expériences, magister, sciences de gestion, option : fiance, école supérieure de commerce, juillet 1993, Algérie: p50

⁴-حمليل نواره النظام القانوني في السوق المالية، رسالة دكتوراه، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية جامعة تيزي وزو 2014 ص 6

شركة الأشخاص الاعتبارية العامة والخاصة وتخول لحامليها حقوق مماثلة لسواء حق المساهم في الأموال أو حق الـ مديونية»¹، وبذلك أصبح التمويل بواسطة البورصة من مصادر التمويل الهامة لتغطية احتياجات المؤسسات طويلاً لأجل وكذلك في حالة عدم كفاية تمويلها الذاتي.

بالتالي إذا احتاجت المؤسسة إلى أموال جديدة فأمامها طريقان للحصول عليها، إما بزيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة والتي عبارة: «سندات قابلة للتداول تصدره شركات المساهمة المتمثل لجزء من رأسمالها...»²، ولكن قد لا ترغب هذه الشركة اللجوء إلى هذه الطريقة للحصول على الأموال وبالأخص عندما تكون الشركة في وضع يبنى بالازدهار وتحقيق الربح، لأن زيادة رأس المال ستأتي بمساهمين جدد يشاركون المساهمين القدامى في اقتسام الأرباح وانتقال الإدارة من يد إلى أخرى.

تزامنا مع تداعيات الازمة الاقتصادية والمالية الراهنة لاقتصاد الوطني الناتجة على انهيار أسعار البترول وظهور العجز في ميزانية الدولة، تفضل الشركات اللجوء إلى إصدار القرض السندي الذي يعتبر من القروض طويلة الأجل وآلية تمويلية فرضت نفسها كبديل مهم وحل للمؤسسة عندما تعجز البنوك من توفير التمويل اللازم لتحقيق هذه الاستثمارات وكمكمل لتمويل الذاتي، وهذا ما اعتمدته بعض المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية وكان آخرها إصدار الخزينة العمومية للقرض السندي لنمو الاقتصادي لسنة 2016.

يستمد هذا الموضوع أهميته في التعرف على البديل التمويلي (القرض السندي)، الذي يعتبر من القروض التي تساهم في بعث سوق مالي نشيط، وابرار أهميته دوره في تمويل استثمارات المؤسسات، حيث يسمح القرض السندي بتوفير الأموال للمؤسسات العامة أو الخاصة وتوظيفها في استثمارات، كما يضمن حصول الطرف المستثمر (المقرض) على

¹-انظر المادة 715 مكرر 30 من الامر 75-59، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري ج ر عدد 101 صادرة في 19 ديسمبر 1975 (معدل ومتمم)

²-انظر المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري مرجع سابق.

فوائد بإضافة إلى تسديد قيمة قرضه، حيث يعود سبب اختيار هذا الموضوع الى نقص وغياب الوعي لاستثماري لهذا النوع من التمويل طويل الاجل الذي يعد بديل تمويل مهما لمؤسسات والخزينة العمومية، خاصة في اوقات الازمات والعجز في الميزانية، كما انه يوفر السيولة اللازمة لتمويل الاستثمارات ويجنب هذه المؤسسات الاقتصادية من الاستدانة الخارجية، ومحاولة ابراز اهميته وموقف القانون الجزائري من هذه الالية.

يتمحور موضوع هذه الدراسة حول دور القرض السندي في تمويل المؤسسات الاقتصادية الذي تتم الاجابة عليه من خلال طرح الإشكالية التالية: **مدى اهمية القرض السندي في تمويل المؤسسات الاقتصادية ؟.**

وللإجابة على هذه الإشكالية يجب البحث عن ماهية القرض السندي (الفصل الاول) والتعرف على كيفية عمل هذه التقنية في السوق المالية من خلال تقنية التمويل بالقرض السندي من خلال البورصة (الفصل الثاني).

الفصل الأول:

ماهية القرض السندي

يعتبر راس المال الركيزة الأساسية للاستثمار، لذلك تهتم الخزينة العمومية ومختلف هيئاتها، بالإضافة إلى شركات الأسهم، إلى إقامة نظام مالي قوي وسد العجز المالي من خلال الحصول على التمويل اللازم والمناسب للاحتياجاتها من جهة، ومن جهة تتيح للأصحاب الفائض المالي الفرص للاستثمار مدخراته، إذ تسعى هذه المؤسسات للبحث عن التمويل طويل الأجل، ونظرا لتخوف هذه البنوك من تحمل المخاطر المحفوفة بهذا النمط من التمويل، استدعى الأمر من هذه المؤسسات أن تلجأ إلى البحث عن التمويل الخارجي كمكمل لتمويل الداخلي من خلال سوق رؤوس الأموال من أجل الحصول على الأموال لتسيير عملياتها وتوسيع أنشطتها، وبالتالي على هذه المؤسسات أن تختار بين اثنين من البدائل التمويل طويلة الأجل، إما عن طريق زيادة رأس مالها بإصدار أسهم جديدة، ولكن قد لا ترغب هذه الأخيرة باللجوء إلى هذه الطريقة وبالأخص عندما تكون الشركة في وضع مالي جيد، لأن، لذلك تفضل المؤسسات سواء عامة أو خاصة، اللجوء إلى القرض السندي الذي يعتبر بديلا مغريا لهذه المؤسسات، أو تعد آلية القرض السندي أحد أهم أشكال التمويل طويلة الأجل للحصول على الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتها المالية للمؤسسات، ونظرا لأهمية هذا الأخير من بين أدوات استثمار أخرى خصصنا هذا الفصل إلى دراسة آلية القرض السندي، من خلال: مفهوم القرض السندي (المبحث الأول)، و معرفة الإطار العضوي المتدخل في عملية تمويل بالقرض السندي (المبحث الثاني).

المبحث الأول: مفهوم القرض السندي.

تعتبر الأسهم والسندات أهم الأوراق المالية التقليدية، ونجد هذا النوع من الأوراق المالية مكرس عبر معظم تشريعات دول العالم وبينها المشرع الجزائري، وإلى يومنا هذا ولا

تزال هذه الأوراق المالية هي الأكثر شيوعا وتداولاً على مستوى الأوراق المالية، ويعتبر القرض السندي من صكوك مديونية، ويعد البدائل التمويلية الهامة للمؤسسة الاقتصادية العامة أو الخاصة، ويتسم بأهمية بالغة في مجال المعاملات التجارية والمالية ولكونه من أهم أوراق المالية وأكثر تداولاً في العالم والدول العربية من بينها الجزائر، لتحديد مفهوم القرض السندي يتوجب معرفة المقصود بالقرض السندي (المطلب الأول)، كذا معرفة طبيعته القانونية (المطلب الثاني).

المطلب الأول: المقصود بالقرض السندي.

يعد القرض السندي وسيلة مباشرة لتمويل المؤسسات العمومية أو الخاصة عن طريق طرح مبلغ القرض إلى اكتتاب عام أو خاص، مقسم إلى أجزاء متساوية القيمة كل منها تسمى السند يكتب فيه عدد كبير من المقرضين وهذا ما يسمى بالقرض السندي.

و للمعرفة المقصود بالقرض السندي يتوجب أولاً معرفة: تعريف القرض السندي (فرع الأول)

وثانياً: أنواع القرض السندي (الفرع الثاني)، و أخيراً: تمييزه عما يشابهه من القيم

المنقولة (الفرع الثالث).

الفرع الأول: تعريف القرض السندي.

لقد تعددت التعاريف المقدمة للقرض السندي باختلاف التشريعات، كما اجتهد الفقه

في وضع تعاريف له.

أولاً: تعاريفه لغة

يتكون القرض السندي كمصطلح من كلمتين: الأولى "القرض" و الثانية "السندي"، فلقرض يعني امداد الافراد والمؤسسات في المجتمع بالأموال اللازمة، على ان يتعهد المقرض بسداد تلك الاموال وفوائدها والعمولات المستحقة عليها والمصاريف دفعة واحدة او على اقساط في تواريخ محددة، ويتم تدعيم العلاقة بتقديم مجموعة من الضمانات التي تكفل للبنك استرداد امواله في حالة توقف العميل عن السداد بدون اية خسائر.

اما السند في اللغة هو انضمام الشيء إلى الشيء، وكل ما يستند إليه فهو سند، وبذلك فالسند يدل على شيء آخر يستند إليه وهو الدين الذي في ذمة المؤسسة.

ثانيا: تعاريفه فقها:

فالسند هو أداة دين تصدرها المؤسسات وهيئات حكومية مختلفة وهي التزامات دين تقضي بدفع مبلغ محدد في تاريخ محدد من قبل، ولقد عرف من قبل الفقه بتعاريف عديدة نذكر منها: القرض السندي هو صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة يمثل قرض طويل الأجل، يطرح عن طريق الاكتتاب العام، يثبت حق حاملها فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة المصدرة وحقه في الحصول على الفوائد المقررة واقتضاء دينه في الميعاد المحدد¹، ويجري العمل أن تصدر السندات في شكل شهادة إسمية أو لحاملها، ولا يمثل كل سند ديناً مستقلاً بذاته، بل جزءاً من إصدار واحد غير قابل للتجزئة لكنه قابل للتداول²، وعرف من قبل البعض بأنه صك قابل للتداول، يمثل جهة قرض ويعطي لصاحبه الحق في استرداد قيمته عند انتهاء مدة القرض، بالإضافة إلى حقه في اقتضاء ما

¹- خالد أحمد سيف شعراوي، الإطار القانوني للعمليات التداول في البورصة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2015، ص65.

²- محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية 2004، لبنان 2004، ص45.

ينتج القرض من فوائد¹. أي عبارة عن صك قابل للتداول، يثبت حق حامله فيما قدمه من مال كقرض للمؤسسة وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دينه في التاريخ المحدد لانتهاء مدة القرض²

وبهذا فالقرض السندي يعد ديناً على الشركة وحامل السند الدين دائناً لها³.

كما عرف بأنه ورقة مالية قابلة للتداول يحق إصدارها للشركة المساهمة العامة أو الشركة المساهمة الخاصة، أو لأي من الشركات التي يجيز لها قانون إصدار هذه القروض السندية، ويتم طرحها وفقاً للأحكام هذا القانون للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجب هذا الإسناد بسداد القرض وفوائده وفقاً للشروط الإصدار⁴، وبعبارة أخرى فهو صك قابل للتداول تصدره الشركة ويتعلق بقرض طويل الأجل، حين تحتاج شركات المساهمة العامة أو الخاصة إلى رؤوس الأموال، إما بسبب عجز طارئ في الميزانية، أو بقصد توسيع المشاريع، ويترتب عليه تعهد من الشركة المقرضة للأموال بدفع قيمة السندات في تاريخ محدود، ويتم الاكتتاب في السندات إما عن طريق الاكتتاب العام أو الاكتتاب الخاص.

كما نجد تعريف آخر عل أنه عقد أو اتفاق بين المؤسسة (المقرضة) والمستثمر المقرض، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً للطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ مع فوائد متفق عليها في تواريخ محددة⁵، وعلى هذا يصبح

¹ - صفوت بهنساوي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2008، ص361.

² - Pascal Barret & Georges, DSSG2 FINANCES Manuel et application, 2^e Edition, dunod, paris, 2009, p30

³ - أنظر مصطفى كمال طه، أساسيات القانون التجاري، الطبعة الثانية، منشورات الحلبي الحقوقية لبنان، 2012، ص447.

⁴ - خالد إبراهيم التلاحمة، الوجيز في القانون التجاري، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، 2012، ص249.

⁵ - عصام أحمد البهجي، الطبيعة القانونية والإجرائية لإصدار وقيد الأوراق المالية في البورصة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2014، ص225.

القرض السندي عبارة عن صك مديونية، يجسد التزام بتعهد المصدر بدفع قيمة الالتزام لحامله عند تاريخ الاستحقاق معين إضافة إلى سعر فائدة المحدد مسبقا.

وعرف أيضا على أنه: وعد مكتوب من قبل المقرض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال القيمة الاسمية إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع فائدة المستحقة على القيمة بتاريخ معينة¹، وبالتالي فهو عبارة عن أدوات دين أو اقتراض تطرح في سوق الأوراق المالية طويلة الأجل، ويعبر عن مديونية أو قرض للغير بقيمة إسمية وبمعدل فائدة محددة.

وعلى ذلك فهناك من يعرفه على أن القرض السندي شكل خاص من القروض طويلة الأجل، يتم عن طريق إصدار الأوراق مالية متداولة للجمهور والتي تمثل دون على المؤسسة المصدرة، هذه الأوراق المالية يتم طرحها وتداولها في السوق وتسمى هذه الأوراق سندات اما مالکها حامل²

وتم تعريفه على أنه: حق مديونية طويلة الأجل، يتم إصداره من طرف الدولة أو المؤسسات العامة أو الخاصة، ويمنح لحامله الحق في الفوائد والتي تعرف بالكبون، وكذا الحق في استرجاع رأس المال المستثمر، فهو بذلك عبارة عن صك مديونية يثبت لحامله حق اقتضاء ما قدمته من أموال على سبيل القرض، وحقه في الحصول على الفوائد المقررة في المواعيد المحددة، فالقرض السندي يعقد عن طريق الاكتتاب، تصدره مؤسسة خاصة أو الدولة، وتكون هذه الورقة متساوية القيمة وقابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة، ويعتبر حامل السند دائما للشركة بقيمة السند، وبقيمة الفوائد المستحقة على هذا السند، سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر³.

¹ - علي العمودي، سوق الأوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002، ص 89.

² Pierre conso, la gestion financière de l'entreprise ,dunod,7emé Edition, paris, 2010 p 375

³ - عصام أحمد البهجي، مرجع سابق، ص 225 وما بعدها.

بذلك تنشأ عن القرض السند في علاقة بين طرفين أحدهما دائن هو المكتب والمستثمر (المدين)، فالمصدر هو الذي يكون بحاجة لهذا القرض وانطلاقاً من هذا السند يكون ملزم (المصدر) أمام الدائن (المكتب) بدفع فوائد ثابتة، مهما كانت نتيجة الشركة ربح أو خسارة، كما يلزم أيضاً المصدر بتسديد قيمة القرض عندما يحين أجل استحقاقه، والذي يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد أو تقديم تسديده قبل تاريخ الاستحقاق وذلك حسب الاتفاق.

فالقروض السندية قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة، ولها قيمة إسمية واحدة تمثل قرضاً طويلاً الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب¹، تصدرها شركات المساهمة وتعطي للمكتبين مقابل المبالغ التي أسلفوها للشركة².

فالقروض السندية جزء من المديونية، بمعنى أن من يشتري سند فهو دائناً للشركة يحصل على فائدة ثابتة واجبة الدفع في مواعيدها، كما يحصل على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، ولحاملي السندات الرجوع على كل أموال الشركة بلا تمييز ولهم الحق في تصفية الشركة لوفاء الدين، فإن رحت الشركة استوفوا أصل الدين وفوائده من ربحها، وإن لم ترح استردوا أصل الدين من موجودتها³. فالقرض السندي يطرح من قبل المؤسسة، بنك الدولة أو هيئة عمومية في شكل سندات يتم الاكتتاب فيها من قبل المستثمرين على شكل رأس مال مجزأ إلى سندات ذات قيم محدودة يكتتب فيها الأفراد والمؤسسات بسند أو

¹ - أنظر مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص 447 وما بعدها.

² - محمد فريد العريني، هاني دويدر، أساسيات القانون التجاري، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004، ص 254.

³ - محمود إبراهيم محمد الضيع، النظام القانوني لتسوية العمليات في أسواق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2012، ص 48.

أكثر ويقوم المدين بسداد الفائدة بالإضافة إلى رد قيمته في نهاية مدة القرض وبذلك يتم استهلاك القرض السندي.¹

ثالثا : التعريف القانوني: فمعظم تشريعات الدول كرسّت أحكام قانونية خاصة بالقرض السندية بدءا بتقديم تعريفها.

(1)-في التشريع المصري:

عرف المشرع المصري مصطلح السندات بأنها تصدر سندات وصكوك التمويل في شك شهادات إسمية أو لحاملها، قابلة للتداول، وتخول الصكوك أو السندات من ذات الإصدار حقوقا متساوية لحاملها في مواجهة الشركة.²

(2)-في التشريع الفرنسي:

حيث نجد قانون شركات الفرنسي في المادة 284 منه ويعرفها على أنه: «سند قابل للتداول يثبت دينا على الشركة ويحول لملكها نفس حقوق الدائنية عن نفس القيمة الإسمية». بمعنى انه سند دين يبرم بين المؤسسة المصدرة وعدة مقرضين وحامل السند فيها دائن لها.³

¹- محمد شكرين، انعكاسات استخدام القرض السندي في الجزائر كأداة تمويل للمؤسسات، وأداة تداول في السوق المالية، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، الجزائر، 2014، ص 09.

²- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري، دراسة مقارنة، رسالة الدكتوراه، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2013، ص ص 113-114.

³- ARNAUD THAUVRON ,Annick Guevara h', DSG2 FINANCE Manuel ,4emé ,Edition, Edition, Foucher ,paris,2010 p214

(3)-في التشريع الجزائري:

لقد منع المشرع الجزائري في الأمر 59/75 المتضمن قانون التجاري، الشركات المساهمة من إصدار قرض السند، لكنه عدّل من موقفه نظرا لما تحققه هذه القروض السندية من فوائد على المؤسسات الاقتصادية بصفة عامة والسوق المالية بصفة خاصة، وقد سمح بإصدار هذه السندات من طرف الشركات ذات الأسهم أو الدولة بمقتضى المرسوم التشريعي 08/93¹، ووضع تحت تسمية سندات الإستحقاق، فهو صكّ مديونية ويثبت وجود دين على شركة ذات أسهم أو دولة، ذو عائد بنسبة فائدة يمكن أن تكون ثابتة، أو تصاعدية أو متغيرة، وله مدة استحقاق محدد، وتسدد قيمته عند انتهاء هذه المدة²، وقد نص المشرع الجزائري على نوعين من سندات الدين: سندات المساهمة وسندات الاستحقاق. وعرف المشرع سندات الاستحقاق: «هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة لإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الإسمية»³.

تعتبر سندات المساهمة سندات دين تتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمنه العقد، وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها ويقوم على القيمة الإسمية للسند ويكون الجزء المتغير موضوع تنظيم خاص توضح حدوده بدقة⁴، ونشير إلى المشرع الجزائري استوحى نفس التعريف الفرنسي، وكذا شروط وأحكام إصدار القرض السندي، إلا أنه لا يسمح بإصدار سندات الاستحقاق إلا لشركة المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي أعدت ميزانيتين صادق عليها المساهمون بصفة منتظمة التي يكون رأس مالها

¹-مرسوم التشريعي رقم 08/93 المؤرخ في 25-04-1993 يعدل ويتم في الأمر 59/75 المتضمن القانون التجاري، الجريدة عدد 27 الصادرة في 27 افريل 1993.

²- الموقع الرسمي (ش. إ.ب.ق.م). www.sgbv.dz

³- المادة 715 مكرر 81 المتضمن القانون التجاري مرجع سابق

⁴- نص على سندات المساهمة في المادة 715 مكرر 73 من القانون التجاري مرجع سابق.

مسدداً بكامله، إلا أنّ المشرع الجزائري حصر واقتصر مهمة إصدار السندات على شركة المساهمة فقط، خلافاً للمشرع الفرنسي الذي وسع من دائرة الأشخاص المصدرة¹، ويعاب على هذا التعريف أنه ركّز على خاصيتين من خصائص القرض السندي دون غيرها، وهما خاصية قابلية للتداول، وخاصة التساوي في قيمة الإصدار²، وعليه رغم عدم وجود تعريف جامع ومانع من قبل الفقهاء، إلا أنه نستنتج من التعاريف السابقة على أن القرض السندي هو عبارة عن صكوك تمثل أجزاءً متساوية لقرض طويل يصدر من طرف المؤسسة أو الدولة أو أحد الهيئات المرخص لها بذلك عن طريق الاكتتاب.

وبعبارة أخرى تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة (الطرف المدين) والمستثمر أو المكتتب (الطرف الدائن)، يترتب عنها حقوق والتزامات أهمها تعهد المقرض بدفع فائدة معلومة ومحددة مسبقاً عند الاكتتاب لطرف المقرض، إضافة إلى تسديد قيمتها عند ميعاد الاستحقاق إذا تم الاتفاق عليه، وتعتبر شركة سوناطراك أول مؤسسة صناعية قامت بإصدار قروض سنديّة في السوق المالية الوطنية، كونها تجمع جميع الشروط الضرورية لتحقيق هذا النوع من القرض وضمان تسديده للمدخرين، حيث أصدرت القرض السندي سنة 1998/01/10 بمبلغ (05) ملايين دينار، وسعر فائدة إسمي 13% بالمائة ولمدة (05) سنوات³. ومن أمثلة إصدار القرض السندي من طرف المؤسسات الجزائرية نجد أيضاً:

– سند دين : سونلغاز الذي تم إدراجه في البورصة في 2006/05/29.

– سند دين آخر لسونلغاز الذي تم إصداره في جوان 2008.

¹- تواتي نصيرة، لمرجع السابق، ص113 وما بعدها.

²- حمليل نواره، النظام القانوني في السوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة تيزي وزو، 2014، ص275.

³لجودي صاطري، أثر كفاءة سوق راس المال على الاستثمار في الأوراق المالية، (مع دراسة حالة الجزائر)، رسالة دكتوراه، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، ص327 328

- سند دين : سند اتصالات الجزائر الذي تم إدراجه في البورصة في 2006/11/22.
- سند دين: سند الخطوط الجوية الجزائرية الذي تم إدراجه في البورصة في 2007/02/12.

وهناك تجارب أخرى فيما يخص إصدار القرض السندي من طرف المؤسسات الجزائرية من بينها :

- القرض السندي الذي أصدرته الشركة العربية للاعتماد الايجاري في جانفي 2007.
- القرض السندي الذي أصدرته مؤسسة داخلي، والذي سيتم الحديث عنه لاحقا.
- القرض السندي الذي أصدرته مؤسسة العمومية - حداد - في ديسمبر 2009.
- تجربة مؤسسة داخلي : لقد قامت مؤسسة داخلي " باعتبارها شركة ذات أسهم المتخصصة في نشاطات الفنادق والتسليّة والعقار بطرح قرض سندي بصيغة الاكتتاب العام - أي لعامة الجمهور - وذلك بهدف تحقيق مشروع ضخّم " الجزائر مدينة "بفائدة".¹

وعليه فالقرض السندي يتكون من العناصر التالية:

- المبلغ الذي يدفعه المكتب (المقرض) عند حصولها على السند.
- المبلغ الذي تتعاهد الشركة المقترضة بوفائها إلى حامل السند.
- سعر الفائدة الثابت ومواعيد دفعها.
- مدة بقاء القرض وحق الشركة في الوفاء في تاريخ معين.

¹ _ زروني مصطفى ، «اهمية القرض السندي في تمويل المؤسسات مع عرض التجربة الجزائرية» ، حوليات جامعة الجزائر، الجزء الاول، العدد 24 الجزائر ، جويلية 2013

الفرع الثاني: أنواع القروض السندي.

تعتبر السندات نوع من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، تمثل إحدى وسائل التمويل الهامة للحكومات وشركات القطاع الخاص، وعلى هذا الأساس فقد زادت أنواع السندات المطروحة فلم يعد مقصورا على السندات التقليدية ذات العائد الثابت، بل استحدثت الأوساط المالية والقانونية أنواع مختلفة من هذه السندات وذلك لتوسيع دائرة الخيار أمام المستثمرين والمؤسسات لتلبية الحاجات التمويلية والاستثمارية، ابتكرت العديد من أنواع السندات التي سمحت المؤسسات حتى تلك التي هي على حافة الإفلاس من إصدار سندات توافق وضعيتها وتمكنها من تمويل أنشطتها، وتنقسم هذه الأنواع إلى:

أولاً: تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار:

تقسم حسب هذا المعيار إلى سندات حكومية وسندات الشركات:

1- السندات الحكومية أو العامة:

يصدر هذا النوع من السندات من طرف الدولة والمؤسسات التابعة لها، أما دائئوها هم البنوك، الشركات العامة أو الخاصة، وأخيرا الخواص أو الجمهور، وذلك حينما تفضل اللجوء إلى ادخارات الأفراد لتمويل مشاريعها عوضا من اللجوء إلى مصادرها الخاصة أي الخزينة العمومية والتي عادة ما تأثر سلبا على ميزانيتها السنوي¹، وتتميز هذه السندات بأنها قليلة المخاطر وعالية السيولة، حيث يمكن لحاملها تحويلها من خلال البورصة وتكون في أغلب الأحيان مقرونة بشرط الإعفاء الضريبي لفوائدها من ضريبة الدخل، وتكون هذه الإصدارات موجهة لتغطية العجز في ميزانيتها أو تمويل مشاريعها الاستثمارية أو بهدف مواجهة التضخم.

¹ - حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائري، المرجع السابق، ص276.

2-السندات الصادرة عن الشركات (الخاصة):

هي سندات تصدرها الشركات التابعة للقطاع الخاص أو القطاع العام لتمويل طويل الأجل، وكخيار بديلي على إصدار الأسهم الذي قد لا يناسب الشركة، وذلك للحفاظ على مساهميتها وعدم إدخال مساهمين جدد وكذا الحفاظ على أسلوب إدارتها، أو عوض اللجوء إلى اقتراض البنوك الداخلية أو الخارجية، والقرض الذي قد يلقى رفضا أو قبولا، لكن بنفقات الشركة تكون في غنى عنها، فيكون إصدار السندات أفضل خيار ومن أهم مميزاتها بأنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات الحكومية، وبالمقابل فإن من أهم عيوبها أن حاملها أكثر تعرضا من حاملي السندات الحكومية لما يعرف بمخاطر الائتمان، والمترتبة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدائن¹.

ثانيا-تقسيم السندات على أساس الضمان:

تصدر السندات من طرف شركات خاصة أو عامة، مضمونة أو غير مضمونة.

1-السندات المضمونة:

هي تلك السندات المضمونة بأصول عينية (عقارية)، كالرهن العقاري كما قد يكون الضمان الشخصي كالكفالة المصرفية التي يقدمها البنك لضمان وفاء للسندات، فالضمان وسيلة تسعى بها بعض الشركات اجتذاب رؤوس الأموال في تقديم الضمانات عينية لوفاء القرض، يصدر هذا النوع من السندات خاصة إذا ما خشيت المؤسسة ضعف إقبال

¹- محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، مؤسسة الطوبجي للطباعة والنشر، القاهرة

المدخرين على اكتتاب في السندات المطروحة من قبلها، ولحملة السندات المرهونة الحق في الأولوية والنتبع على المال المرهون¹.

2-السندات الغير المضمونة:

فهي تلك السندات الغير المقتزنة بضمانات لا عينية ولا شخصية، فلا شيء يضمن تسديده عند حلول أجلها، إذ يعتمد حامل السند على قوة المركز المالي للشركة، وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها اتجاه دائنيها وسمعتها في السوق، وفي حالة عجز المصدر عن دفع الفائدة أو رأس المال يجب أن يدخل حامل هذه السندات للحصول على أموالها كدائنين غير مضمونين².

ثالثا-تقسيم السندات على أساس الأجل:

1-السندات قصيرة الأجل:

هي سندات لا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن عام واحد، وتعتبر هذه السندات أداة تحول قصيرة الأجل متداولة في السوق النقدية ومن أمثلتها شهادة الإيداع القابلة للتداول وبتواريخ مختلفة، وقرض احتياطي إلزامي، وتمتاز هذه السندات قصيرة الأجل بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض في درجة المخاطرة، وتصدر هذه السندات بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا.

¹ حسن علي خديوش وعبد المعطي رضا رشيد، الأسواق المالية، مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، القاهرة 1991، ص87.

² مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلات في عالم النقد والمال، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص69.

2- السندات متوسطة الأجل:

هي سندات يزيد أجل استحقاقها عن عام واحد، ولا يتجاوز (07) سنوات، وتعتبر هذه السندات أداة تحويل متوسطة الأجل وتكون معدلات الفائدة على السندات متوسطة الأجل أعلى من فائدة على سندات قصيرة الأجل درجة المخاطرة المرتفعة، كما أن درجة سيولتها تعتبر أقل من سيولة سندات قصيرة الأجل.

3-السندات طويلة الأجل:

يزيد تاريخ استحقاق هذه السندات عن سبع سنوات، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من فائدة السندات قصيرة ومتوسطة الأجل، ويمكن أن تصدر جميع السندات طويلة الأجل في إصدار واحد كوعد استحقاق موحد وبمعدل فائدة واحد، كما يمكن أن تصدر بتواريخ استحقاق مختلفة ولكنها متسلسلة بمعدلات فائدة متنوعة¹.

رابعاً-تقسيم السندات حسب الشكل الذي تصدر به:

1-السندات المسجلة باسم مالكيها:

يكون السند اسماً ومسجلاً متى حمل اسم مالكيه، كما يوجد سجل خاص تدون فيه أسماء مالكي السندات ولا يمكن انتقال ملكية هذه السندات إلا بالرجوع إلى مصدر السند أو أية جهة رسمية مختصة، وتدوين انتقال الملكية في هذا السجل.

¹- بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد السهم، دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المصغرة في البورصة، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، 2010، ص ص 19-20.

2-السندات لحاملها:

يكون السند لحامله عندما لا يذكر فيه اسم المستثمر، ويتم تداول هذه السندات بسهولة ويسر، ولا يتوجب على المتعاملين لهذه السندات الرجوع إلى المصدر لإثبات عملية انتقال الملكية وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام، ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقه، وتحصل بمجرد نزع الكبون المرفق بالسند وتقديمه للمصرف الذي يتولى دفع الفوائد وعند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله الحق في استلام قيمته الاسمية من المصرف مباشرة، وهو ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل¹.

خامسا-تقسيم السندات على أساس طبيعة الفائدة:

1-السندات ذات العائد الثابت:

هي تلك السندات التي تكون فوائدها السنوية ثابتة ومحددة عند الإصدار، ويكون حاملها على علم بقيمة الفائدة التي يستوفيها عند الاستحقاق، وتعد الفترات الملائمة للأسعار الثابتة هي فترات الأسواق النقدية أو حيث تتوفر السيولة، وفي هذا الصدد يمكن أن تكون السندات ذات العائد الثابت على شكل سندات تقليدية والتي يتم تسديدها على أقساط بأكمله في نهاية المدة وتكون قابلة للتجديد.

2-السندات ذات العائد المتغير:

هي خلافا للأولى حيث تكون فوائدها متغيرة وغير ثابتة ويكون هذا التغير مقترنا بأساسيات حسابية، ويتغير عائد السندات وفقا لمؤشرات اقتصادية، ومع ضمان حد أدنى من

¹- تواتي نصيرة، المرجع السابق، ص ص 115-116.

الفائدة أو مع المشاركة في الأرباح أو الخسائر، بمعنى أن يتعلق معدل فائدة السند على حساب المداولات المالية وحسب القدرة الشرائية للنقود¹.

سدسا-تقسيم السندات على حسب القيمة التي تصدر بها:

1-سندات تباع بالقيمة الاسمية:

حيث يتواجد هذا النوع من السندات الحالات العادية أين تصدر السندات وتباع بنفس القيمة.

2-سندات تصدر بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية:

ينتشر هذا النوع من السندات عند ظروف معينة، مثلاً عندما يكون الطلب كبير على السندات، فقد يجرى بيعها بقيمة بأعلى من قيمتها الاسمية لسبب أو لآخر.

3-سندات تصدر بقيمة أقل من قيمتها الاسمية:

في حالة انخفاض الطلب على السندات وبهدف تشجيع الأفراد على اقتنائها فقد يجرى بيعها بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، وتعرف هذه السندات باسم سندات عديمة الكوبون، على أن توفى قيمتها الاسمية كاملة في ميعاد الاستحقاق، فتكون تلك الفائدة التي يحصل عليها حامل السند².

¹- عطوان مروان، مرجع سابق، ص70.

²- محمد حلمي عبد التواب، مرجع سابق، ص84.

سابعا-تقسيم السندات من حيث الاطرافالمقتضة:

1-السندات المحلية:

هي السندات التي تصدرها مؤسسات محلية عامة كانت أم خاصة، ويتم التعامل بها على المستوى الوطني فقط.

2-السندات الأجنبية:

هي سندات تصدر من طرف مؤسسات مالية محلية لصالح مقترض أجنبي بعملة البلد التي تصدر فيه، ويتم التداول بهذه السندات على مستوى الاقتصاد الوطني.

3-السندات الدولية:

عبارة عن سندات تصدر بغير عملة البلد الذي صدرت فيه كأن تصدر المؤسسة أو شركة بريطانية سندات

بالدولار الأمريكي، تصدر هذه السندات عن مؤسسات ومنظمات دولية¹.

ثامنا-تقسيم السندات حسب الحقوق المخولة لمالكها:

1-السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

تتمتع هذه السندات بميزة حق التحويل هذه السندات إلى أسهم عادية وذلك على أساس رغبة حاملها، ويتم تحديد طريقة التحويل وموعدها وشروط الإصدار، ويصدر هذا النوع من السندات بنص صريح لعقد الإصدار ويعطي لحامله مهلة محددة الحق في تحويل سندات إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد، وتتمتع هذه السندات بمرونة لأن حاملها

¹ - جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، أوراق المالية المتداولة في البورصة والأسواق المالية، دار الهدى الجزائر، 2008، ص ص 67-68.

يحصل على فوائد ثابتة في فترات الركود، ويمكن الحصول على أرباح في فترات الارتفاع بعد استبدال السندات بأسهم عادية، كما أنها تمنح حائزيها والتمتع بكل مزايا التي يتمتع بها حامل سهم الشركة في حالة تحول تلك السندات، فضلا عن ذلك يحتل مخاطر أقل من تلك المتعلقة بالأسهم والجمعية العامة الغير العادية هي التي ترخص لهذا النوع من البورصات¹.

2-السندات الغير القابلة للتحويل:

هذه السندات لا تعطي الشركة الحق لحامل هذا النوع اختيار لقبولية لتحويل سنداتهم إلى أسهم، فالأصل أن تكون هذه السندات غير قابلة للتحويل، تصدر بمعدل فائدة أعلى من فائدة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم².

تاسعا-تقسيم السندات على أساس القابلية للاستدعاء (الإطفاء):

1-سندات غير قابلة للاستدعاء:

هي السندات التي يكون لحاملها حق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء آجالها، ولا يجوز للجهة المصدرة استدعائها لإطفائها لأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون هذه السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نصّ على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.

2-سندات قابلة للاستدعاء:

هي السندات المشمولة بشروط الاستدعاء وتصدر بعلاوة استدعاء، يقصد بها تشجيع المستثمرين على شراءها وتتميز من حيث المهلة المسموح خلالها بالاستدعاء، ضمن سندات

¹-GEORGES Legros ,mini Manuel de finances d'entreprise,dunod, paris, 2010,p168

²- حشماوي محمد، الأغا تغريد، «أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية»، المؤسسة مجلة علمية، جامعة الجزائر، العدد الأول، 2012، ص ص 43-44.

تكون قابليتها للاستدعاء مطلقة، وفي هذه الحالة يكون الجهة المصدرة حرة مطلقة في استدعاء السندات في أي لحظة تريد بعد إصدارها، وعلى حامل السند التزام بتقديم سنده للإطفاء في موعد الذي تحدده الشركة وإذا امتنع عن ذلك يحرم من فائدة السندات دون أن يترتب أي مسؤولية عن الجهة المصدرة، وهذا النوع من السندات نادر للوجود بينما الأكثر شيوعاً هو السندات ذات استدعاء مؤجل، والتي يمنح حاملها مهلة حماية من الاستدعاء تتراوح بين 5-10 سنوات من تاريخ الإصدار، لذلك لا يجوز استدعاء السند قبل مضي المهلة ولكن بمجرد انتهاء المهلة تصبح حريتها مطلقة في استدعاءه¹.

عاشرا- اتجاهات جديدة في شأن السندات:

استحدثت في العشرون السنة الأخيرة أنواع جديدة من السندات لها سمات تختلف عن السندات التقليدية بصورة أو بأخرى وتنقسم إلى:

1- السندات التي لا تحمل الكوبون:

تباع هذه السندات بخصم على القيمة الإسمية، على أن يسترد المستثمر القيمة الإسمية للسند عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعها قبل وصول تاريخ استحقاق، وعلى الرغم من أن المستثمر لا يحصل على الفوائد إلا عند تحقيقها أي عند تاريخ الاستحقاق أو عند بيعها في السوق المالية، فإن مصلحة الضرائب تحصل على مستحقاتها السيولة وذلك بناء على معدل الفائدة الذي يتم حسابه على فكرة معدل العائد الدخل، هذا النوع لا يعطي لحامله أي دفع فوائد ولكنها بالمقابل يتحصل على علاوة تعويضية معتبرة تدفع له عند تاريخ استحقاق الدين².

¹- لاغا تغريد، دراسة تحليلية لمعوقات وسبل تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر رسالة دكتوراه، تخصص الاقتصاد المالي، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر 2016 ص 24 ص 25

²- الندري سليمان، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، دار الجامعة الجديدة، مصر، 1993 ص 37

2- السندات ذات الدخل:

إن هذه السندات تواكب إلى حد كبير احتياجات المصارف الإسلامية، إذ لا يجوز لحامليها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المؤسسة أرباحاً، ومع هذا فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل هذا النوع من السندات على الفوائد عن سنة لم تحقق فيها الشركة أرباحاً من أرباح سنة لاحقة¹، كما قد ينص عقد الإصدار على قيام الشركة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عندما يحل استحقاقها، إضافة النص ثابت محتمل وهو أن يكون لحامليها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم عادية¹.

3- سندات المشاركة:

يعطي هذا النوع من السندات الحق ليس فقط في الفوائد الدورية، بل وأيضاً جزء من أرباح الشركة وهذا لتحفيز جمهور المستثمرين للاستثمار في السندات.

4- السندات الرديئة:

هي أدوات مالية ذات مخاطر مرتفعة ونتيجة لذلك فإن العائد الذي تحققه هذه الأدوات هو تعويض للمخاطرة المرتفعة² وقد ازدهر سوق السندات الرديئة، حيث حقق كل من مصدري السندات والمستثمرين بها أرباحاً على السواء².

الفرع الثالث: تمييزه عما يشابهه من القيم المنقولة.

رغم التشابه بين القروض السندية وبعض القيم المنقولة، إلا أن هناك اختلاف بينه وبين هذه القيم، سواء أقيم رأس المال أو سندات دين.

¹- فتحة ابن بوسحاقي بورصة الجزائر واقع وافاق ،مذكرة ماجستير، تخصص النقود المالية ، كلية العلوم الاقتصادية

وعلوم التسيير ،جامعة الجزائر 2003 ص ص82 89

²- فتحة ابن بوسحاقي ،مرجع سابق ص ص 89 92.

أولاً: تمييزه عن سندات رأس المال.

1- تمييز القرض السندي عن السهم:

تعدّ القروض السندية سندات تثبت حقّ دائنية اتجاه الشركة وهو الاختلاف بينها وبين السهم، فالأولى تمثل سندات دين تصدرها شركة المساهمة والمكتتب فيها عبارة عن دائن لهذه الأخيرة، بينما الأسهم تعتبر سندات رأس المال والمكتتب فيها شريك، وأوجه الاختلاف التي تضيفي خصوصية القرض السندي مقارنة بالسهم تتمثل في:

- الوقت الذي يعد السهم حصة الشريك في شركة المساهمة فإنّ القرض السندي هو حق دائنية ينتج عن قرض نقيّد في ذمّة الشركة المصدرة، وبذلك يختلف المركز القانوني لحامل السند عن المساهم، إذ الأول مقرض للشركة، بينما الثاني يعد شريكاً فيها.
- أنّ لحامل السند الحق في فائدة سنوية ثابتة عن قسيمة السند، وفي جميع الحالات بغض النظر عن النتائج التي تحقّقها الشركة بينما لمساهم الحق في ربح متغير واحتمال مادام أنه يتوقف عن تحقيق الشركة للأرباح، ولكن حالياً مع ظهور رغبة تشريعات في التقرير بين المركز القانوني للمساهم وحامل السند، أصبحت الفوائد مستحقة متنوعة حسب نتائج الشركة¹.
- لحامل السند الحق في استرداد قيمة السند في الميعاد المتفق عليه، أما المساهم فلا يستريد قيمة السهم إلاّ من فائض تصفية الشركة ما لم تلجأ الشركة إلى استهلاك الأسهم، ويترتب على ذلك أن حامل السند إذا استرد قيمة سنداتِه فإن صلته بالشركة تنقطع، في حين يبقى المساهم شريكاً فيها رغم استهلاك سهمه لحصوله على سهم التمتع.

¹ - حميل نواره، المرجع السابق، ص 275.

- ليس لحامل السند التدخل في إدارة الشركة المصدرة بصفة مباشرة، بينما يحق للمساهم حضور الجمعيات العامة والمساهمة في اتخاذ قراراتها فضلا عن الترشح لعضوية مجلس الإدارة¹.
- إن لحامل السند ضمانا عاما على أموال الشركة بوصفه دائنا لها وهذا يبرر ضرورة اشتراك عن القوانين استثناء المبلغ الكلي لرأس مال الشركة المصدرة قبل شروعها لطرح سندات الاكتتاب، وعند حل الشركة فإن حملة هذه السندات يستوفون المبالغ المستحقة لهم قبل المساهمين، أي تسبيق الوفاء بالديون وقيمة القرض، وليس للمساهمين سوى اقتسام الباقي من التصفية إن وجد لأنهم بصفتهم شركاء فهم مسؤولون عن ديون الشركة في حدود حصصهم².
- يعد السند بالضرورة قيمة للتوظيف حيث يكون سعره في البورصة قليل التغيير بينما للسهم طابع أكثر مضاربة، لذلك نجد المستثمرين الراغبين في المخاطرة يلجؤون إلى شراء الأسهم، في حين تلائم السندات مع المستثمرين الذين يخشون المخاطرة.
- كما تعد السندات قروضا طويلة الأجل إذ تلجأ شركة المساهمة في الغالب في إصدار السندات عندما تكون في حاجة إلى أموال لتمويل استثماراتها ويندر أن تلجأ الشركة إلى سندات القرض لتمويل نفقاتها الجارية لمشروع الشركة، لذلك تصدر السندات في صكوك طويلة الأجل تتراوح عادة بين 10 سنوات وثلاثون سنة، ويعد حامل السند طوال هذه المدة مجرد دائن للشركة بوصفه مقرضا للشركة.

¹ - عصام أحمد البهجي، مرجع سابق، ص ص 287-289.

² - أنظر علي العمودي مرجع سابق، ص 90.

2- تمييز القرض السندي عن شهادة الاستثمار:

يمثل القرض السندي دين على الشركة، وبالتالي يصادر في حالة لجوء الشركة إلى اقتراض، بينما شهادة الاستثمار وشهادة الحق في التصويت تصدر بمناسبة زيادة رأسمال الشركة أو تجزئة الأسهم الموجودة، وهي تمثل انقسام السهم العادي إلى شهادتين، شهادة استثمار وشهادة حق التصويت¹، بينما القرض السندي ينتج فقط عن طريق اللجوء الشركة إلى الاكتتاب عام أو خاص، ينتج على إصدار القرض السندي دين على الشركة يترتب عليها فوائد بإضافة إلى قيمة اسمية عند حلول أجل استحقاق.

شهادة الاستثمار وشهادة الحق في التصويت تمثل حقين في كون أولاهما تمثل حقوق مالية، بينما الثانية متمثلة في شهادة التصويت تمثل حقوق غير مالية المرتبطة بالسهم (حق ملكية)، فتعطي حق إدارة والملكية: وهذا الحق لا نجده في القروض السندية التي تبقى على المركز القانوني للحامل السند كالدائن فقط لا يحق له تدخل في إدارة الشركة.

كذلك يعد القرض السندي قابل للتداول بطرق التجارية، في حين اشترط المشرع عدم تحويل شهادة الحق في التصويت إلا إذا كانت مرفقة بشهادة الاستثمار.

شهادة حق التصويت يجب أن تصدر بعدد مساوي للشهادات الاستثمار وهذا الحق لا نجده في القرض السندي، الذي يصدر صكوك مالية مجزأة إلى مبالغ مالية متساوية تسمى السندات².

يصدر قرار إصدار القرض السندي عن الجمعية العامة العادية لأن ذلك لا يؤدي إلى تعديل قانون أساسي للشركة، أما شهادة الاستثمار وشهادة الحق في التصويت تمس

¹ - انظر المادة 715 مكرر 61 من القانون التجاري مرجع سابق.

² - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص ص 85-86.

برأسمال الشرك وتؤدي إلى تعديل قانونها أساسي، وعلى إثر ذلك يعود قرار إصدار هذه الشهادة الجمعية العامة غير العادية بناء على تقرير مجلس إدارة ومجلس المراقبة.

لم يحدد المشرع الجزائري قيمة القرض السندي القصوى ولا الدنيا كما فعل في شهادة الاستثمار وشهادة حق التصويت بأن ألا تزيد عن ربع رأسمال اجتماعي.

يجب أن تكون شهادة الاستثمار قيمتها اسمية تساوي قيمة أسهم الشركة المصدرة وعليه فهي تكسب حاملها نفس حقوق المساهم¹.

في حالة ما إذا رغبت الشركة المصدر في التخلص من السندات إمكانية تحويلها إلى سندات ذات قسيمة اكتتاب بالأسهم، إلا أن في حالة اجتماع هاتين الشهادتين يمثل كل منهما سهما كاملا من حيث الحقوق المالية وغير مالية²، حامل شهادة الاستثمار وحق في التصويت يكتسب نفس حقوق المساهم فيما يتعلق بتوزيع أرباح واقتسام ممتلكات، وفي حالة تصفية الشركة والاطلاع على وثائقها عكس حامل القرض السندي الذي يبقى دائما له حق الحصول على الفوائد المقررة واقتضاء دينه في الميعاد المحدد.

يتمتع حامل هذه الشهادة بأولوية إلى جانب في المساهمين العاديين في اكتتاب وإصدار قادم في شهادة استثمار، عكس القرض السندي الذي تنقطع صلة حامله بشركة

¹ - المادة 06 من نظام (ل.ت.ع.ب.م) الصادر في 12 جانفي 2012 الجريدة الرسمية عدد 41 صادرة بـ 15 جويلية 2012 يعدل ويتم نظام رقم 03/97 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997 يتعلق بالنظام العام للبورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 87 الصادرة في 2 ديسمبر 1997، وانظر المادة 10 من المرسوم التنفيذي 170/91 الموافق لـ 28 ماي سنة 1991، يحدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها ج ع 26 سنة 1991 (ملغى).

² - المادة 715 مكرر 63 من القانون التجاري مرجع سابق.

بمجرد تسديده عند انتهاء أجل استحقاق، ويعاد تكوين السهم بقوة القانون بين حامل شهادة الاستثمار وشهادة حق في التصويت¹.

ثانيا: تمييز القرض السندي عن سندات دين.

1- سندات المساهمة والقرض السندي:

تعتبر سندات المساهمة سندات دين يتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استناد إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها، وتقوم على القيمة الإسمية للسند، بينما تعتبر القروض السندية سندات دين تكون أجرتها من جزء ثابت فقط يتضمنه العقد وفائدة ثابتة².

السندات المساهمة هي في صنف سندات الدين من شأنه أن يجعل حاملها دائنا لشركة المدينة بمستحققاتها عند تصفية الشركة، أو بعد انتهاء أجل السند الذي لا يمكن أن يقل عن خمس سنوات، حسب الشروط المتفق عليها في عقد الإصدار، عكس القروض السندية التي تسدد عند حلول أجل الاستحقاق.

يترتب على القرض السند. فائدة ثابتة لا تتغير بظروف سواء ربحت الشركة المصدرة أو خسرت، بالإضافة إلى استرداد قيمة القرض عند حلول أجل الاستحقاق، بينما تحسب فوائد سندات المساهمة على جزئيين، جزء ثابت ينصب على مقدار في عقد الإصدار، يعلمه المكتتب وقت الاكتتاب، وجزء متغير بحسب بالنظر إلى نشاط الشركة والنتائج التي تحققها، ولهذا ذهب البعض يقول بأن سندات المساهمة تشبه سندات استحقاق في جزئها الثابت،

¹ - المواد 715 مكرر 64، من القانون التجاري، مرجع سابق.

² - المادة 715 مكرر 73 من القانون التجاري(مرجع سابق).

فهي فوائد ثابتة تحدد وقت إصدار وتشبه الأسهم في جزئها المتغير الذي يقوم وفقا لنتائج الشركة، كما يسمح للشركة من تعزيز مصادرها التمويلية لكن دون تغير في هيكله رأسمالها.

رغم التشابه في بعض الحكم بين سندات المساهمة والقروض السندية في أنها تجمع بين خصائصها الأسهم من جهة وخصائصها السندات من جهة أخرى، كون السندات المساهمة غير قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية، أو إذا قررت الشركة ذلك، باختلاف سندات القرض التي تخضع للأحكام خاصة بها فقط¹.

أحاط المشرع الجزائري حاملو السندات المساهمة بحماية خاصة بتمكينهم من الاطلاع على تقارير وحسابات الشركة، كون أن السند يحتوي على جزء متغير يتوقف تحديد قيمته على نتائج الشركة خلال السنة المالية، وبذلك يتمتع ببعض حقوق المساهمين، خاصة أن هذه السندات غير قابلة للتسديد إلا في حالات حددها القانون عكس القروض السندية التي تسدد بأجل استحقاق محدد ولا تتأثر بظروف الشركة.

2- تمييز القرض السندي عن سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم:

تصدر سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم لشركة المساهمة، وهذه السندات تخول أصحابها حق اكتتاب أسهم للشركة المصدرة وفقا لشروط وإدخال المحدودة في عقد الإصدار.

وتختلف قسيمات الاكتتاب بالأسهم عن السندات القابلة لتحويل إلى أسهم، كون قسيمات الاكتتاب بالأسهم يمكنها أن تستقل عن سندات الاستحقاق التي أصدرت لها،

¹ - جبار محفوظ، ، مرجع سابق، ص ص 81، 82.

فيجوز للمكتتب أن يستثمرها بمعزل عن سندات لأنها قابلة للتداول بمفردها وبذلك فهي تعزل عن القروض السندية، وبالتالي تستثمر بمعزل عنها¹.

تختلف سندات القرض على قسيمات الاكتتاب بالأسهم في أن أولا تمثل في عدم إلزام أصحاب السندات عن اختيار بين صفاتهم أصحاب السندات وصفاتهم المستقبلية كمساهمين، بينما قسيمة الاكتتاب منفصلة على سندات القابلة للتداول، مستقلة عن سندات استحقاق إلا إذا نص عقد إصدار على خلاف ذلك، يتغير المركز القانوني من دائنا للشركة إلى مساهم في هذه الشركة المصدرة، إذا تم تحويل القروض السندية إلى قسيمات اكتتاب بالأسهم كما يكسب كل الحقوق الملتصقة بمساهم، أي يصبح من ملاكها وأكثر من هذا يحتفظ بصفته كدائنا لحامل السند²، وذلك يكون لحامل السند صفة مزدوجة بين دائنا للشركة ومن مساهمين فيها إذا أراد تحويلها.

إن إصدار القرض السندي يتيح لمؤسسة تمويل المشاريع على سبيل افتراض فقط، بينما قسيمات اكتتاب بالأسهم تتيح نوعين من عمليات التمويل من جهة اقتراض ومن جهة أخرى الزيادة في رأسماله حيث يسمح للمدخر بمرفقته اكتتاب السندات القرض الحق في اكتتاب الأسهم.

لقد نصّ المشرع الجزائري صراحة على جهة المختصة بإصدار القروض السندية هي الجمعية العامة العادية لأن ذلك لا يؤدي إلى تعديل قانونها أساسي ورفع من رأسمال الشركة بينما المشرع لم يحدد صراحة من هي الجهة المختصة بترخيص إصدار السندات ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم وبما أ هذا الصنف يدخل تعديلات على قانون أساسي للشركة وذلك عن طريق الزيادة للرأسمالها لذلك يمكننا القول بأن جمعية العامة الغير العادية هي

¹ - المادة 29 من المرسوم التنفيذي 91-170 مرجع سابق.

² - جبار محفوظ، المرجع السابق، ص 84.

المختصة بذلك قياس على أحكام المطابقة على سندات استحقاق قابلة للتحويل إلى الأسهم¹.

حدد المشرع أن يكون سعر ممارسة الحق في الاكتتاب مساوياً على الأقل لقيمة الاسمية للأسهم المكتتبه بناء على تقديم القسيمات يبقى حمل محتفظ بسند وفق لشروط إصداره مع حصول على أسهم جديدة إن أراد الاكتتاب فيها أو الحصول على ثمن القسيمة إن رغب في بيعها².

تنص المادة 715 مكرر 13 من التقنين التجاري على ما يلي: «لا يجوز تنزل على قسيمات الاكتتاب أو التداول فيها بصفة مستقلة عن سندات استحقاق إلا إذا نص عقد إصدار على خلاف ذلك، وقد حدد المشرع الحد الأقصى ألا يتجاوز 03 أشهر من تاريخ استهلاك السند المرفق الحق في التنازل عن قسيمات الاكتتاب، لكن بالرجوع إلى نظم لجنة عمليات تنظيم البورصة ومراقبتها نجد تنص على تداول سندات استحقاق ذات قسيمة اكتتاب بالأسهم، ولا تسمح بتداول هذه القسائم بمعزل عن السندات³.

يعتبر حامل قسيمة الاكتتاب بالاسم مساهماً محتملاً في الشركة وعليه يتمتع ببعض الحقوق التي يتمتع بها المساهم منها حق الاطلاع على وثائق الشركة وحساباتها ووضعها المالي والقانوني، أما حامل القرض السندي يبقى دائماً دائماً تنقطع صلته شركة بمجرد التسديد ولا يحق له التدخل في شؤون إدارة الشركة⁴.

¹- أنظر المادة 715 مكرر 126 من القانون التجاري (مرجع سابق). المادة 715 مكرر 127 من القانون التجاري.

²- المادة 715 مكرر 127 من القانون التجاري.

³- المادة 715 مكرر 128 من التقنين التجاري.

⁴- حميل نورة، مرجع سابق، ص ص 295-297.

المطلب الثاني: الطبيعة القانونية للقرض السندي

يعد القرض السندي من القيم المنقولة القابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة العامة أو الخاصة وتكون مسعرة في البورصة، والتي تمنح حق مديونية عام، وللتعرف على الطبيعة القانونية للقرض السندي أكثر يجب معرفة خصوصيات هذا القرض (فرع أول) ومعرفة التكيف القانوني للقرض السندي (فرع ثاني)

الفرع الأول: خصائص القرض السندي.

تتمتع السندات بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأوراق المالية، بينما تشترك في خصائص أخرى مع باقي الأوراق المالية، تتمثل هذه الخصائص في:

أولاً-أنّ القرض السندي قرض جماعي:

فالشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حدى، ولكن مع مجموعة من المقرضين والقرض الواحد إذ هو مبلغ إجمالي مقسم إلى أجزاء متساوية يمثل كلّ جزء منها صك وتسمى بالسند، ويقتضي تساوي قيمة السندات المساواة بين حقوق حملة سندات إصدار واحد اتجاه الشركة¹.

ثانياً-القرض السندي طويل الأجل:

أنّ القرض الذي يمثله السند يكون عادة لمدة طويلة تتراوح بين 5-20 سنة، من خلال هذه المدة الطويلة قد تتغير ظروف الشركة، لا يتأثر حامل السند بتغير ظروف الشركة إن ساءت، فإن مركز الدائن يكون ثابتاً.

¹- مصطفى كمال طه، المرجع السابق، ص43.

ثالثا- أنه قابل للتداول:

يعتبر القرض السندي ورقة مالية وبذلك فالسند كالسهم قابل للتداول بطرق تجارية، وهو إما أن يكون السند اسميا تنتقل ملكيته بالطريق القيد في سجلات الشركة، أو السند لحامله تنتقل ملكيته بطريق التسليم، أو السند لأمر تنتقل ملكيته في طريق التطهير¹، وإذا تداول السند فإن حامل السند لا يعتبر في علاقة بالشركة المقترضة مجرد محال إليه نفس حقوق السابق، وإنما يكون له حق خاص مباشر اتجاه الشركة ولا يجوز للشركة أن تدفع في مواجهته إلا بالدفع المستمدة من نص السند ذاته، أما الدفع الخاصة بالحملة السابقين فليس للشركة التمسك بها في مواجهته، ويجب قيد هذه السندات في بورصة الأوراق المالية شأنها شأن الأسهم كي تتمتع بالإعفاء الضريبي المقرر للأوراق المالية المقيد في البورصة، لذلك فإن حامل السند يتمتع بضمان عام على جميع أموال الشركة المصدرة ويكون له الحق في الحصول على فوائد ثابتة.

رابعا- أنه متساوي القيمة:

إلا أن التساوي في القيمة لا يتعلق بالنظام العام، إذ تنص المادة 715 مكرر 81 من القانون الجزائري على أن القرض السندي هي سندات قابلة للتداول تخول للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية. ويقصد بالتساوي هنا تساوي القيمة الاسمية بالسند الناتجة عن الإصدار الواحد فإذا لجأت الشركة إلى عدة إصدارات للسند، فقد تحدد في كل إصدار قيمة الإسمية للسند تختلف عن القيمة لاسمية للسند عن إصدار آخر، ويلاحظ أنه يمكن أن تصدر السندات بأقل من قيمتها الاسمية وهي وسيلة تلجأ إليها

¹- أيت مولود فاتح، "لادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون"، رسالة دكتوراة، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012، ص 74.

الشركات جلب أكبر عدد من المكتتبين، ويترتب عليها المساواة في الحقوق والالتزامات التي يترتبها السند عند الإصدار الواحد اتجاه الشركة¹.

خامسا-السند الغير القابل للتجزئة:

يعتبر السند من القيم المنقولة وهو غير قابل للتجزئة وذلك طبقا للمادة 715 مكرر 32: «تعتبر القيم المنقولة اتجاه الشركة المصدرة سندات غير قابلة للتجزئة وتطبق عليها نفس القواعد والنتائج الذي تترتب على عدم قابلية السهم للتجزئة»².

سادسا-انه يثبت حق دائنية:

ان القرض السندي يثبت حق دائنية اتجاه الشركة وهو وجه الاختلاف بينها وبين الاسهم، فالأولى تمثل سندات دين تصدرها شركة المساهمة والمكتتب فيها عبارة عن دائن لهذه الاخيرة، بينما الاسهم تعتبر سندات رأس مال و المكتتب فيها شريك، وتمتاز القروض السندية بالأولوية في تحصيل ديون حامليها عند افلاس الشركة او عند التصفية عن باقي الدائنين العاديين والمساهمين، الا انه برغم من هذه الميزة لا يحق لحامل القرض السندي التدخل في ادارة المؤسسة عكس المساهم .

الفرع الثاني: التكييف القانوني للقرض السندي

يعتبر القرض السندي نوعا من القيم المنقولة، والتي تثبت حق المديونية، وذلك من خلال نص المشرع الجزائري على أن: «القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدره شركة المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، ومنح حقوقا مماثلة حسب الصنف وتسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غيرها في حصة معينة من رأس مال الشركة المصدرة أو

¹- تواتي نصيرة، المرجع سابق، ص114.

²- أنظر المادة 715 مقرر 81 من القانون التجاري الجزائري.

حق مديونية عام على أموالها»¹، ولقد أناط المشرع الجزائري مهمة إصدار القروض السندية لشركة المساهمة كتمثيل لرسم ديون على ذمتها²، ووضع هذا الأخير القرض السندي تحت اسم سندات الاستحقاق الذي يعود قرار إصداره للجمعية العامة العادية للمساهمين.

وبالرغم من محاولة بعض القوانين تقريب بين وضعية المقرض حامل القرض السندي والمساهم حامل السهم من خلال نقاط التشابه بين هذين الأخيرين خاصة التشابه بين القرض السندي والسهم الممتاز وخضوعهم لنفس الإجراءات والشروط، وطبقا للمادة 416 من القانون المدني التي تنص: «أن الشركة عقد يلتزم شخصان طبيعيان أو اعتباريين أو أكثر على المساهمة بنشاط مشترك بتقديم حصة من مال أو عمل بهدف اقتسام الربح الذي قد ينتج.... إلخ»³، وصحيح أن عقد القرض السندي يبرم بين شخصين أحدهما المقرض (المصدر) والمستثمر (المكتتب)، إلا أنه عقد من نوع خاص، فعرّفه المشرع على أنه: «سندات قابلة للتداول تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس الحقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية»⁴، فهو عبارة عن عقد دائنية يجمع بين الطرفين، يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول مقابل التزام الطرف الأول بدفع فوائد القرض بالإضافة إلى استرداد قيمته عند حلول أجل الاستحقاق.

وأخيرا يوصف عقد القرض السندي على أنه عقد إذعان، وذلك لعدم تساوي المراكز القانونية بين أطراف العقد، لأن مصدر القرض السندي يتمتع بمركز أحسن يسمح له بفرض شروطه على المكتتب الذي ما عليه سوى قبول الشراء السند أو رفضه.

¹ - أنظر المادة 715 مكرر 30 ، القانون التجاري مرجع سابق.

² - أنظر المادة 715 مكرر 33 من القانون التجاري، مرجع سابق.

³ - أنظر المادة 416 من الامر 58-75، مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري ج ر عدد 78 صادر في 30 سبتمبر 1975 (معدل ومتمم).

⁴ - أنظر المادة 715 مكرر 81 من القانون التجاري، مرجع سابق.

المبحث الثاني: الإطار العضوي لعملية التمويل بالقرض السندي.

يتعدد الأشخاص المتدخلون على مستوى سوق القيم المنقولة وتختلف المراكز القانونية باختلاف هدفها فهناك أشخاص يهدفون من وراء تدخلهم لإصدار وتداول القروض السندية قصد تمويلهم مشاريعهم الاستثمارية والمسمى بالمصدرين، وأشخاص أخرى يرغبون في استثمار مدخراتهم تدعى بالمستثمرين إلى جانب أشخاص أخرى تتميز بالخبرة والكفاءة تمارس وظيفة الوساطة والمسماة بالوسطاء الذين يدخلون ضمن الهيئات المتدخلة في عملية التمويل بالقرض السندي (مطلب الأول)، أما عن مسألة ممارسة مهمة التنظيم والضبط على مستوى سوق القيم المنقولة فقد حولها المشرع الجزائري إلى هيئات متخصصة والمتمثلة في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ولجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة والمؤتمر المركزي والتي هي عبارة عن هيئات منظمة للسوق المالية (مطلب الثاني).

المطلب الأول: الهيئات المتدخلة لعمليات التمويل للقرض السندي.

يعتبر المتدخلون بمثابة المحرك الأساسي للسوق القيم المنقولة، ولا يمكن تصور سوق مهما كان نوعها بدونهم، ويقومون بتنشيطها وتفعيلها، وعليه فعليه طرح القرض السندي تجرى بين الطرفين مثلها مثل باقي المعاملات التجارية والمدنية، ولكن نجده على مستوى السوق القيم المنقولة، حيث يقوم شخص لعرض القرض السندي للبيع لأول مرة والمسمى بالمصدر (الفرع الأول)، ليقوم شخص آخر مهما كانت صفته بشراء هذا السند، بالإضافة إلى الفائدة المترتبة عليه والمسمى بالمستثمر (فرع ثاني)، حيث تجرى هذه العملية بالاستعانة بالطرف الثالث يتوسط الطرفين السابقين الذي يسمى بالوسيط (فرع ثالث).

الفرع الأول: المصدرون.

يعتبر مصدر القرض السندي المتدخل الأول في السوق القيم المنقولة، يقوم هذا الشخص المصدر بعرض الورقة المالية على الجمهور لأول مرة قصد توسيع نشاطه وتمويل استثماراته الجديدة، وهي الجهة التي تزود السوق بالقروض السندية وهي تشمل على:

1-الخزينة العمومية والجماعات المحلية:

يمكن تعريف السندات الصادرة عن الخزينة العمومية والهيئات المحلية بأنها قروض تمثل الدولة أو الجماعات المحلية فيها الطرف المدين، أما دائئوها فهم البنوك والشركات العامة أو الخاصة وأخيرا الخواص أو الجمهور، وتعتبر الدولة من أكبر المتدخلين إذ تنص المادة الأولى للقانون التأسيسي لبرصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الأخرى من القانون العام، والشركات ذات الأسهم، وقد أبقى المشرع على الوضع نفسه في القانون رقم 03-04¹ بمعنى السماح لكل من الدولة والهيئات المحلية لإصدار أوراق مالية من بينها القرض السندي أكثر من ذلك فقد أدرجت كل من الدولة والجماعات المحلية ضمن فئة المصدرين في مضمون المادة 57 من النظام 03-97 كما تنص المادة 08 من نظام اللجنة رقم 03-96²: «تقوم الجماعات المحلية عند إصدارها للسندات عن طريق اللجوء العالمي للادخار بوضع بيان يصف العملية المزمع إنجازها وتهدف هذه العملية من خلال طرح القرض السندي إلى تحقيق ما يلي:

- تغطية العجز في الميزانية العامة.
- الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأشير على حجم سيولتها.
- إنماء الوعي الادخاري لدى أفراد المجتمع لضمان عليا الحصول على الموارد اللازمة لتنمية الاستثمارات والاقتصاد بصفة عامة.
- التحكم في أزمات اقتصادية في فترة التضخم تلجأ السلطات المالية إلى إصدار سندات حكومية للتقليل من حجم السيولة وفي حالة الكساد تقوم بشراء السندات

¹-قانون 04-03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 معدل ومتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، و المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 11 الصادرة في 19 فيفري 2003.

²-نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-96 مؤرخ في 22 جوان 1996 يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية الى الادخار عند اصدار قيما منقولة، ج ر عدد 36 صادرة في جوان 1997

والزيادة في السيولة العامة وذلك لتحقيق التوازن الكلي وكمثال عن القروض السندية القرض السندي الذي أصدرته الخزينة العمومية باسم القرض السندي لنمو الاقتصادي في 28 مارس 2016 والذي حدث فيه شروط وكيفيات إصدار هذا القرض السندي من خلال المادة الأولى التي تنص على أنه يحدد هذا القرار الشروط والكيفيات التي تصدر الخزينة العمومية وفقها القروض السندية تحت عنوان القرض السندي للنمو الاقتصادي، حيث إصدار هذا القرض بشكل سندات اسمية وسندات لحامله حسب اختيار المكتب، وذلك لمدة 3 سنوات وبفائدة 5% سنوياً و 5 سنوات بفائدة 5.75% بقيمة 50.000 مليون لكل واحد منها ومدة الاكتتاب في هذا القرض لمدة أقصاها 6 أشهر¹.

2- شركات الأسهم:

سمح المشرع الجزائري لشركات الأسهم خاصة كانت أو عامة بإصدار القروض السندية، حيث يمكن لكل شركات الأسهم أنشأت طبقاً للقانون التجاري الجزائري، إصدار القروض السندية للحدود التي يسمح بها القانون، ووفقاً للشروط والإجراءات المحددة في هذا القانون، وقد حصر المشرع الجزائري عملية إصدار القروض السندية على شركة المساهمة فقط ومنعه على الأشخاص الطبيعية حيث نص المادة 715 مكرر 82: «لا يسمح بإصدار سندات الاستحقاق إلا لشركة المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي أعدت ميزانية صادق عليها المساهمون بصفة منتظمة»، من خلال هذه المادة فيجب على الشركة التي تلجأ للاقتراض بواسطة القرض السندي أن تنشأ في شكل الشركات المساهمة فقط وذلك للحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها بدلاً من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة والتي من

¹ قرار المؤرخ في 28 مارس 2016 يحدد شروط والكيفيات التي تصدر الخزينة العمومية، وفقها سندات القرض الوطني للنمو الاقتصادي ج ر عدد 20 صادرة في 30 مارس 2016

شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد والذين يتدخلون في مقدار الربح المنتظر توزيعه بالإضافة إلى الشروط الأخرى نص عليها القانون التجاري¹ منها:

- لا يقل رأس مال شركة المساهمة الذي تم وفائه عن خمسة ملايين دينار جزائري في حالة علنية الادخار، ومليون على الأقل في حالة مخالفة².
- أن توزع على الجمهور سندات تمثل 20% من رأس مال اجتماعي للشركة.
- أن تكون الشركة قد نشرت الكشف المالية المصادقة عليها لسنتين ماليتين السابقتين اللتين تم من خلالهما تقديم الطلب، ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك.
- تقديم تقرير تقييمي لأصولها نحو عضو في المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير المندوبي حسابات الشركة.
- على الشركة تبرير وجود هيئة للمراقبة الداخلية، تكون محل تقييم من طرف مندوبي الحسابات في تقديره حول الرقابة الداخلية للشركة، وفي الحالة العكسية، يتعين على الشركة ان تلتزم بتعين هذه الهيئة خلال السنة المالية التي تلي قبول سندات في التداول في البورصة.
- يجب ان تكون الشركة قد حققت ارباحا خلال السنة المالية التي تسبق طلب قبول، مالم تقدر اللجنة خلاف ذلك.
- تلتزم الشركة كذلك بتعين وسيط يكلف بإجراءات القبول و الادخال، وعليه ان يتأكد من توافر الشروط المطلوبة في المؤسسة الرغبة في قيد اوراقها المالية كقرض السندي داخل البورصة، بجانب هذه الاشخاص السالفة الذكر (الدولة والهيئات المحلية، وشركات الاسهم)، توجد هيئات التوظيف الجماعي التي

¹-انظر المادة 715مكرر82 من القانون التجاري ، مرجع سابق

²-انظر المادة 594 من القانون التجاري مرجع سابق

تتألف من صنفين من المؤسسات هما شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصندوق المشترك للتوظيف.

الفرع الثاني: المستثمرون.

يعتبر المستثمر الطرف الثاني من أطراف العقد، يتولى شراء القرض السندي كما يمكن له القيام بعمليات البيع والشراء، وهدفه هو استعمال مدخراته المالية لتحقيق أرباح مستقلة، وهي الجهة التي تقوم بشراء السندات وبالرجوع إلى أحكام القانون التجاري المتعلق بورقة القيم المنقولة في الجزائر، نجد أنه يعد المستثمر في القرض السندي كل شخص أو هيئة خاصة أو عامة، قامت باكتتاب في هذه لقروض بعد إصدارها أوامر شراءها في البورصة وقت تداولها، وبهذا تتراوح دائرة المستثمرين بين الأشخاص طبيعية وأخرى معنوية مختلفة. يوجد بشكل عام نوعان من المستثمرين في القيم المنقولة وهم صغار المستثمرين وكبار المستثمرين، بالنسبة للصغار المستثمرين وتمثلهم العائلات، بينما هناك فئة أخرى من المستثمرين تعتبر قاعدة هامة لتواجدها في البورصة وتمثل في مؤسسات الاستثمار مثل هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة صناديق التقاعد وشركات التأمين... إلخ¹.

يمتلكون رؤوس أموال كبيرة يمكن استثمارها في الأسواق المالية: وهير

1- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: ²

تأسست هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في الجزائر في إطار سوق مالي "Organisme de placement collectif en valeurs mobilières" بمقتضى الأمر -

¹ - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2006، ص 67.

96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996¹ والمتعلق بهذه الهيئات 'تعد من أهم الهيئات الناشطة المحركة للسوق حيث تسعى إلى توفير السيولة التي تتطلبها والمحافظة عليها إلى جانب الاعتناء بتسيير حافضة صغار المدخرين' يميز القانون الجزائري بين نوعين من هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

- شركات الاستثمار ذات رأس مال المتغير (SICAV).
- الصناديق المشتركة للتوظيف (FCP).

أ- شركة الاستثمار ذات رأس مال المتغير:

تطبق عليها أحكام القانون التجاري الجزائري، تأخذ شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير ' شكل شركات مساهمة يتمثل دورها في تسيير حافضة القيم المنقولة بحساب الغير' ولا يمكن لهذه الشركة أن تتأسس إلا إذا اعتمدت قوانينها من طرف "COSOB" عملا بأحكام المادة (06) فقرة (02) والمادة (18) الفقرة (02) في الأمر 96-08 عملا للأحكام المادة المؤرخة في 10 جانفي 1996 المتعلقة بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة².

يتكون رأس المال أدنى لهذه الشركة والذي حدد بخمسة 5000.000 ملايين دينار جزائري، يتم اعتماد شركة استثمار ذات رأس المال المتغير من طرف هيئة تسيير بورصة القيم المنقولة بمقتضى القرار 01/98 المؤرخ في 31 مارس 1998، سميت هذه الشركة بشركة الاستثمار المالي السليم (SICAN SELIM)، قدر رأس مالها 12.000.000 دج موزع بالتساوي بين الشركة والمساهمين على التوالي الشركة الجزائرية للتأمين (SAA)، البنك الوطني الجزائري (BNA)، بنك التنمية المحلية (BDL).

¹- امر 96-08 صادر في 10 جانفي 1996 ، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه ت ج. ق. م) ، وبين (ش. ا. ر. م. م).

و (ص. م. ب) ، ج ر عدد 03 صادر في 14 يناير 1996

²- تواتي نصيرة، مرجع سابق، ص ص 40-50.

ب-الصندوق المشترك للتوظيف:

حسب المادة 13 من الأمر 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996¹ المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ، الصندوق المشترك للتوظيف لا يكتسب الشخصية المعنوية، يشترك في امتلاكه حاملي الحصص التي يتكون منها رأس المال هذا الصندوق ،تخول مهنته بنشر الأموال المالية والهدف من إنشائه هو تسيير حافظة القيم المنقولة ،ويتمثل المؤسسون في المسيرين، فالمسير مطالب بتقديم ضمانات كافية تخص التنظيم، الوسائل التقنية والمالية وكذلك الخبرة².

ويشترط عليه القانون امتلاك على الأقل 10% من حصص الصندوق بينما، مهمة مستودع الحصص والتي (تقوم) لصالح البنوك والمؤسسات المالية المعتمدة فتمثل في احتفاظ أصول الصندوق ،وتحسب هذه الحصص في شهادات اسمية سلمها المشترك لحامل الحصص ،ولا يسمح بتأسيس هذا الصندوق إلا بموافقة لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة ،التي تمنح الاعتماد إلى الصندوق بعد دراسة مشروع النظام المحرر بمبادرة المسير والمؤسسة المقدمة لها، وقد حدد مقدار مليون (1.000.000) دينار جزائري كـمبلغ أدنى لازم لتكوين الصندوق وذلك طبقا للمادة 03 من المرسوم التنفيذي 96-474³ المؤرخ في (28-12-1996)⁴.

يشكل أصول فئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في مجموع من مقادير متفاوتة من الأسهم والسندات، وذلك عملا بأحكام المادة 41 في الأمر 96-08 المؤرخ في 10

¹-انظر المادة 13 من امر 96-08 مرجع سابق

²- علي العمودي، المرجع نفسه، ص ص 169-170.

³-مرسوم تنفيذي رقم 96474 صادرة في 28 ديسمبر 1996 يتضمن تطبيق المواد 8 و23 من الامر 96-08 مؤرخ في 10 جانفي 1996 ، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت. ج. ق.م) (ش. ا. ر. م.م) و (ص.م. ت) ج ر عدد84 صادر في 29 ديسمبر 1996

⁴- أنظر علي العمودي، المرجع السابق، ص170.

جانفي 1996¹ على ان يتم تسديد الحصص الاصلية بأكملها بمجرد تأسيس الصندوق، وهذا بالإضافة إلى بعض الهيئات منها:

- **صندوق التقاعد:** الذي يقوم باستغلال أموال التي اقتطعها من أجور العمال والمنخرطين فيها، وتوظيفها في البورصة.
- **صناديق البطالة:** تقوم هذه الصناديق من اقتطاع أجور المنخرطين فيها بشكل منتظم، مقابل ضمان تقديم علاوات البطالة في حالة انقطاع هذا الأخير عن العمل، وتوظيفها في البورصة قصد تحقيق عوائد.
- **صناديق التأمين على الأخطار:** تقوم بتوظيف أموال بهدف الحصول على سيولة في البورصة، وقصد تحقيق عوائد، كذلك صناديق الودائع والضمانات تجمع الودائع وتوظفها في البورصة قصد تحقيق سيولة وفوائد.

الفرع الثالث: الوسطاء

يعتبر الوسيط الطرف الثاني في عملية التفاوض حول بيع أو شراء القرض السندي بين المستثمر والمصدر، وتم تأسيسها بموجب المرسوم التشريعي 10/93 بتاريخ 1993/05/23 ومهمتهم الوحيدة هي التفاوض حول القيم المتداولة من بينها القرض السندي²، ويعرف الوسيط على أنه شخص طبيعي أو معنوي متخصص في بيع وشراء الأوراق المالية على غرارها القرض السندي، ولممارسة نشاطه يجب أن يتحصل على ترخيص من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة، وهذه الأخيرة تشترط لتسجيل الوسيط بعض المعايير التأهيلية المتعلقة بكفاءته ونزاهته وصحته المالية، يخضع الوسطاء قبل

¹ - أنظر المواد 36 إلى 41 من الأمر 96-08 مرجع سابق

² - مرسوم التشريعي رقم 10/93 بتاريخ 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المتداولة يعد أول نص قانوني تطرق إلى وسطاء عمليات البورصة بتعريفها، ج ر ع 34، 1993.

دخولهم الى البورصة للقواعد تنظيمية صادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وتتكون من:

اولا - اعتماد الوسيط

كان المشرع الجزائري سابقا يسمح لكل من الاشخاص الطبيعية والمعنوية بممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة بعد الحصول على اعتماد اللجنة، حيث نصت المادة من المرسوم التشريعي رقم 93-10¹ واكدته المادة 4 من نظام رقم 96-03²، بتطبيق للنظام رقم 96-03 المتعلق بشروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة وبواجبتهم³، لكن ترجع عن ذلك بموجب القانون رقم 03-04 ومنع الاشخاص الطبيعية من ممارسة الوساطة، وذلك اسوة بالمشرع الفرنسي، واشترط شركات معنوية تنشأ خصيصا لغرض مباشرة نشاط الوساطة في الاوراق المالية وجاء ذلك بموجب المادة 04 من القانون 03-04 المعدل للمادة 6 من المرسوم التشريعي رقم 93-10⁴ وتتمثل في:

1- شروط اعتماد الوسيط: اشترط القانون الجزائري مجموعة من الشروط للاعتماد الوسيط التي حددتها المادة 6 من النظام رقم 96-03⁵ المتعلق بشروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة وهي كالتالي:

¹ جاء نصها: «يمكن ان يمارس عمل الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من اللجنة اشخاص طبيعيين او الشركات الاسهم تنشأ خصصا لهذا الغرض.»
² والتي تنص على: «لا يمكن ممارسة الوسيط في عمليات البورصة الا من طرف اشخاص طبيعيين او الشركات اسهم معتمدة من طرف اللجنة.»
³ تعليمية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-01 المؤرخة في 30 نوفمبر 1997 المتضمنة تحديد كيفية اعتماد الوسيط في عمليات البورصة.
⁴ وجاء نصها كما يلي: «يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من اللجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض و البنوك والمؤسسات المالية.»
⁵ نظام لجنة تنظيم عمليات بورصة ومراقبتها رقم 96-03 مؤرخ في 3 جويلية 1996 ، يتعلق بشروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة في رأسمال ادارة البورصة لقيم المنقولة ، ج ر عدد 87 صادر في 29 ديسمبر 1997 ، معدل ومتمم بموجب نظام 01-15 المؤرخ في 15 افريل 2015 ، المتعلق شروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة ج ر عدد 55 صادر في 21 اكتوبر 2015

1-1- شكل الشركة: في البداية اختار المشرع الجزائري شكل شركة الاسهم الشكل الوحيد الذي يجب ان تتبناه الشركة الرغبة في الحصول على اعتماد اللجنة للممارسة نشاط الوسطة من خلال المادة 6 من المرسوم التشريعي 93-10 قبل تعديلها، وكذا المادة 4 من النظام رقم 96-03 حيث سمح لكل من الشخص الطبيعي وشركات الاسهم، لكنه تراجع عن هذا الموقف في القانون رقم 03-10¹ بموجب المادة 4 منه المعدلة للمادة 6 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 التي جاء فيها « يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة ومراقبة من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض و البنوك و المؤسسات المالية.» و بذلك يكون المشرع قد ترك الحرية للاختيار الوطاء في اتخاذ اي شكل من الشركات التجارية².

1-2- رأسمال الشركة: وضعت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حد ادنى للرأسمال الذي يجب ان تملكه الشركة المرشحة للاعتماد بمليون دينار جزائري، الا انه قد يتغير من شركة الى اخرى بحسب النشاط الذي تطلب الشركة الاعتماد لأجله. 1-3- مقر الشركة: تلتزم الشركة ان يكون لها مقر في الجزائر وذلك لتسهيل اجراءات رفع الدعوي في حالة نشوب نزاعات بين اطراف العقد، وحماية السوق والمستثمرين من الشركات الوهمية، اما بنسبة لشركة الاجنبية التي ترغب في ممارسة الوساطة في الجزائر، ان تثبت امتلاكها لفرع لها في الجزائر.

1-4- ادارة الشركة: اشترط المشرع للجنة الوساطة الكفاءة في المسيرين، او على الاقل المسير المكلف بالإدارة العامة لشركة، وقد حددت معيار هذه الكفاءة بتوفر شروط التأهيل المنصوص عليها في المادة 5 من النظام رقم 96-03.

¹ قانون رقم 04-03 مؤرخ في 17 فيفري 2003، يعدل ويتمم مرسوم التشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة المنقولة، الجريدة الرسمية، عد 32 صادرة في 7 ماي 2003.

² لتفصيل اكثر انظر حملي نوار مرجع سابق ص 190 الى 192

١-5- التفرغ و التخصص : ويقصد بالتفرغ ان الشركة الت تطلب الاعتماد للوساطة ،ان تنشأ للممارسة غرض الوساطة فقط، وهذا ما نصت عليه المادة6 من المرسوم التشريعي رقم93- 10 التي عدلت بموجب المادة 4 من القانون رقم 03-04 حيث تنص على «.... من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض....»،الا انه لا يمكن فرض هذا المبدأ (التفرغ) على البنوك و المؤسسات المالية، التي تطلب الاعتماد للممارسة نشاط الوساطة لأنها تمارس نشاطين من جهة النشاط المصرفي ،ومن جهة اخرى الوساطة من خلال وجود قسم مستقل.¹

2- اجراءات الاعتماد

حددت اللجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبة السوق المالية ،مجموعة من اجراءات للاعتماد الوسيطاء وتتمثل في:

ب-1- ايداع ملف الاعتماد: يتوجب على الوسيط طلب الاعتماد لدى اللجنة ان يكون مرفقا بالوثائق التالية:

-وثيقة تثبت التزام مساهمة الوسيط في صندوق الضمان

-وثيقة تثبت اكتتاب الوسيط في عقود تامين، تضمن مسؤوليته تجاه الزبائن، وذلك لتجنب مخاطر ضياع واتلاف وسرقة الاموال.

-وثيقة تثبت التزام اكتتاب الوسيط في جزء من رأسمال شركة تسير بورصة القيم المنقولة، يكون مقدار الحصص المكتتب فيها لكل وسيط بقيمة 2 مليون دينار جزائري.

ب-2-دراسة الملف واصدار القرار بشأنه: بعد تلقي اللجنة ملف طلب الاعتماد، تتولى لجانها المتخصصة، دراسة و التحقق من توفر الضمانات المقدمة من طرف الوسيط المرشح للاعتماد، واذا رادت اللجنة اية نقص في الوثائق المقدمة تطلب استكمالها، وتبدي اللجنة رايها حوله، في اجل اقصاه شهر ابتداء من تاريخ استلام الطلب.

ب-3- حالة الموافقة على طلب اعتماد

اذا استوفى الملف كل الشروط اللازمة، تبدي اللجنة رايها بالموافقة على الملف وليس على طلب الاعتماد ذاته، الذي يؤجل الفصل فيه الى المراحل الموالية وتبلغ المعني بالأمر مع

¹-حمليل نواردة ص ص193 197 مرجع سابق

اشعاره برخصة التأسيس، ثم تأتي مرحلة التأسيس تطب اللجنة من الوسيط، الذي تمنحه رخصة التأسيس، استكمال الوثائق اللازمة للحصول على الاعتماد، ويودع الملف التكميلي لدى اللجنة لقاء وصل مؤرخ وممضي يسلم للمعني، ثم تليها مرحلة الاعتماد المؤقت الذي تملك فيه اللجنة أجل شهرين من تاريخ استلام الملف التكميلي، لإبداء موفقتها أو رفضها طلب الاعتماد و الرفض يكون معلل ، ويكون القضاء الاداري هو المختص في الطعن ضد قرار رفض اعتماد.¹

ثانياً-أنواع الوسطاء:

لا تتم العمليات المنجزة في البورصة على القرض السندي إلا من طرف الوسطاء حيث يمكن التمييز بين نوعين من الوسطاء:

1-الوسيط ذو النشاط المحدود:

في هذه الحالة يقتصر نشاط الوسيط على إنجاز أوامر زبائنه، حيث يتمثل في الوساطة والتفاوض على القيم المنقولة في البورصة لحساب الغير دون القيام بنشاط آخر.

2-الوسيط ذو النشاط الغير المحدود:

إضافة إلى قيامه بإنجاز الأوامر في البورصة، يرشد المستثمرين وبإمكانه تسيير محافظ المدخرين أو توظيف الأوراق المالية، ومنها القرض السندي لصالح الشركات المصدرة وكذا القيام بأي نشاط تحدده اللجنة.

3-نشاطات الوسطاء: للوسطاء عدة نشاطات نذكر منها:

- التفاوض لحساب الغير.
- الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة ومنها القرض السندي.
- التسيير الفردي لحافظه بموجب عقد مكتوب.

¹ حمليل نواره مرجع سابق ص ص 198 الى 201

- تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، يوظف القيم المنقولة والمنتجات المالية.

- ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب في مجموعة السندات المصدرة¹.

المطلب الثاني: الهيئات المنظمة لعملية القرض السندي.

لقد عدد المشرع الجزائري مجموعة الهيئات خاصة ضمن أحكام المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وكذا القانون رقم 04-03 المعدل للمرسوم السابق، هذه الهيئات تسعى إلى تنظيم السوق القيم المنقولة ومراقبتها عن طريق السهر خاصة على حماية المستثمرين من جهة وحسن سير القيم المنقولة، وشفافيتها من جهة، وترقية الاقتصاد الوطني من جهة أخرى، ونظرا لعجز الدولة بأساليبها التقليدية المألوفة عن تنظيم السوق المالي، لذا فوضت سلطة تنظيم السوق المالية لصالح الهيئة الإدارية المستقلة المسماة بلجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة (الفرع الاول) التي عرفت لاحقا بسلطة ضبط السوق، وزودت هذه الأخيرة بسلطات غير اعتيادية تمكنها من تنظيم السوق ومراقبة المتعاملين والمنتجات المالية، كما تتمتع بسلطة قمعية وردعية للمخالفين.

تستعين هذه الهيئة بأجهزة متخصصة تعمل تحت رقابتها تتمثل في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (افرع الثاني)، وجهاز آخر يتولى تسوية العمليات المنجزة يعرف بالمؤتمن المركزي على السندات (الفرع الثالث) .

¹- القانون رقم 01-97، تاريخ 18 نوفمبر 1997، المتعلق بمشاركة الوسطاء في رأس مال الشركات تسيير بورصة القيم المنقولة، ج ر ع 87، 1997، هذا القانون يحدد شروط التسجيل كمفوض للمتعاملين الذين يمارسون عملية الوساطة في البورصة.

الفرع الأول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

تأسست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وهي تعتبر أهم هيئة في بورصة القيم المنقولة في الجزائر، إذ أنها شكل السلطة الإدارية والمالية، وأعاد القانون 04/03 تنظيم السوق بإعادة تكييف لجنة تنظيم عملية البورصة ومراقبتها واعتبارها سلطة ضبط المستقلة، لها صلاحيات سن القاعدة القانونية وتنظيم السوق بقواعد مهنية وبذلك تخرج عن تصنيفات تقليدية للسلطات الإدارية، وبنصها على أنها هرم السوق المالية وقد خولها المشرع الجزائري عدّة صلاحيات وسلطات تسمح لها بتنظيم السوق ومراقبته بكلّ استقلالية عن السلطة التنفيذية.

1-تشكيلة اللجنة:

تتشكل هذه اللجنة من رئيس يمارس مهامه بشكل دائم وستة أعضاء غير دائمين، يعين هذا الرئيس لمدة أربع سنوات عن طريق مرسوم تنفيذي من مجلس الحكومة وباقتراح من وزارة المالية، أما الأعضاء الغير الدائمين فيتم تعيينهم من طرف وزارة المالية ولمدة أربع سنوات حسب توزيع التالي:

- قاضي يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
- الأستاذ الجامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.
- عضو يقترحه محافظ البنك الجزائري.
- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنوية المصدرة للقيم المنقولة.
- عضو يقترحه المجلس الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.¹

¹-أيت مولود فاتح مرجع سابق ص ص161 163

ونظرا لتدخل الحكومة لتشكيل اللجنة من خلال المادة 21 من المرسوم التشريعي 10¹/93، تعتبر استقلالية هذه اللجنة محدودة وذلك لعدم حريتها في تحديد أعضائها بدءا بأول هيكل للجنة صادر من الحكومة وليس بموجب الانتخاب، لذلك تعتبر استقلالية محدودة².

2- السلطات المخولة لهذه اللجنة:

خول المشرع الجزائري هذه اللجنة المجموعة من الصلاحيات والسلطات تتمثل في:

- **السلطة التنظيمية أو القانونية:** تعتبر من أهم السلطات التي تختص بها هذا اللجنة وذلك بوضع تنظيمات قانونية وإجراءات تنظيمية تتعلق أساسا بشروط قبول اعتماد الوسيطاء في عملية البورصة وتحديد القواعد المهنية المطبقة على هؤلاء الوسيطاء. الالتزام بنشر المعلومات الكافية فيما يخص إصدار القيم المنقولة عن طريق إعلان عام للإدخار وذلك على كافة الجمهور، أيضا شروط قبول القيم المنقولة في البورصة والتفاوض عليها، تسيير محفظة الأوراق المالية وكذلك القروض العمومية للبيع والشراء القيم المنقولة.

إن هذه التنظيمات الصادرة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة، تخضع إلزاما إلى المصادقة من طرف وزير المالية، يتم بعد ذلك نشرها للجريدة الرسمية³.

¹ - من خلال المادة 20 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدلة بموجب القانون رقم 04-03 كما يلي:
تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عملية البورصة ومراقبتها تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي» وعليه تتكون هذه الهيئة من:
الرئيس: المشرع عليها الوحيد القادر على اتخاذ قرارات اعتماد مؤسسات المقابلة الدخول إلى البورصة.
- القسم الإداري: مسؤول عن الشؤون الإدارية وتدوين أسس الملفات الخاصة بالعروض.
- المراقب: هو المسؤول عن التدخل في السوق المشرف عليها عموما وعليه حسن عملها.
- قسم تطهير السوق: يهتم بهيئات السوق، حيث تمنح اللجنة لأولا اعتمادا لإنشاء شركات استثمار برأس المال المتغير الذي يتم قبوله في 31 مارس 1998.

قسم المنازعات: المسؤول عن حل مشاكلي بين الطرفين العارضين والطلب.
قسم العمليات والمعلومات المالية:
هو المسؤول عن دراسة الملفات المؤسسات العارضة لأسهمها وتحليل حالتها المالية وتحديد معايير قبولها اعتمادا.

² لتفصيل أكثر انظر حميل نواره مرجع سابق ص 131 إلى 137
³ - شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، دار الأطلس، 1993، ص 144.

- سلطة الرقابة والتحقيق: تقوم هذه اللجنة بالتأكد لاحترام الوسيطاء في عملية البورصة للأحكام التنظيمية والتزام المؤسسات، كما لها الحق في الإعلان العام للدخار، بالإضافة إلى نشر جميع المعلومات الضرورية وتطابقها مع الواقع الفعلي، والقيام بالتصحيحات اللازمة للمخالفات التي تمت ملاحظتها، كما أنها تقوم بالتحري حول المؤسسات المالية والأشخاص المعنية لعملية التداول بالأوراق المالية في البورصة¹.

3- السلطة التأديبية والتحكيمية:

ضمن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة غرفة تأديبية وتحكيمية، تتألف من رئيس اللجنة، عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة وقاضيين يتم تعيينهما من طرف وزير العدل، ويتم اختيارهما على أساس كفاءتهما في المجالات الاقتصادية والمالية²، حيث يمكن لأعضاء هذه الغرفة التدخل بين الوسيطاء في عمليات البورصة من جهة وبين الوسيطاء والشركات المصدرة من جهة أخرى، ويتم اللجوء تحكيم هذه لحل النزاعات القائمة بين هؤلاء الأطراف بهدف الإسراع في خفض النزاعات والحفاظ على الأسرار المهنية، بحيث أن لهذه اللجنة الأهلية في تسوية أي ا خلال في الالتزامات المهنية والأخلاقية للوسيطاء وكذا كل مخالفة للنصوص التشريعية والتنظيمية المتعلقة بها.

برغم من كل هذه السلطات التي تتمتع بها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إلا أنها تتمتع باستقلالية محدودة وذلك نظرا لتبعيتها لجهاز التشريعي والتنفيذي، إلا أن القرارات التي تتخذها اللجنة قابلة لتنفيذ الفوري ودون الخضوع لأي من الرقابة الإدارية الخارجية وهذا ما يبرر استقلاليتها النسبية.

¹ - شمعون شمعون، نفس المرجع، ص 145.

² حمليا نواردة مرجع سابق ص 102 وما بعدها

الفرع الثاني: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

تعتبر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة جهاز من أجهزة البورصة، والتي كانت تسمى سابقا بشركة إدارة القيم المنقولة في المرسوم التشريعي رقم 93-10¹، فهذا الجهاز أوكل له القانون مهمة تسيير السوق والسهر على حسن السير العمليات في البورصة من بدايتها إلى تنفيذها وتسويتها نهائيا قبل تعديل 2003 الذي أناط من شركة مهمة تسيير عملية البورصة وتنفيذها داخل المقصورة وأسس مؤتمن المركزي للسندات الذي خوله مهمة تسوية العمليات بعد تنفيذها والسهر على تمام عملية الدفع والتسليم للأوراق المالية وتنظيم عملية المقاصة.

- تأسست شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بموجب المادة 15 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، خصص هذا المرسوم خمسة مواد لهذه الشركة تتعلق بتنظيمها من حيث رأس مالها أعضائها ومهامها².

1-تشكيلة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

كيف المشرع الجزائري شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بشركة أسهم في المادة 15 من المرسوم التشريعي 93/10، جعل المساهمين فيها هم الوسطاء في عملية البورصة المعتمدين من قبل اللجنة وذلك حسب المادة 02 من النظام رقم 97/01 التي تنص على: «إن شركة إدارة بورصة القيم المنقولة التي تدعى في صلب النص شركة والمنصوص عليها في المرسوم التشريعي 93/10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعلق ببورصة القيم المنقولة، هي عبارة عن شركة أسهم متأسسة من الوسطاء في عملية البورصة المعتمدين من طرف لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة»، وهم أشخاص معنوية وهي البنوك والمؤسسات

¹ انظر مرسوم التشريعي 93-10 مرجع سابق

² - علي العمودي، مرجع سابق، ص 168.

المالية، عددها 12 بنكا¹ ومؤسسة مالية تم اعتمادها من طرف لجنة (ت.ع.ب.م) كوسطاء في عملية البورصة بصفة انتقالية طبقا للمادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 وكذلك طبقا للمرسوم التنفيذي رقم 176/94².

وبما أن الحد الأدنى لمساهمة الوسطاء في رأس مال الشركة قدر بـ 02 مليون دينار جزائري وتأسست بذلك شركة (ت.ب.ق.م) برأس مال قدره 24 مليون دينار جزائري، لكن بتاريخ 15 جويلية 1990 قام الأعضاء المؤسسين للشركة بالتنازل عن حصتهم في هذه الأخيرة لصالح الوسطاء الماليين المعتمدين من طرف اللجنة.

حددت فئة الأشخاص المعنوية التي يمكن أن تعتمد لها لجنة التنظيم لمراقبة عملية البورصة بصفة انتقالية كوسطاء في عملية البورصة وهم البنوك المؤسسات المالية شركات التأمين، مستقرة قانونا في الجزائر، وكذا صناديق المساهمة، وعلى هذا يقدم هؤلاء الأشخاص المعنوية طلب الاعتماد لدى اللجنة كي تتمكن من مباشرة هذا النشاط.

¹تأسست شركة تسير بورصة القيم المنقولة في المرحلة الاولى (الانتقالية) سنة 1997 من الاعضاء الاتية اسمائهم

1الصندوق الوطني الجزائري C.N.M.A

2 البنك الوطني الجزائري B.N.A

3القرض الشعبي الجزائري C.P.A

4 بنك الفلاحة و التنمية الريفية B.A.B.R

5 بنك التنمية المحلية B.D.L

6الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط C.N.E.P

7 الشركة الجزائرية للتأمين واعادة التأمين C.A.A.R

8_الشركة الجزائري للتأمين الشامل C.A.A

9الشركة المركزية لإعادة التأمين C.C.R

10يونيو بنك UNIO BANKO

11 البنك الخارجي الجزائري B.E.A

12 لشركة الجزائرية لتأمينات S.A.A H

اما بعد المرحلة الانتقالية فتم تقليصها الى الستة هيئات المذكورين اعلاه وتنحية الباقين
² - أنظر المواد 15-61 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، المرجع السابق.

2- خصوصيات القانونية لشركات تسيير بورصة القيم المنقولة.

حدد المشرع الجزائري شكل شركات تسيير بورصة القيم المنقولة فهي شركة تجارية تأخذ كشركة الأسهم طبقا للمادة 15 من المرسوم التشريعي التي تنص على: «تولي شركة إدارة بورصة القيم المنقولة التي تكتسي شكل شركة ذات أسهم سير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة بمفهوم المادة 18 أدناه». وقد أكدت على ذلك لجنة التنظيم ومراقبة عملية البورصة من نظامها رقم 01/97 بنصها: «إن شركة بورصة القيم المنقولة التي تدعى في صلب النص شركة والمنصوص عليها في المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة هي عبارة عن شركة أسهم مؤسسة بين الوسطاء في عملية البورصة المعتمدين قانونا من طرف لجنة تنظيم عملية البورصة ومراقبتها وبالرغم من كون شركة تسيير بورصة القيم المنقولة شركة أسهم إلا أنها لا تتفق في إحكامها مع شركة المساهمة المنصوص عليها في القانون التجاري وذلك من عدة جوانب:

- **من حيث عدد الشركاء:** ولقد حدد المشرع الجزائري الحد الأدنى لعدد الشركاء في شركة المساهمة في سبعة أشخاص وهذا غير موجود في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة التي تأسست في مرحلتها الانتقالية بين 12 وسيطا ثم تم اعتماد أربع وسطاء في 15 جويلية 1999 وهذا يعد خرقا للمادة 592 من التقنين التجاري باعتبارها قاعدة أمر فجزاء مخالفتها هو البطلان، ولكن هذه الشركة بقيت قائمة.
- **من حيث طبيعة الشركاء:** في مرحلة تأسيس شركة تسيير بورصة القيم المنقولة لم تكن الساحة المصرفية قد عرفت بنوكا خاصة، بالرغم من فتح قانون 10/90 المتعلق بالنقد والقرض المجال أمام اعتماد بنوك خاصة ومؤسسات مالية خاصة

حيث أن أول بنك تم اعتماده هو بنطك الخليفة سنة 04/98 المؤرخ في 27 يولي 1998.

• أما من حيث نشاطها: فبالرغم من أن كل الشركات التجارية تهدف إلى تحقيق الربح وهذا الأمر لا يتوفر في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، كما لم تحدد مقدار العمولات التي تقبضها الشركة من العمليات التي تجرى في البورصة وذلك بموجب نص المادة 19 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي تنص على ما يلي: «تتلقى الشركة عمولات عن العمليات التي تجرى في البورصة وتحدد قواعد حسابها في لائحة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، حيث أصدرت اللجنة نظاما محددا فيه قواعد حساب العمولات التي تحصل عليها شركات تسيير بورصة القيم المنقولة وهو نظام رقم 01/98 الملغى بموجب نظام رقم 03/09 وذلك وفقا للنسب التالية:

- تداول سندات رأس المال من مبلغ المعاملات.

- تداول القروض السندية بـ من مبلغ المعاملات.

كل هذا بالإضافة إلى عدم قابلية أسهمها للتداول، فإذا توقف أحد الوسطاء عن ممارسة الوساطة طوعا أو جبرا يسحب الاعتماد منه، كما لا يمكن للوسيط التنازل عن أسهمه لغير أعضاء شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

في الأخير تخضع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة لرقابة لجنة التنظيم لعملية البورصة ومراقبتها، فهي السلطة العليا في السوق المالية، كما لا يمكنها تعديل قانونها الأساسي إلا بعد موافقة وزير المكلف بالمالية.

3- مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

تسعى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من خلال هذه المهام إلى حماية السوق وضمان سلامتها، ونزاهة العمليات وشفافيتها حتى تحمي النظام العام للسوق المالية، وذلك حسب نص المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، وتتمثل هذه المهام في:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاته.
- تنظيم عمليات المقاصة، المعاملات حول القيم المنقولة.
- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديد.
- نشر المعلومات الخاصة بالصفقات في البورصة.
- إصدار النشرة الرسمية للتسعيرات البورصة تحت مراقبة اللجنة.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء لعمليات البورصة.
- تنظيم انطلاق شركة تسيير بورصة للقيم المنقولة.

وأخيرا فإنّ هذه الشركة تسهر على احترام قواعد تنظيم السوق وسيرها والتسيير الفعلي للمعاملات التي تدور حول القيم المنقولة متداولة ونشر المعلومات الخاصة، كما أنها خضع لرقابة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والوزير المكلف بالمالية، وهذا ما يحد من استقلاليتها في ممارسة مهامها.

الفرع الثالث: المؤتمر المركزي على السندات.

في إطار استكمال البناء المؤسساتي للسوق المالية، وقام المشرع الجزائري بموجب القانون رقم 03-04 ويهدف خصوصا إلى تحديث نظام تسوية المعاملات التي تقع على السندات داخل البورصة أو خارج التسعيرة¹. إذ إن القانون رقم 04-63 المعدل والمتمم

¹- أنظر المادة 19 مكرر 1 والمادة 19 مكرر 2 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم، مرجع سابق.

للمرسوم التشريعي رقم 10/93 يعزز خيار إلغاء الدعامات المحسوسة من القيم المنقولة والقيد في الحساب، وذلك بوضع نظام مؤسساتي جديد للإيداع والقيد المركزي للسندات وتسييرها من خلال إنشاء مؤتمر مركزي على السندات، تتمثل وظيفته في حفظ السندات في حساب المنخرطين فيه وتنفيذ عمليات التسليم مقابل التسوية النقدية¹، وبذلك تم إزالة الكيان المادي للقيم المنقولة وإداعها لدى المؤتمر المركزي وتحويلها إلى قيود حسابية²، وقد تبنى المشرع نظام الإيداع والقيد المركزي بموجب القانون رقم 03-04 الذي يحقق العديد من المزايا لحامل القيم المنقولة والوسطاء، حيث يؤدي هذا النظام الجديد إلى تسهيل حصول مالكي السندات على حقوقهم المالي في مواجهة الجهة المصدرة وإتمام عملياته والشراء بينهم في وقت قصير دون إجراءات مطولة، كما يوفر هذا النظام للجهة المصدرة العديد من المزايا مثل توفير بيانات دقيقة عن مالكي السندات وتنفيذ العمليات المقررة عن القيم المنقولة مثل توزيع الأرباح والمستحقات المالية، وكذا حماية الأوراق المالية للجهة المصدرة من خطر التزوير والسرقة والتلف والضياع، وتخفيف الأعباء الملقاة عليها بقيد نقل ملكية الورقة المالية في دفاتها ومتابعة عمليات المقررة عليها.

أولاً: تأسيس المؤتمر المركزي على السند.

تنص المادة 19 مكرر واحد والمادة 19 مكرر 2 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم بموجب قانون رقم 03-04 مبدئين هامين:

الأول هو تحول الأوراق المالية ذات الدعامات المحسوسة إلى قيود حسابية، تحفظ وتدار بمعرفة وسطاء ماليين مرخص لهم بذلك، والثاني هو حلول الوسطاء الماليين محل

¹ هذا يعني أن الإلغاء المادي والقانوني للدعامات المحسوسة للدعامات المادية للأوراق المالية تبقى محفوظة في خزائن لا تتحرر ولا تجرى عليها عملية تسليم والتسليم فعلية، لكن العمليات الواردة عليها تجرى من خلال القيود الحسابية.

² فضلى هاشم، تداول الأوراق المالية والقيد في الحسابات، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2005، ص ص 11-12.

عملائهم بتنفيذ عقود التداول الواردة على القيم المنقولة وتنص المادة 19 مكرر 02 المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم: «تمارس وظائف المؤتمر المؤتمن المركزي على السندات من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم»، بموجب هذا النص استحدثت المشرع الجزائري نظاما للإيداع والقيود المركزي لضمان الأطراف وسيلة مساعدة للتسوية وذلك لتطوير السوق المالية في الجزائر والوصول إلى نظام آمن وسريع لتسوية عمليات تداول القيم المنقولة¹.

إن المؤتمر المركزي على السندات الشركة المهنية ذات طابع خاص خصها المشرع بأحكام قانونية، وقد اشترط أن تتخذ الشركة شكل شركة المساهمة، فالمؤتمر المركزي على السندات شركة مهنية تحمل التسمية التجارية، كما أن وضع قانون أساسي وتعديلا لهذه الشركة يخضع إلى موافقة وزير المالية بعد أخذ رأي لجنة تسير عملية البورصة²، ويتكون رأس مال المؤتمر المركزي على السندات المقدّر بـ 65 مليون دينار من مساهمات مؤسسات وهم البنك الخارجي، القرض الشعبي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، بنك مجمع صيدال، مؤسسة تسيير الفنادق الأوراسي، ومؤسسات الرياضة.

ولا يفتح رأس مال المؤتمر المركزي إلى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وتعتبر كلّ من الخزينة العمومية وبنك الجزائر المساهمين في الشركة بقوة القانون.

¹ - أنظر المادة 19 مكرر 1 والمادة 19 مكرر 2 من المرسوم التشريعي 10/93، ج.ر، عدد، 1993، وايت مولود فاتح، مرجع سابق ص 150.

² - أنظر للإستعلام عن المؤتمر المركزي على السندات: www.GOSOB.dz.

كما أن الانخراط في المؤتمر المركزي على السندات لا يسمح إلا بالوسطاء الماليين بالانضمام إليه. وتتص المادة 06 من نظام 03-01 المتعلق بنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات على أنه يمكن أن ينخرط في المؤتمر المركزي كل من البنك، المؤسسات المالية، والوسطاء في عملية البورصة (و.ع.ب) والمتخصصون هم الخزينة العمومية المرخص لها بممارسة النشاطات المتعلقة بتنفيذ الأوامر لحساب الغير ويتداول لحسابهم الخاص، والاكتتاب في مجموعة السندات المصدرة ومسك الحسابات والمقاصة وحفظ السندات وإدارتها¹.

أما بخصوص شطب من العضوية وطبقا للمادة 09 من نظام لجنة عمليات البورصة رقم 03/01 يفقد عضو الإيداع المركزي صفة العضوية حسب الحالات التالية بناء على طلبه، إما أن يتخلى عن النشاطات التي انخرط من أجلها في المؤتمر المركزي وإما باعتباره ماسك حسابات حافظ فيقرر توكيل ماسك حسابات آخر للقيام بكل المهام المنوطة له أو بجزء منها أو باعتباره مصدرا، فالقيم التي أصدرها قد تم شطبها من المركز المؤتمن المركزي².

بموجب عريضة من كل السلطة منحت الاعتماد، عندما يصبح منخرط غير مستوف للشروط التأهيل المطلوبة لممارسة نشاطه.

¹ - المادة 8 من نظام لجنة (ت.ع.م.ر) رقم 03-01، مرجع سابق، يلاحظ أن المادة 08 حددت الأشخاص التي يمكن أن تنخرط في هذا المؤتمر دون أن تحدد من هو الجهاز الذي يتخذ هذا القرار، لكن نشرت لجنة تنظيم عملية البورصة سنة 2003، أشارت إلى أن هذا القرار يتخذه مجلس الإدارة. ج.ر.ع، 73، 2003، المتعلق بنظام المؤتمن المركزي على السندات

² - أنظر المادة 09 من نظام اللجنة (ت.ع.ب.م) رقم 03-01، مرجع سابق.

وعندما يتوقف المنخرط عليه أن يعلن في هذه الحالة للمؤتمن المركزي برسالة موصى عليها مع وصل استلام في أقرب آجال وفي هذه الحالة يقوم هذا المؤتمن المركزي بإقفال الحسابات الجارية لهذا المنخرط¹.

ثانيا: مهام المؤتمن المركزي على السندات.

إن نظام الإيداع المركزي يقوم على فكرة تحول السندات من شكلها المادي المحسوس إلى قيد حسابي، يتم نقل ملكيتها بالتحول من حساب إلى حساب آخر، وتتمحور هذه المهام الواردة في نص المادة 19 مكرر 02 في حفظ السندات وتسيير الحسابات الجارية للسندات وإدارتها، وتسيير نظام تسوية السندات وتسليمها، وتتمثل هذه المهام في:

أ- حفظ السندات وتسيير الحسابات الجارية وإدارتها:

إنّ قيد السندات في الحساب مرتبط بإلقاء الكيانات المادية للقيم المنقولة ولا يعتبر القيد في الحساب من حقوق صاحب السندات ومن طبيعته، ومن طبيعة العلاقة التي تربطه بالشركة المصدرة، لأن التعديل ينصب على شكل سند من دعاماته المحسوسة إلى قيد حسابي وليس على جوهر الحقوق المرتبطة لحامل السند.

هذا ويقتصر نشاط المؤتمن المركزي على القيم المنقولة، باستثناء الأوراق التجارية وعلى هذا الأساس نصت المادة 12 من نظام لجنة تسيير عملية بورصة القيم المنقولة رقم 01-03 على أنه يمكن أن يقبل المؤتمن المركزي في عملياته:

- الأسهم وغيرها من السندات التي تتيح أو يمكن تتيح وصول مباشرة أو غير مباشرة إلى رأس مال أو إلى حقوق التصويت والقابلة للتحويل عن طريق تسجيل في الحساب أو المناولة في اليد

¹ - أنظر المادة 10 من نظام نفسه.

- سندات الدين المستحق الذي يمثل كلّ منها حق الدائنية على الشخص المعنوي الذي يصدرها والقابلة للتحويل عن طريق التسجيل في الحساب أو المناولة باليد.
- سندات الدين المستحق الذي يمثل كلّ منهما حق الدائنية على الشخص المعنوي الذي يصدرها والقابلة للتحويل عن طريق التسجيل في الحساب أو المناولة باليد باستثناء الأوراق التجارية وسندات الصندوق.
- حصص وأسهم هيئات التوظيف الجماعي لقيم المنقولة.
- السندات من نفس الطابع على أساس الحقوق الأجنبية.

ويجب أن تكون هذه السندات موافقة لسير الحسابات الجارية كما هو محدد، إضافة على أن يتم قبول السندات بقوة القانون عندما تكون مسجلة في سوق مقننة جزائرية ولا تكون قابلة للتحويل إلا عن طريق تسجيل الحسابات بموجب القانون أو الأحكام القانونية الأساسية أو عقد الإصدار¹.

هذا ويقوم المؤتمر المركزي بالترقيم القانوني للسندات التي قابلها وتكون محل حفظ، والذي يكتسي إما على شكل سندات اسمية أو سندات مجهولة الاسم لكن قابلة للتعريف بها يمسكها وسيط مالي.

تبدأ عملية الإداع المركزي بقيام شخص معنوي المصدر الورقة المالية بقيدها لدى المؤتمر المركزي الذي يقبلها في عملياته، فبالنسبة للإصدارات السابقة إذا أراد مالكها بيعها فعليه اختيار ماسك حسابات، حافظ حسابات الذي يقوم بفتح حساب لصاحبه بعد التوقيع على اتفاقية حساب تحدد مبادئ السير حساب السندات².

¹- أنظر المادة 12-13 من نظام لجنة (ت.ع.ب.م) رقم 01-03، مرجع سابق.

²- أنظر المادة 09 من نظام لجنة (ت.ع.ب.م) رقم 02-03 المؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بملك الحسابات وحفظ السندات، ج ر ع 73 في 2003/11/30.

فإذا كانت هذه السندات في الحساب إزالة الطابع المادي، فيجب زيادة على ذلك تقديم طلب تسجيل في الحساب وتسليم الشهادات الاسمية التي بحوزته، ويسلم له مسك الحساب وصلا بذلك، ويعد تصديق الشركة المصدرة على شهادات مالكيها بقيدها ماسك الحسابات في الجانب الدائن لحساب الشخص ويسلمه كشف حساب يشهد على تسجيل السندات التي تم تسليمها في شكل شهادات مادية وعلى ذلك يلتزم مالك الورقة المالية بتسليمها للمؤمن المركزي عن طريق أحد ماسكي الحسابات المنخرطين¹.

تسيير نظام تسوية السندات وتسليمها:

تعتبر عملية التسوية من أهم العمليات التي تتم في سوق البورصة القيم المنقولة، فالتسوية هي العملية اللازمة لاكتمال تداول القيم المنقولة انتقال ملكيتها وحصول أطراف الصفقات على حقوقهم لأن العمليات التي تتم في البورصة، ما هي إلا عقود بيع يفرض نقل ملكية القيم المعروضة في سوق التداول، ونقل الملكية لا يتم إلا بتنفيذ المتعاقدين الالتزام منهما تجاه الطرف المقابل بأن يسلم البائع السندات والمشتري-الثلث، وهذا ما يطلق عليه بتسوية العملية أي تنفيذ عملية البيع، إن عمليات التسوية في آخر حلقة ما سلسلة إجراءات عمليات تداول القيم المنقولة، وإن المشرع الجزائري بموجب القانون رقم 03-04 سندات نظام الإيداع المركزي كضمانة للأطراف ووسيلة مساعدة لتسوية وكان ذلك تماشيا ومواكبة للأسواق المالية للدول المتطورة، مما يضمن للمستثمرين لهم نظام أمن لتسوية عمليات تداول القيم المنقولة بما يشمله من يسير نقل ملكية السندات وتحويل الأموال، ويمكن تعريف التسوية بأنها مجموعة من الإجراءات التي كلف القانون على إتمامها نقل ملكية الأوراق المالية محل التداول في بورصة الأوراق المالية²، فإذا كانت إجراءات التداول هي تلك

¹- أنظر للاستعلام (ت.ع.ب.م) عن مسك الحسابات، حافظ السندات:

الإجراءات التي تتم قبل، يكتفي الإيجاب والقول في البورصة وتنتهي بتمام هذا الالتقاء، فإن إجراءات التسوية هي تلك التي تبدأ من نهاية إجراءات التداول في البورصة وحتى تمام التسديد في السجلات، وعلى ذلك فإذا كانت إجراءات التداول في إجراءات إنشائية لعملية البيع، فإن إجراءات التسوية في إجراءات تنفيذية لعملية البيع¹، وما خصائص إجراءات التسوية على أنها إجراءات بالزامية وتتسم بالسرعة وتسمح بالانجاز الآلي والمتزامن لتسوية السندات التي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء المؤهلين وتسليمها، وهي إجراءات تكتمل بموجبها عملية التداول والتعامل وتستقر المراكز القانونية لأطرافها.

إن عملية التسوية لا تجري من أطراف عقدوا البيع أو الشراء أو بين الوسطاء الماليين كل منهم في مواجهة الوسيط الآخر مباشرة، بل تجري بين وسيط مالي ما من جانب وشركة المؤتمن المركزي من جانب آخر، وحسب نص المادة 38 من نظام لجنة (ت.ع.ب.م) رقم 01-03، يرتكز نظام التسوية والتسليم على وظيفتين أساسيتين:

- التصديق على العمليات.
 - قيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية نقد في بنك الجزائر².
- وتمر هاتان الوظيفتان من جهة، بواسطة نظامين فرعيين للتصديق على العمليات، نظام فرعي لضبط الأوامر بين المتداوليين والوسطاء المؤهلين مصدري الأوامر.

هذا ويتأكد كل ذلك وفي إطار مهمة حفظ السندات يتأكد المؤتمن المركزي المرغوب من أن مبلغ حساب الإصدار يساوي في كل وقت مبلغ السندات المبينة في الحسابات الجارية للمنخرطين فيه، مع مراعاة السندات الموجودة قيد التخصيص والمسجلة في حسابات

¹- المرجع نفسه، ص165.

²-أيت مولود فاتح، مرجع نفسه، ص185.

مؤقتة¹، هذا وتتص المادة 17 من نظام لجنة (ت.ع.ب.م) رقم 01-03 أنه عندما لا يكون إصدار السندات المقبولة في عمليات المؤتمر المركزي كتابيا يحتفظ المؤتمر المركزي ماديا في خزائنه بالسندات المودعة لديه وعندما تكون هذه السندات اسمية فقط فإنها تسجل باسم المؤتمر المركزي الذي يتصرف في هذه الحالة كوكيل لمالكيها الحقيقيين وتضيف المادة 18 من النظام بنفسه على أنه «عندما يكون إصدار السندات المقبولة في عمليات المؤتمر المركزي إصدارا أجنبيا، فإن المؤتمر المركزي يحتفظ بالسندات حسب طريقة تداولها، إما مادي في خزائنه وإما في حساب مفتوح باسمه لدى مؤتمر مركزي الذي يتصرف في هذه الحالة كوكيل لمالكيها الحقيقية».

وعلى ذلك تنص المادة 19 من النظام نفسه على أنه: «يتأكد المؤتمر المركزي باستمرار، فيما يخص إصدار للسندات المذكورة في المادتين 17 و18 أعلاه والمقبولة في عملياته، من أي مجموع السندات في التي يجوزها في خزائنه أو في حساب لدى هيئة أجنبية تساوي مجموع الأرصدة التي يجوزها المنخرطون لديه في حساباتهم، كما يقوم المؤتمر المركزي بعمليات التدقيق الدورية في خزائنه ورقابة المستندات المحاسبية المستلمة من الهيئات المؤتمنة².

فالمؤتمر المركزي لا يتعامل مباشرة مع العملاء، حيث يتم الإبداع عن طريق قيام المالك بإيداع الأوراق المالية لدى ماسك الحسابات المنخرط الذي يقوم بإعادة إيداع هذه الأوراق في حسابه الجاري المفتوح لدى المؤتمر المركزي، حيث أن ماسك الحسابات تربطه علاقة عقدية مع زبونه الذي يضع حساب لصالحه وتربطه كذلك علاقة مع المؤتمر المركزي التي تكون موضوع اتفاقية انخراط تحدد واجبات و مسؤوليات كلاهما، حيث تنص

¹-المرجع نفسه، ص186.

²- أنظر المادة 15 و16 من نظام لجنة (ت.ع.ب.م) رقم 01-03، مرجع سابق.

المادة 20 من نظام لجنة (ت.ع.ب.م) رقم 01-03 على ما يلي: «يفتح المؤتمر المركزي حسابا جاريا أو أكثر من السندات من مؤسسة قبل انخراطها ويرمز إلى كل حساب جار يرمز المنخرط المخصص.

وتبدأ عملية المقاصة التي تتكلف بتنظيمها شركة (ت.ب.ق.م)¹ التسوية عند تنفيذ عمليات تداول القيم المنقولة سلسلة من الخطوات والإجراءات لاستكمال عملية نقل ملكية السندات ودفع ثمنها بأمان².

- وتتضمن هذه العملية الخطوات الرئيسية الآتية.
- التصديق أو التأكيد على تفاصيل عملية تداول القيم المنقولة.
- تسليم القدم المنقولة من البائع إلى المشتري.
- دفع الأموال من المشتري إلى البائع.
- عمليات التحويل الخاصة بتسليم السندات في الحسابات الجارية للمشاركين، وفي الحسابات التي يديرها المؤتمر المركزي.
- حركات النقود المطابقة في حسابات التسوية للمشاركين وفي الحسابات التي يديرها بنك الجزائر³.

في حالة عدم التسوية والتسلم تنص المادة 141 في نظام لجنة (ت.ع.ب.م) رقم 03-97 على ما يلي: «في حالة عدم تسليم سندات أو نقود وسيط في عمليات البورصة في التاريخ المنصوص عليه في النظام تضع (ش.ب.ق) وضعيات الوسيط المعني التي لا

¹ - انظر المادة 47 ومايليها من نظام اللجنة نفسه.

² - انظر المادة 20 من النظام نفسه.

³ - انظر المادة 130 من نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 03-97 مرجع سابق

يمكن حلها وضعية مقاصة معلقة¹، وتطبق المادتان 142 و 143 من النظام نفسه أنه تتولى شركة (ت.ب.ق.م) بانتظام مراقبة تسوية رؤوس الأموال وتسليم السندات التي تبقى معلقة² وإذا تعاون الوسط عن إتمام معاملة في البورصة في الآجال المحددة من طرف شركة (ت.ب.ق.م) يطرح بحله، وبذلك تخبر شركة (ت.ب.ق.م) لجنة (ت.ع.ب.م) فوراً بإجراء إعادة شراء العرض الذي يتم مباشرة يتحمل الوسط المحل كل خسارة الطرف الذي لحقه الضرر المقابل في المعاملة جراء عدم تسوية رؤوس الأموال بتسليم السندات³.

¹ - المادة 131 من النظام نفسه

² - المواد 43 و 44 و 45 من نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 01-03 مرجع سابق

³ - انظر المادة 141 و 142 من نظام اللجنة ت.ع.ب.م رقم 03-97 مرجع سابق

الفصل الثاني:

تقنية التمويل بالقرض السندي

تكتسي سوق القيم المنقولة أهمية كبيرة كونها تؤدي وظيفتين حيويتين، فهي سوق تمويلة تمنح للأصحاب العجز المالي فرص لتمويل مشاريعهم، كم تمنح فرص استثمار مميزة للأصحاب الفائض المالي، وذلك من خلال توظيف مدخراتهم ، في شكل قروض سندية

حيث تمر عملية طرح القرض السندي بمرحلتين: الإصدار في السوق الأولية ويتجمع فيها المصدر والمشتري مباشرة، ثم تأتي مرحلة التداول اين يقوم حامل السند بتوظيف سنده من اجل الحصول على قيمته عند الحاجة الى السيولة وهذا من خلال معرفة كيفية اصدار وتداول القرض السندي في السوق المالية (المبحث الاول) واخيرا معرفة الحقوق الناتجة عن حيازة القرض السندي بالنسبة لحامل القرض الذي يتمتع بمركز قانوني ضعيف (المبحث الثاني).

المبحث الأول: إصدار وتداول القرض السندي.

تشكل أسواق الأوراق المالية بتنظيماتها المختلفة الأولية منها والثانوية، ركنا أساسيا من أركان القطاع المالي، في أي اقتصاد تهدف إلى تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات من خلال أدوات مالية متنوعة الأشكال تصدر عن المشاريع المختلفة، فهي تلعب دورا أساسيا في تطوير وتنظيم أساليب التمويل المتوسط وطويل الآجال وتنقسم إلى سوق أولية وسوق ثانوية، فسوق الأولية أو سوق الإصدار: هي تلك السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكاتب الأول فيها (المستثمر) أو بين المقرض والمقترض فهي سوق تجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة بعد من قبل، أي تترجم العلاقة في هذه السوق عن طريق خلق أوراق أو التزامات مالية لم تكن قائمة أو متداولة من قبل، حيث تباع في هذه السوق جميع الإصدارات من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والأجهزة الحكومية للاستثمار العام ويعود عائد عملية بيع الأوراق الجديدة إلى شركات لتمويل التوسع الاستثماري.

وعليه فالسوق الأولية أو سوق الإصدارات، عندما ترغب شركة في الاقتراض أو الحصول على موارد مالية فإنها تلجأ إلى بنك الاستثمار لمساعدتها في بيع أوراقها المالية المصدرة لأول مرة، وعليه فبنك الاستثمار يخلق السوق الأولية من خلال تجميع المستثمرين والبائعين للأوراق المالية في حالة الإصدارات الجديدة، ويعد بنك الاستثمار السبيل الوحيد للإصدار بالإضافة إلى أسلوبين آخرين وهما الأسلوب المباشر والمزاد، فبالنسبة للأول: نقصد به قيام الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين لكي تباع لهم الأوراق المالية المصدرة أما المزاد فيقتصر على دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات، تتضمن الكميات والأسعار، ويتم قبول العطاءات المتضمنة أعلى سعر حتى تنتهي بالكمية المصدرة. لذا قسمنا هذا المبحث إلى مطلبين: لإصدار القرض السندي مطلب أول، وكيفية تداوله مطلب ثاني.

المطلب الأول: إصدار القرض السندي.

يتم إصدار القرض السندي في السوق الأولية وهي تجمع مباشرة بين مصدر الورقة المالية المقترض والمستمر المقرض مشتري هذه الورقة المالية، والتالي يخضع إصدار القرض السندي للإجراءات البيع الفرع الأول ويكون مسعرا في البورصة الفرع الثاني والنهاية البيع تكون المقاصة والتسوية بين الطرفين الفرع الثالث.

الفرع الأول: شروط اصدار القرض السندي

نظرا لخطورة عملية الاقتراض بواسطة طرح القرض السندي للاكتتاب، سواء بصفة مغلقة أو أمام الجمهور، نجد القوانين المقارنة ومعها القانون الجزائري تنص على وجوب توافر جملة من الشروط لإصدارها، تضيف نوعا من الائتمان على العملية خصوصا في جانب الادخار وهذه الشروط تنقسم إلى شروط تتعلق بالهيئة المصدرة وشروط أخرى تتعلق بالسند في حد ذاته تتمثل في:

أولا- إصدار قرار من الجمعية العامة للشركة يقضي بإصدار القرض السندي:

يرجع قرار إصدار القرض السندي للجمعية العامة العادية، لأن مثل هذا القرار لا يؤدي إلى تعديل في رأس مال الشركة¹، وبالتالي تعديل في قانونها الأساسي، وبالتالي يتجاوز سلطات المسيرين،² وبذلك القانون التجاري الجزائري ينص على أن: « تكون الجمعية العامة للمساهمين مؤهلة وحدها لتقرير إصدار سندات الاستحقاق وتحديد شروطها أو السماح بذلك³. ويجوز لها أن تفوض سلطاتها إلى مجلس الإدارة، أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين». ولقد نص قانون الشركات الفرنسي على نفس قانون الجزائري، وتناول هذا الشرط كذلك قانون الشركات المصري بنصه على وجوب صدور قرار صريح من

¹ - أنظر محمد يوسف ياسين المرجع السابق، ص48.

² - أنظر ايت مولود فاتح مرجع سابق ص76

³ - أنظر المادة 715 مكرر 84 من القانون التجاري الجزائري.

الجمعية العامة للمساهمين بالموافقة على طرح سندات للاكتتاب¹، ويلاحظ من خلال ذلك أن القانون الفرنسي يبين نوع الجمعية العامة المؤهلة بتقرير الإصدار وهي العادية، في حين أن القانون الجزائري لم يبين ذلك، وإنما يستنتج وذلك بالرجوع إلى المادة 715 مكرر 116، التي جاء فيها أن تقرير سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم ترجع للجمعية العامة غير العادية لأن مثل هذا القرار يعدل من رأس مال الشركة هذا من جهة²، ومن جهة أخرى فالقانون الجزائري يرخص للجمعية العادية تفرض كل سلطاتها بما فيها تقرير الإصدار وتحديد شروطه، فالمشرع الجزائري أبقى مبدأ الإصدار للجمعية العامة بشكل مباشر أو غير مباشر بتفويض القرار لمجلس الإدارة³، إلا أنه ترد استثناءات على هذا الشرط حيث لا يمكن تطبيق أحكام المادة 715 مكرر 84 على الشركات التي يكون موضوعها الأساسي إصدار سندات ضرورية للتمويل القروض التي تمنحها.

ثانيا- وجوب أن يصدر القرض السندي عن شركة ذات أسهم (SPA) أو هيئات من القانون العام:

القوانين أن تصدر القروض السندية عن شركات المساهمة⁴ أو الخزينة العمومية وقد أجازة ذلك لشركات التوصية بالأسهم ومنعته على الأشخاص الطبيعية، وسار على نحوها القانون المصري وذلك من المادة 1/34 من اللائحة التنفيذية لقانون التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، في حين نجد القانون الجزائري لا يسمح بإصدار القروض السندية سوى شركات المساهمة أو الخزينة العمومية حيث نص المشرع الجزائري: «لا يسمح

¹ - أنظر المادة 1/49 من قانون الشركات المصرية.

² - انظر المادة 715 مكرر 116 من القانون التجاري الجزائري.

³ - المادة 715 مكرر 84 من القانون التجاري.

⁴ - محمد يوسف ياسين، مرجع سابق ص 48.

بإصدار سندات الاستحقاق إلا لشركات المساهمة...»¹. من خلال المادة 517 مكرر 82 من ق.ت.ج، يجب على الشركة المصدرة للقرض السندي أن تتبنى شكل شركة المساهمة، وبذلك يكون المشرع الجزائري قد استثنى؟ شركات الأشخاص لأن مسؤوليتهم تضامنية وحصرها في شركات المساهمة التي تتطلب أموال كبيرة وتكون مسؤولية محدودة في حدود ما قدمه فقط بالرجوع إلى المادة 30، نظام العام رقم 97-03 فإنه ولا يقبل في التداول في البورصة إلى القيم المنقولة الصادرة في الشركات بالأسهم طبقا للقانون الجزائري.

3- وجوب أن تكون هذه الشركة موجودة منذ سنتين وأعدت ميزانيتين صادق عليها المساهمون بصفة منظمة:

لقد نص (ق.ت.ج) على شرط خلال فقرة 2 و 3 من المادة 715 مكرر 82 من ق.ت.ج بنصه على أنه لا يسمح بإصدار سندات الاستحقاق إلى شركات المساهمة بصفة منتظمة²، ومن خلال هذه المادة فإذا تحولت شركة ذات المسؤولية محدودة إلى شركة المساهمة فيجب أن تمر مدة سنتين على هذا التحول لكي تتمكن من الإصدار ونفس الشيء في حالة الدمج والحكمة من هذا تقرير هذا الشرط هو تمكين الراغبين في الاكتتاب من الاطلاع على النشاط الاقتصادي للشركة المصدرة، من خلال رقم أعمالها الذي بواسطته تثبت وضعيتها قبل الشروع في الاكتتاب، ولكن هناك بعض الاستثناءات التي أقرتها المادة 715 مكرر 82 ق.ت.ج بنصها على أنه: «لا تطبق هذه الشروط على إصدار سندات الاستحقاق التي تستفيد إما ضمانا من الدولة أو من أشخاص معينين في القانون العام أو ضمانا من شركات من شركات تستوفي الشرط المنصوص عليه في الفقرة أعلاه ولا تطبق هذه الشروط كذلك على إصدار سندات القرض المرهونة بموجب سندات.

¹- مصطفى كمال طه، المرجع السابق، ص ص 44-45.

²- الفقرة 2 من المادة 715 مكرر 84 من القانون التجاري

لذا فلا يجوز للشركة اللجوء إلى الاقتراض عن طريق القرض السندي إلا بعد مرور سنتين على الأقل من تأسيسها، ويمكن تبرير ذلك عن طريق إعداد ميزانيتين متتاليتين مصادق عليهما من قبل الجمعية العامة للمساهمين¹.

دين على ذمة الدولة أو على ذمة الأشخاص المعنويين الخاضعين للقانون العام². وأن تكون قد نشرتميزانيتين صادق عليها المساهمون بصفة منتظمة حتى يتسنى للجمهور معرفة المركز الحقيقي للشركة قبل الإقدام على الاكتتاب فيها.

4- أن يكون رأس المال الشركة المكتتب فيه من المساهمين قد دفع بكامله قبل اصدار القرض السندي:

إذا ما غير المقبول أن تقدم المؤسسة العامة او الخاصة على الاقتراض قبل أن تستوفي من مساهميها كل المبالغ التي تعهدوا بدافعها، فإذا أصدرت الشركة قروض سندية قبل دفع رأس المال بكامله فإن هذه السندات تكون باطلة³. كما أنه لا يمكن القبول بأن رأس مال الشركة غير كاف لتحقيق أغراضها قبل أن يكتمل، وبالتالي يجب دفع رأس مال الشركة المكتتب به بالكامل قيد إصدار القرض السندي وقيمه مليون دج في حالة الاكتتاب المغلقو خمسة ملايين دينار جزائري في حالة الاكتتاب العلني على الجمهور الواسع يوم الدخول الى لبورصة.

¹ - أنظر فوزي محمد سامي، شرح القانون التجاري، الجزء الرابع، دارمكتبة التربية، بير، 1998، ص220.

² - أنظر الفقرة 2 و3 من المادة 715 مكرر 82 من القانون التجاري الجزائري.

³ - أنظر إلياس ناصف، مرجع سابق، ص91.

5- عدم تجاوز قيمة القرض المطلوب صافي أصول الشركة الموجودة بحسب آخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العامة:

بحيث يشترط ألا تزيد قيمة للسندات التي سبق للشركة إصدارها مضافا إليها الإصدار المقترح للسندات الجديدة على صافي أصول الشركة وقت الإصدار حسبما يحدده مراقب الحسابات وفقا لآخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العامة، لأن الميزانية تمثل الضمان العام لدائني الشركة، فلا يجوز أن يزيد القرض عن مقدار هذا الضمان حتى لا يتعرض أصحاب السندات لخطر الضياع حقوقهم¹. وبالتالي يجب أن لا يتجاوز قيمة القرض السندي التي تم إصدارها رأسمال الشركة المدفوع حتى لا يتعرض حملة سندات القرض لخطر ضياع أموالهم عند إخفاق الشركة ورأسمالها المدفوع هو مجموع المبالغ المسددة من الأسهم المكتتب بها².

بالإضافة إلى شروط خاصة بالقرض السندي:

– ان تعادل قيمة القرض السندي مائة(100) مليون دينار جزائري على الأقل يوم الإدخال.

– توزيع السندات موضع طلب القبول على مئة (100) مكتتب على الأقل يوم الإدخال.

– قيم القروض المصدرة من قبل الدولة غير ملزمة بالحد الأدنى ولا بقيمة الإصدار ولا بعد المكتتبين.

¹ - أنظر سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص132.

² - المادة 715 مكرر 86 من القانون التجاري مرجع سابق

لقد تم سنة 2012، إعادة النظر في شروط الإدراج المتعلقة بالسندات بشرط وحيد إلا تقل قيمة السندات الجارية عن 500,000,000، بالإضافة إلى الشروط الأخرى المذكورة أعلاه.

الفرع الثاني: إجراءات اصدار القرض السندي

لابد على الشركة المصدرة لقرض السندي اتباع جملة من الاجراءات التي حددها المشرع الجزائري وتتمثل في ضرورة رجوع الشركة المصدرة للبنوك لتوظيف سندات من جهة، ومن جهة اخرى، في اتباع اشهار شروط الاصدار

اولا: ضرورة الرجوع الى بنوك او شركات البورصة لتوظيف القرض السندي:

ان اصدار القرض يمكن ان ينجز من قبل الشركة المصدرة بطرحها لاكتتاب بصفة مغلقة، معنى تبحث عن نفسها عن مكنتيين، ولكن في غالب الاحيان تلجا شركات المساهمة او الخزينة العمومية الى الادخار العام بمعنى طرح سندات لاكتتاب العام امام الجمهور . ولقد نظم المشرع الجزائري الشروط ، والاجراءات الشكلية لإصدار سندات الاستحقاق في نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (ل.ت.م.ع.ب) رقم 96-02 الموافق ل 22 يونيو 1996 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية الى الادخار عند اصدارها لقيم منقولة ، حيث تنص المادة الاولى منه على انه " يحدد هذا النظام تعريف ال شروط و الاجراءات العملية المرتبطة باللجوء العلني الى الادخار عند القيم المنقولة طبقا لأحكام المواد 31-40 الى 43 من المرسوم التشريعي المؤرخ في 23 ماي 1993 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة .

كما تولت المادة الثانية من هذا النظام تحديد مفهوم الطابع العلني للجوء الى الادخار ، حيث جاء فيها " ان الطابع العلني للجوء الى الادخار :

_ توظيف الاصول المالية بحجم يتعدى دائرة محدودة من الاشخاص .

_ قبول الاصول للتداول لدى بورصة القيم المنقولة .

-اللجوء الى البنوك الو الى المؤسسات المالية او الوسطاء في عمليات البورصة واما الى اساليب الاشهار العادي واما الى السعي المصفي

:

1. استيفاء إجراءات الإشهار، حيث إذا لجأت الشركة إلى علانية الإصدار فيجب عليها استيفاء إجراءات الإشهار لإصدار سنداتها وقد نصت على ذلك القانون التجاري الجزائري الذي جاء فيها: «إذا لجأت الشركة علنية إلى الادخار فيتعين عليها قبل افتتاح الاكتتاب القيام بإجراءات الإشهار»¹. وتحدد إجراءات الإشهار عن طريق التنظيم

2. ولقد تولى المرسوم التنفيذي رقم 95-438 المتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات في القسم الثالث منه، تحت عنوان إجراءات إشهار سندات استحقاق في حالة الدعوة العلنية إلى الادخار في المادة 20 منه التي جاء فيها: تتم إجراءات الإشهار كما تنص عليها المادة 715 مكرر 86 من القانون التجاري بواسطة إعلان ينشر في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية قبل الشروع في عمليات الاكتتاب وقبل أي إجراء يتعلق بالإشهار. وأهم البيانات التي يشملها هذا الاعلان، تلك الخاصة بتعريف الشركة، مبلغ الإصدار، القيمة الاسمية لسندات القرض، نسبة حساب الفوائد، ونمط وكيفية الدفع، فترة التسديد وشروطه، وضمانات اصدار القرض السندي عند الاقتضاء

3. وقد ذكرت المادة 2/20 من المرسوم التشريعي الجزائري رقم 93-08 السالف الذكر البيانات الواجب إدراجها في هذا الإعلان². أما إذا كان الإصدار مغلقا فلا يطلب من الشركة أي إجراء لإشهار القرض السندي. ويجب على الشركة المصدرة ان تعرض

4.

5. مذكرة إعلامية على اللجنة للتأشير عليها وأيضاً يتعين حصول الشركة المصدرة على تصديق لجنة عمليات البورصة وتنظيمها

¹ - المادة 715 مكرر 86 من قانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² - بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص 22

6. وحسب نص المادة 21 يرفق الاعلان بما يأتي:

- نسخة من الحصيلة الاخيرة التي توافق عليها الجمعية العامة للمساهمين ويصادقها ممثل الشركة القانوني.

- اذ ضبطت هذه الحصيلة في تاريخ يسبق تاريخ عملية الاصدار بمدة تتجاوز عشرة اشهر، يعد جدول خاص بأصول الشركة وخصومها مدته عشرة اشهر، تحت مسؤولية مجلس الادارة، ومجلي المديرين او المسيرين حسب الحالة.

- المعلومات المتعلقة بسير اعمال الشركة منذ بداية السنة المالية الجارية وعند الاقتضاء، السنة المالية السابقة، اذ لم تتعد الجمعية العامة العادية ، المدعوة الى فصل الحسابات. واذا تم اصدار القروض السندية تكون مضمونة من الدولة او من اشخاص القانون العام، او في حالة المنصوص عليها في الفقرة 3ك من المادة 715

مكرر 82، وام يتم اعداد اية حصيلة بذلك في الاعلان¹

¹يشمل هذا الاعلان البيانات الآتية:

-تسمية الشركة متبوعة برمزها، ان اقتضى الامر

-شكل الشركة

-مبلغ رأس مال الشركة

-عنوان مقر الشركة

-رقمي التسجيل الشركة في السجل التجاري والمعهد الوطني المكلف بالإحصائيات

-موضوع الشركة باختصار(الاصح غرض الشركة)

- تاريخ انتهاء اجل الشركة العادي

-مبلغ القرض السندي القابل لتحويل في شكل اسهم تصدرها الشركات عند الاقتضاء

-المبلغ الذي يتم استهلاكه من القرض السندي الاخر التي وقع اصدارها مقدما وكذلك الضمانات التي منحت اياها

-مبلغ القروض الخاصة بالقرض السندي التي تضمنها الشركة اثناء عملية اصدار الجزء المضمون من القرض عند الاقتضاء

- مبلغ الاصدار

-القيمة الاسمية القرض السندي الذي ينبغي اصدارها

-نسبة حساب الفوائد ونمطه، والمنتجات الاخرى، وكيفية الدفع

- فترة التسديد وشروطه، وشروط اعادة شراء القرض السندي ان اقتضى الامر

- ضمانات القرض السندي ان اقتضى الامر

-اذا تعلق الامر بالقرض السندي القابل لتحويل الى اسهم فان الاعلان يتضمن حينئذ اجل واجال الاختيار الذي يمارسه حاملون لتحويل قروضهم، كما يتضمن اسس عمليات هذا التحويل والاصح ان ينص المشرع على(اجل او اجال) ويحمل الاعلان توقيع لشركة

الفرع الثالث: صور اكتتاب القرض السندي

إن عملية إصدار السندات تكون إما عن كريق الاكتتاب الخاص أو عن طريق الاكتتاب العام.

1-الاكتتاب الخاص:

إذا تم إصدار السندات عن طريق الاكتتاب الخاص، فإن المؤسسة المصدرة تبحث مباشرة عن حملة السندات المتمثلة في المؤسسات ولا تتقيد بأية شروط عند الإصدار ما عدا الشروط من الناحية القانونية.

ويختلف الاكتتاب الخاص عن الاكتتاب العام كون الأسلوب الأول في هذه الحالة تتوجه المؤسسة إلى إصداره بطرح سندات على البنوك والمؤسسات المالية والمؤسسات ولا يمكن للأفراد الاكتتاب فيه، حيث تتم عملية عن طريق المزايدة من خلال عطاءات انطلاقاً من السعر الأعلى ثم الذي يليه وهذا في نهاية العملية، وعليه يقصد بالاكتتاب الخاص. بيع السندات إلى المؤسسات المالية وهو يقع بين التمويل المعرض والتمويل المباشر من السوق المالية حيث تتم دعوة عدد محدود ومعروف من المستثمرين المؤسساتيين لتقديم عروض بمعنى يكون الاكتتاب الخاص على المؤسسات المالية المعروفة ومحددة مسبقاً، وتلجأ المؤسسات إلى هذا الأسلوب إذا كانت ظروف السوق لا تتناسب الطرح العام من حيث انخفاض السيولة أو محدودية شهرة المؤسسة لدى الجمهور مما يهدد بفشل عملية الاكتتاب، كما يمكن اللجوء إلى هذا الأسلوب لانخفاض تكلفة أو لتقاضي متطلبات الإفصاح التي تفرضها هيئات أسواق الإشراف على الأوراق المالية أو لتجنب تعد إجراءات وطول مدة التحضيرية¹ وقد أصدرت مؤسسة سوناپراك في ديسمبر 2003 قرضاً سندياً لكنه موجه

¹ - محمد شكرين، مرجع سابق، ص 83.

للمستثمرين المؤسستين تم تداوله بالتراضي بين المستثمرين المؤهلين وهو بمبلغ 5 مليار دينار وبمعدل فائدة 4%.

كذلك قامت مؤسسة سونلغاز سنة 2004 طرحت المؤسسة قرضا سنديا موجه للمؤسستين بقيمة 20 مليار دينار.

كما طرح سنة 2005 قرض سندي موجه للمستثمرين المؤسستين رفض مبلغ 10 ملايين دينار بفائدة متزايدة وأيضا سنة 2006 رفضت المؤسسة مبلغ 11.65 مليار دينار من خلال قرض سندي موجه للمستثمرين وأيضا مؤسسات قطاع أصدرت 4 قروض سنديّة بين سنة 2004 و 2006 هما قرضان موجهان للمستثمرين المؤسستين، الأولى في شهر ديسمبر بقيمة 4.4 دينار لأجل استحقاق تتراوح بين سنة و 5 سنوات وبمعدل فائدة متزايد كما أصدرت مؤسسة اتصالات الجزائري قرضين سنيين: الأول في شهر نوفمبر 2005 موجه للمستثمرين المؤسسين بقيمة 6.5 مليار دينار مجزء إلى شطرين الأول بقيمة 3.35 مليار دينار لأجل استحقاق سنتين بمعدل فائدة 2.75% والثاني بقيمة 3.15 مليار دينار لأجل استحقاق ثلاث سنوات وبمعدل فائدة 3%, ثم العديد من المؤسسات الجزائرية كمؤسسة سونلغاز، مؤسسة سيفتالومؤسسة "دحلي"، أخيرا مؤسسة حداد.¹

ب-الاكتتاب العام:

يعرف الاكتتاب العام على أنه طرح موجه للجمهور يتم فيه الاكتتاب بالسندات المطروحة، يحصل عندما تعمل الدولة على إصدار السندات وتوجيهها إلى الأشخاص الطبيعية والاعتبارية للاكتتاب فيها.

¹ علي العمودي مرجع سابق ص 188

إذا تم إصدار القرض السندي عن طريق الاكتتاب العام، تلجأ المؤسسة إلى العرض العمومي للاذخار، وفي هذا السياق تطلب لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) من المؤسسة المصدرة للسند.

بموجبه يتعين على المؤسسة عند إقرارها لعملية إصداره اختيار بنك أو مجموعة من البنوك والمؤسسات المالية تحت إشراف بنك واحد (رئيس الصف) من أجل تسهيل عمليات الاكتتاب لصالح عامة الجمهور، الأفراد، ومختلف مؤسسات والهيئات) وذلك بعد تخطيها لخطوة استباقية تتمثل في القيام بحملة دعائية وإشهارية تظهر من خلالها مجموعة من البيانات تتمثل في شرط القرض، ومزاياه، وتاريخ فتح الاكتتاب، وتاريخ انتهاء العملية وفي حالة تعذر بيع كل السندات تتعهد البنوك بشراء الجزء غير المكتتب.

تجدر الإشارة إلى أن المؤسسة التي تتبنى الاكتتاب العام من أجل طرح القرض السندي، مفروضا عليها أن تدرج السندات المجزأة منه من البورصة، تسعرياً، حيث يستوجب على المؤسسة أن تراعي حملة من الشروط المتعلقة بذلك، وفيما يتعلق بالتكاليف المتعلقة بالقرض السندي حيث يمكن ب بلورتها في:

- التكاليف المغلقة بالاستشارات والقيام بالدراسات.
- مختلف المصاريف والعمولات المدفوعة لبنوك الوسطة في عملية الإصدار.
- تكاليف الإشهار وطباعة الملصقات والمطبوعات.
- التكاليف المتعلقة بدراسة الملف من طرف سلطة مراقبة البورصة عند إدراج السندات وتسعيرها.

ويقصد بالاكتتاب العام طرح السندات للاكتتاب من الجمهور الواسع والميزة الأساسية لهذا الأسلوب، وأن السند سيتم تداوله ويحدد سعره في السوق ويتم توزيع القرض السندي

على شريحة واسعة من المكتتبين، يتم طرح العام من قبل مصرف يتولى تقديم المشورة للمؤسسة ويتولى الإشراف على العملية، بتكوين لجنة من عدد من المصاريف يتولون مسؤولية توزيع السندات في السوق الأولية في مقابل عمولة، وهذا لما تملكه المصارف من جهاز إداري ومحاسبي خبير ومتمرس للقيام بمثل هذه الأعمال ولإمكانياتها المالية، ويمكن لهذه اللجنة أن تقوم بضمان توظيف كل الأوراق المالية وتسده كامل مبلغ القرض للمؤسسة المصدرة في تاريخ محدد في حال لم يتم الاكتتاب في كامل السندات من قبل المستثمرين، كما تتولى هذه اللجنة الترتيب مع الوسطاء الماليين للعمليات تداول السندات، كما تساهم المصارف في تقديم الاستشارة للمؤسسات المصدرة للسندات¹.

يتطلب طرح العام مخاطبة الجمهور العريض من خلال حملة إعلانية للترويج للسندات لفترة من الزمن، تهدف هذه الحملة إلى توضيح الخصائص المتعلقة بالسندات المعروضة للاكتتاب وأماكن بيعها والغرض الذي يستخدم فيه الأموال والضمانات المقدمة، إضافة إلى كل المعلومات التي تتعلق بالوضع المالية للمؤسسة، حتى يتمكن المكتتبون المحتملون من تكوين صورة حول القدرة الائتمانية للمؤسسة وعلى المؤسسة استخدام كل الوسائل التي تحقق هذا الهدف، هذا ما يتطلب تكاليف لتحقيقه².

ولقد قامت مؤسسة سوناطراك في تقديم اكتتاب عام الموجه من قبل الجمهور سنة بإصدار قرض السندي في سنة 1998 بمقدار 13% مدته 5 سنوات، يسدد دفعة واحدة في تاريخ الاستحقاق.

كذلك قام مؤسسة سونلغاز بإصدار قرض سندي بين سنتي 2004 و 2008 خمسة قروض سنديّة موجه للجمهور العام أدرجت للتداول بالبورصة سنة 2005. و 2008

¹ زروني مصطفى مرجع سابق ص 458 459

² - محمد شكرين: مرجع سابق، ص 82 وما يليها.

طرح ذلك المؤسسة قرضاً موجه للجمهور عن طريق الاكتتاب العام، رفعت من خلاله مبلغ 30 مليار دينار لأجل 6 سنوات.

المطلب الثاني: تداول القرض السندي.

يقصد بالتداول القرض السندي التفاوض في مختلف الأوامر بيعاً وشراءً ويكون خاضع لشركة تيسر بورصة القيم المنقولة، انطلاقاً من مختلف التعليمات والقرارات التي تصدرها لكيفيات هذا التداول، ويقصد بالتداول المكان يتم فيه اجتماع المتفاوض في البورصة من أجل تحديد أسعار القيم المنقولة وتداولها والمتواجدة داخل السوق المالية على مستوى مقر (ش.إ.ب.ق.م)،

إن السوق الثانوية وهي سوق التداول والسوق الحقيقية، التي تتحدد فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة والسوق اللازمة لأي استثمار ولضمان استمرار حياة السوق وتنقسم إلى

أ- أسواق منظمة:

وهي البورصات وتخضع للقوانين التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد مع ملاحظة أنها أكثر شروطاً لتسجيل القرض السندي في البورصة تتعلق بفائدة المترتبة على كل سند وحجم أصول الشركة، والحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب العام بمجرد استيفاء الشركة لتكاليف شروط فإنها تحصل على موافقة لجنة المراقبة وتنظيم العمليات في البورصة.

ب

أسواق غير منظمة وفيها تتداول عادة الأوراق المالية غير مسجلة في البورصة، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض، حيث أنها لا يوجد مكاناً محدداً للتعامل، فقد لا تتجذب بعض الشركات لبيع أو شراء البورصة، فتتسبب في مبدأ أسواق الموازية أو سوق الأوراق المالية للشركات غير المدرجة بالإضافة إلى السوق الثالثة: وهي جزء من السوق غير المنظمة بمعنى أنها نصفاً تباع وشراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة، ويتم التعامل من خلال

لأعضاء السماسرة خارجاً أعضاء السوق المنظم، وما يميز هذا السوق فهو انخفاض تكاليف خدماتها المتمثلة في ائلا عمولة التيتنقاضاها ضمنهؤلاء العملاء حيث تنفذ العمليات فيهذا السوق بسرعة كبيرة وأما السوق الرابع فهو يسوقا لتعامل المباشرينا الشركات الكبيرة كمصدرة الأوراق المالية وبيننا المستثمرين دون الحاجة إلى السماسرة، وعليها المستثمر يقبل شراء القيمة المنقولة طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عن الحاجة إليها ويكون الس عرالذي يبيع عنها سببا لاستثماراته.

فالسوق الثانوية هي السوق التي يتم التعامل بالآوراق المالية القديمة المصدرة سابقا، والتي قد طرحت لاكتتاب للجمهور من خلال السوق الإصدار وتوفر السيولة للمستثمرين الذين اشترروا الأوراق المالية من السوق الأولية. لذا قسمنا اهذافالصلا للمبحثين : الإصدار والتداول للمبحث الأول، وخصصنا المبحث الثاني لآثار عملية القرض السندي.

¹ وفي هذا الإطار ينص النظام العام بورصة رقم 97-03 على أن تتم عمليات تداول القرض السندي من خلال : إجراءات البيع (الفرع الأول)، ذهابا إلى تسعيرته في البورصة (الفرع الثاني)، وأخيرا تسوية هذه العملية من خلال المقاصة والتسوية (فرع ثالث).

الفرع الأول: إجراءات البيع.

بعد حصول الشركة على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بإدراج أوراقها في قيد البورصة، تحدد شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إجراءات إدخال السندات، وبالاتفاق مع المصدر ووسطاء عمليات البورصة المكلفين بالإدخال في البورصة²، وذلك بعد تلقيها طلبات قبول قيم منقولة في عمليات التداول في البورصة من طرف (و.ع.ب) وقد بين النظام العام للبورصة إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة، إذ يتم إدخال السندات

¹ براق محمد، «واقع سوق الأوراق المالية بالجزائر وافاقها»، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والاقتصادية والسياسية، الجزائر العدد الاول 2002 ص 65 وما بعدها

² - المادة 07 من قرار 01/98 الصادر عن شركة إدارة بورصة القيم المنقولة بتاريخ 22 مارس 1998 والمتضمن تحديد إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة نشر المعلومات وهذا تأكيد لنص المادة 50 من اللجنة 03/97.

رأسمال التي قررت (ت.ع.ب.م) وقد بين النظام العام للبورصة إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة، إذ يتم إدخال السندات وفق الإجراءات التالية:

حددت (ش.ت.ع.ب) بثلاث أنواع من إجراءات التي يمكن أن تنتهج في عملية إدخال الأوراق المالية، وهي:

- الإجراءات العادية.
- الإجراءات العمومي للبيع بسعر أدنى.
- الإجراءات العمومي للبيع بسعر ثابت.

أولاً: الإجراءات العادية.

يعرف الإجراءات العادية على أنه ذلك الإجراء الذي يمكن (ش.إ.ب.ق.م)، عندما يكون رأس مال الشركة موزعاً بين الجمهور بمقدار كاف من تسجيل قيمة في جدول الأسعار مباشرة للتداول عليها فمن شروط التسعيرة في السوق، وذلك ابتداءً من سعر إدخال تصادق عليه (ش.ب.ق.م) على أساس شروط السوق¹.

إن اللجوء إلى الإجراءات العادية من أجل إدخال القيم المنقولة في البورصة محصور في ثلاث حالات محددة بموجب النظام العام لبورصة القيم المنقولة وهذه الحالات هي:

- عندما يتعلق الأمر بالقيم المثلية للسندات التي سبق تسعيرها بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي سبق توظيفها لدى المستثمرين المؤسستين.
- عندما يتعلق الأمر بتسديدات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية.
- عندما يتعلق الأمر بسندات الدين التي تصدرها شركات الأسهم².

¹ - المادتين 19، 50 من النظام 03/97 المؤرخ في 18/11/1997، ج ر ع 87

² - المادة 11 من النظام 01/12 المؤرخ في 12/01/2012، ج ر ع 41.

ثانياً: إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى.

يعرف هذا إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى على أنه: هو الإجراء المتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال، عدد معين من السندات بسعر أدنى يقبل به المتدخلون للتنازل عنه¹.

- كيف الإدخال وفقاً لإجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى ،

ثالثاً: إجراء العرض العمومي بسعر ثابت.

يعرف إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت هو ذلك الإجراء المتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر محدد سلفاً.

ب-الإدخال وفقاً لإجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت، خلال الحصة الخاصة بالبورصة تقوم (ش.ب.ق.م) نتيجة الإدخال في البورصة وذلك بالاتفاق مع (و.ع.ب) وتحديد عدد الاقتضاء بنسبة التخفيض المطبقة بالنسبة للأوامر الحالية، وتقوم (ش.إ.ب.ف.م) بجمع أوامر الشراء المرسلّة من قبل (و.ع.ب) ولا تقبل (ش.ب.ق.م) إلا أوامر الشراء المحصورة من سعر العرض وإذا حظي العرض بالاستجابة فإن سعر التداول يكون السعر المقترح في العرض².

¹ - المادة 89 من النظام 03/97 المؤرخ في 18/11/1997، ج ر ع 87، وأيت مولود فاتح مرجع سابق ص77

² - المادة 64 من قرار (ش.إ.ب.ق.م) رقم 01/98 المؤرخ في 22/03/1998.

ويمثل الفرق الرئيسي بين هذين النوعين من الإجراء العمومي في كون الأول محدد سلفا بسعر بينما الثاني يتم بالمزايدة¹. وعملا على التشجيع على الإدراج في البورصة من خلال العرض العلني للبيع، فإن قانون المالية لسنة 2010 قد قرر إعفاء العمليات التي ينجزها المصدرون في هذا الإطار من الجباية وينطلق الأمر في الواقع بإعفاء فائض القيمة من بيع الأسهم المنجزة في إطار عملية الإدراج في البورصة².

الفرع الثاني: تسعيرة السندات.

إن سوق البورصة الجزائرية سوقتسير بأوامر، أي أن تحديد الأسعار ينتج عن القيام أثناء سير الجلسة بمجموع أوامر البيع والشراء التي يعرضها المتداول في السوق ويشرف على جلسات البورصة ممثل (ش.إ.ب.ق.م) حسب القواعد والإجراءات التي تحددها هذه الأخيرة، هذا وتعرف جلسة البورصة بأنها الفترة التي تجري أثناءها الصفقات على القيم المنقولة للتداول، أما سعر البورصة فيعرف على أنه القيمة التي يبلغها سندها أثناء إحدى الجلسات في البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة ويعكس السعر القيم التي تلاققت عند طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة.

لكي يتم تسجيل التفاوض حول القيم المنقولة ألزاما لمرشح أن يستعين كل متدخل في البورصة سواء كان مستثمر أو مصدر بأشخاص مختصين في هذا المجال رقم (و.ع.ب) وذلك عن طريق أوامر البورصة، وأمر البورصة يعرف على أنه هو أمر بشراء أو بيع

¹ - أنظر المادة 6 من قرار (ش.إ.ب.ق.م) رقم 01/98 المؤرخ في 1998/03/22 وكذا المادة 66 من النظام 03/97

المؤرخ في 1997/11/08، ج ر ع 87

² - الموقع الرسمي ل (ل ت ع ب م) www.sgbv.dz

سنداتياً مربيه زبون يدعى مصدراً للأمر وسيطاً مؤهلاً (ماسك الحسابات، وسيط في عمليات البورصة) يقوم بإرساله فوراً إلى السوق ويتأكد من تنفيذه¹، ويمكن تتخذ الأوامر أنواع منها:

- **الأمر بالسعر الأفضل:** وهو أمر بالشراء أو البيع الذي لا يتضمن أي بيان بالسعر وينفذ بالأولوية في أفضل ظروف السوق.

- **أمر بسعر محدد:** هو أمر بشراء أو بيع يحدد بموجبه مصدر الأمر السعر الأقصى الذي يمكن دفعه عند شراء السندات أو السعر الأدنى الذي يقبل عند التنازل عن السندات².

فبمجرد قبول أمر البورصة يقوم الوسيط بتسجيل الأوامر التي تلقاها في سجل خاص بها ومن إدخالها في نظام التداول بعد عرضه على (ش ا ب ق م).

تتولى (ش.إ.و.ب.ق.م) مهمة تحديد أسعار القيم المنقولة وذلك انطلاقاً من تسيير نظام التفاوض³.

أ- سير نظام التسعيرة:

يعرف سعر البورصة على أنه القيمة التي تبلغها الأوراق المالية أثناء إحدى جلسات البورصة ويتم تسجيله في سعر التسعيرة بعد انتهاء كل جلسة والتسعيرة التي يتم الحصول عليها تعرف بالتسعيرة الرسمية ويجب أن يؤمن هذا السعر عقد الصفقات الأكبر كمية ممكنة

¹ - شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، دار هومة للجزائر، 1999، مرجع سابق، ص45. في حين عرفه النظام 03/97 بموجب المادة 89 على: "بأنه تعلية يقدمها زبون إلى وسيط في عمليات البورصة، ويبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير ونشاط بمقابل.

² - المواقع الرسمية لـ (ل.ت.ع.ب.م). www.cosob.dz

³ - الجودي الصاطوري، مرجع سابق، ص319

من عروض البيع وطلبات الشراء، وتتولى (ش.إ.ب.ف.م) مهمة تحديد أسعار القيم المنقولة وانطلاق من نظام التفاوض الذي يتم أثناء اجتماعات البورصة وفي المهمة التي تتولاها لجنة التفاوض¹.

ب- طرق تحديد السعر:

يمكن الميز بين نوعين من التسعير هما التسعير الثابت والتسعير المستمر.

أولاً: التسعير الثابت:

هي مجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها على سعر ثابت خلال جلسة التداول يمثل آخر سعر تداول تأشيرى عند افتتاح التسعيرة إلى أربعة أنواع.

1. تسعيرة المنادة: وتتم باجتماع ممثلي العروض والطلبات حول مقصورة، ويصبح كل واحد منهم يقيم الشراء البيع وتتم المزايدات والتخفيضات بين المتعاملين حول هذه الأسعار حتى يتم تحديد التوازن، ونظرا للضجيج الذي يعم القاعة يستعمل المفاوضون أيديهم للإشارة.

2. تسعيرة الصندوق: تطبق هذه الطريقة على القيم ذات الأوامر العاجلة المتداولة في السوق الثانية بحيث يقوم كل وسيط بحجز عدد من الأوراق المالية في صندوق خاصة إلى غاية افتتاح جلسة البورصة أين يلتقي جميع الوسطاء لتحديد السعر الرسمي.

3. تسعيرة الدرج: يتم اللجوء إلى هذه الطريقة استثناء عندما تكون العروض والطلبات في البورصة كثيرة ومتنوعة حيث يتم وضع كل مجموعة أوراق مع بعضها لكل نوع

¹ - صديودة ايناس، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة احمد بوقر، 2009، ص156.

من الأوراق له درجة الخاص، وبعد ذلك تتم عمليات الفرز للعروض والطلبات وعلى هذا الأساس يتم تحديد سعر التوازن.

4. تسعيرة المعارضة (المقابلة): وتجمع هذه التسعيرة بين طريقة الصندوق وطريقة المناداة، وذلك بالاستفادة من إيجابيات كليهما، إذ أن الأوامر تسجل كما هو الحال في طريقة الصندوق زيادة إلى ذلك فإن هذا الالتزام الكتابي يمكن أن يتم بمعارضة شفوية على التسعيرة التي لا تلبي طلباتهم على أفضل وجه¹.

ثانيا: التسعير المستمر

هو مجموعة من الأوراق المالية التي يتم تداولها خلال جلسة التداول على عدة أسعار والتي تتم خلال مراحل الجلسة المختلفة وهي تقنية تسمح بسرعة تنفيذ الأوامر ولدقة هذه الطريقة فإنها تعالج عن طريق الإعلام الآلي الذي يسمح بتنفيذ أكبر عدد من الأوامر وفي أي لحظة ويمر نظام التسعيرة المستمر بمرحلتين هما:

أ- مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة:

يتم تجميع الأوامر المحصل عليها قبل افتتاح الجلسة وتشتمل عادة على ما يلي:

- أوامر بالسعر المحدد والتي تشارك في تحديد سعر الافتتاح.
- أوامر بالسعر الأحسن والتي تخضع مباشرة للسعر الأحسن النظري للافتتاح.

ب- مرحلة ما بعد الافتتاح:

يعتبر سعر الافتتاح الذي يحقق سعر التوازن عند تلاقي العرض والطلب وهو الذي تتم على أساس

¹ - علي العمودي، مرجع سابق، ص 186.

هـ الصفقة إذ أن أوامر الشراء بالسعر المحدد المنفذة هي التي يكون سعرها المحدد أعلى أو يساوي سعر التوازن أما بالنسبة للأوامر البيع بالسعر المحدد والمنفذة يكون سعرها أدنى أو يساوي سعر التوازن وإذا دخلت عدة أوامر بنفس السعر المحدد، فإن تنفيذها يتم حسب الأولوية¹.

ثالثا: التسعيرة الرسمية.

وهي الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في كل جلسة من جلسات البورصة قصد إعلان السعر الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية، ويتضمن التسعيرة الرسمية على البيانات المالية:

- اسم الورقة المالية.
- الأوراق المالية ذات الداخل الثابت مع ذكر الفائدة ومقدار الضريبة وموعد الاستحقاق وموعد السحب في حالة وجوده.
- أسعار الأوراق المالية في جلسة اليوم.
- السعر السابق².

تجدر الإشارة أن النظام العام لبورصة لبورصة الجزائر يأخذ بنظامين للتسعيرة هو النظام التسعيرة المستمر ونظام التسعيرة الثابت.

الفرع الثالث: المقاصة والتسوية.

كان بموجب المرسوم التشريعي 93-10 تسند مهمة المقاصة والتسوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة³، ونظرا لنقائص التي كانت في هذا النظام ، استحدث المشرع الجزائري نظام لتسوية المعاملات التي تقع على السندات داخل البورصة بموجب القانون رقم 03-04 المعدل

¹- شمعون شمعون، مرجع سابق، ص40.

²- نصر علي طاحون، إدارة محافظ الأوراق المالية، دار النهضة العربية المغربية، 2003، ص84.

³تنص المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على مايلي: «يتمثل هدف شركة فيما يأتي على الخصوص تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة.....»

للمرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم¹، والمسمى بالمؤتمن المركزي على السندات الذي اوكلت له مهمة التسوية

اولا -تعريف نظام المقاصة والتسوية:

تعتبر عملية المقاصة و التسوية من اهم العمليات التي تتم في سوق بورصة القيم المنقولة، فهي من اهم المراحل التي يمر بها نظام تداول القيم المنقولة، ولها تأثير ملحوظ وفعال على زيادة كفاءة السوق المالية.

فالمقاصة هي العملية الازمة لاكتمال تداول القيم المنقولة وانتقال وملكيته وحصول اطراف الصفقات على حقوقهم لان العمليات التي تتم في البورصة ، ماهي في الحقيقة الا عقود بيع بغرض نقل ملكية القيم المعروضة في السوق التداول. ونقل الملكية لا يتم الا بتنفيذ التعاقدين للالتزام كل منهما تجاه الطرف الاخر المقابل بان يسلم البائع السندات و المشتري الثمن، وهذا ما يطلق عليه عملية المقاصة والتسوية العملية اي تنفيذ عمليات البيع، ولما كانت نجاعة سوق البورصة تتوقف على سرعة العمليات المنجزة فيها وتأمينها، فانه ظهر من الضروري ايجاد نظام لتسوية العمليات التي تتسم بالسرعة والنجاعة، الشيء الذي يحقق لأطراف تلك العمليات الحصول على حقوقهم لأنه في نهاية الامر، تامين عمليات التداول وضمان نقل الملكية له تأثير على استقرار السوق المالية وزيادة اقبال المستثمرين على التعامل فيها.ويمكن تعريف المقاصة والتسوية بانها: «مجموعة اجراءات التي علق القانون على اتمامها نقل ملكية الاوراق المالية محل التداول في بورصات اوراق المالية»².

ثانيا سير نظام المقاصة والتسوية

ان عمليات المقاصة والتسوية هي اخر حلقة من سلسلة اجراءات عمليات تداول القيم المنقولة، ولها درجة من الاهمية .الشيء الذي دفع المشرع الجزائري ليعد النظر في الاطار القانوني المنظم للسوق المالية من اجل العمل على تطويره واستكمال ما ينقصه من احكام

¹قانون 04/03 مؤرخ

وقواعد لازمة لسيره، ومن ذلك افراد عمليات تسوية السندات وتسليم والايداع والقيود المركزي بأحكام خاصة. ان المشرع الجزائري بموجب القانون رقم 03-04 استحدث نظام الايداع المركزي كضمانة للأطراف ووسيلة مساعدة لتسوية، وكان تماشيا ومواكبة للأسواق المالية للدول المتطورة، الشيء الذي يزيد من ثقة المستثمرين من خلال معرفتهم على انهم يتدخلون في السوق المالية تضمن لهم نظام امن لتسوية عمليات التداول القيم المنقولة بما يشمل من تيسير نقل ملكية السندات وتحويل الاموال. فاذا كانت اجراءات التداول هي تلك الاجراءات التي تتم قبل ان يلتقي الايجاب والقبول في البورصة وتنتهي بتمام هذا الالتقاء فان اجراءات التسوية والمقاصة هي تلك التي تبدأ من نهاية اجراءات التداول في البورصة وحتى تمام التسديد في السجلات. وعلى فاذا كانت اجراءات التداول هي اجراءات انشائية لعملية البيع، فان اجراءات المقاصة والتسوية هي اجراءات تنفيذية لعملية البيع ذاتها.¹

ثالث - خصائص اجراءات المقاصة والتسوية

ولما كانت اجراءات التسوية مستقلة على اجراءات التداول، خصها نظام لجنة تسير عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-01 بأحكام مميزة ومنفصلة من خلال تفحص احكام هذا النظام يمكن استنتاج خصائص المقاصة والتسوية:

- انها اجراءات الزامية
- تتسم بالسرعة والمرونة
- تسمح بالإنجاز الالي والمتزامن لتسوية السندات التي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء المؤهلين وتسليمها.

- هي اجراءات تكتمل بموجبها عملية التداول والتعامل
- هي اجراءات ختامية تستقر بها المراكز القانونية لأطرافها.

رابع - وظائف نظام التسوية والمقاصة:

¹ تحليل نواردة مرجع سابق ص 156

ان عملية المقاصة والتسوية لا تجرى بين اطراف عقود البيع او الشراء اوبين الوسطاء الماليين كل منهم في مواجهة الوسيط الاخر، بل تجرى بين وسيط مالي من جانب و شركة المؤتمن المركزي من جانب اخر ، بمعنى ان عملية المقاصة والتسوية تقوم بها هيئات منفصلة ومستقلة عن اطراف عملية التداول، ويرتكز نظام التسوية والمقاصة علىوظيفتين أساسيتين حسب المادة38 من النظام03-04¹ وهما:

-التصديق على العمليات

-قيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية بسندات المؤتمن المركزي وفي حسابات جارية نقد في بنك الجزائر

وتتم اخر مرحلة لاكتمال عملية التسوية ،حيث يتم فيها قيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية بسندات المؤتمن المركزي، ويقوم بنك الجزائر بالتسديد النقدي، حيث تكون مشاركة بنك الجزائر في نظام التسوية والتسليم محل اتفاقية مع المؤتمن المركزي اما في حالة عدم التسوية والتسليم تنص المادة 141 من نظام لجن ت.ع.ب.م رقم79-03 على ما يلي« في حالة عدم التسليم سندات او نقود وسيط في عمليات البورصة في التاريخ المنصوص عليه في النظام.....وضعية مقاصة معلقة»²

¹المادة 38 من النظام 04/03 مرجع سابق

² انظر المادة 141 من نظام لجنة عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام للبورصة القيم المنقولة ج ر عدد 87 صادرة في 29 ديسمبر 1997

المبحث الثاني: آثار عملية القرض السندي.

يعتبر حاملو القرض السندي مقرضين للشركة المصدرة وليست مساهمين فيها، فهم لم يقدموا حصصاً وإنما قدموا لها قروضا طويلة الأجل، بذالك تختلف الحقوق المخولة لكل منهما، فالمساهم يتمتع بحقوق الشريك، بينما يتمتع حامل القرض السندي بحقوق الدائنية، من استرداد مبلغ القرض عند حلول تاريخ الاستحقاق والحصول على فوائد مقررة في عقد القرض، كما أن حقوقه تجسد في سند قابل للتداول في البورصة ويخضع للأحكام المشتركة للقيم المنقولة.

ويخول السند لحامله فضلا من ذلك جملة من الحقوق تهدف إلى حماية مصالحه في الشركة المصدرة إذ يتمتع بحق الاطلاع على أعمال الشركة المصدرة، كما تكون حقوق المالية مضمونة بضمانات خاصة، فضلا عن الضمان العام المقرر لدائني الشركة ويكون الدفاع عن حقوقه الفردية مضمونا بصفة جماعية إذ نص القانون على إمكانية اتحاد حاملي القرض السندي عن نفس الإصدار في جماعة تضمن الدفاع عن مصالحهم المشتركة تجاه الشركة المصدرة وتجاه الغير وستناول في مختلف الحقوق المخولة قانونا لحاملي القرض السندي في (المطلب الأول)، ثم حق تكريس جماعة سندات الاستحقاق لدفاع عن مصالحهم (المطلب الثاني).

المطلب الأول: الحقوق المخولة لحاملي القرض السندي.

تتفرد الحقوق المخولة لحاملي القرض السندي بالتنوع وتهدف القوانين من خلاله إلى جلب أكبر عدد من المدخرين للإقبال على القرض السندي، وذلك لما توفره هذه الحقوق من حماية لهم، باعتبار القرض السندي قرض جماعي، وأن السند الواحد يمثل جزءا من هذا القرض، لذا فإن جميع مالكي القروض السندية يتساوون في حقوقهم.

الفرع الأول: الحق في الفوائد الثابتة.

يحق لأصحاب القرض السندي الحصول على فوائد ثابتة مقابل اكتتابه في القرض السندي، ويحدد سعرها وطريق الوفاء بها في عقد الإصدار ويتم الحصول على هذه الفوائد بغض النظر عن نتائج الشركة سواء حققت أرباحا أو تكبدت خسائر وفي كلتا الحالتين يتعين على الشركة الوفاء بها لحامل السند¹.

أولاً: تعريف الفائدة وأساسها القانوني

الفائدة هو الغاية التي من أجلها يوظف حامل القرض السندي أمواله في الشركة المصدرة فهو يقرض الشركة المصدرة بغرض الحصول على فائدة منها وليس مجرد استرجاع مبلغ القرض عند حلول تاريخ استحقاقه ول ينص القانون الجزائري صراحة على حق حامل سند الاستحقاق في فائدة ثابتة ويتجلى ذلك من نص المادة 715 مكرر 81 من القانون التجاري التي جاء فيها: «سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية». وبالتالي نص المادة جاء عاما يشير إلى تخويل القرض السندي حقوق دائنية عن نفس القيمة الإسمية ومادام الاكتتاب في القرض السندي يكيف على أنه عقد قرض²، فإن «سعر الفائدة يعرّف علانها جر كراء النقود»³. وعليه فلقد منع المشرع الجزائري القرض بالفائدة بين الأفراد لكنه أورد استثناء في من 454 (ق.م.ج) المعدل والمتمم بموجب القانون 84-21 المؤرخ في 24 ديسمبر 1984 بنصها يجوز لمؤسسات القرض في حالة إيداع أموال لديها، أن تمنح فائدة يحدد قدرها بموجب قرار من الوزير المكلف بالمالية لتشجيع الاستثمار.

¹ - أنظر محمد يوسف ياسن مرجع سابق ص 50، 51

² - أنظر محمد فريد العريني، هاني دويدار، مرجع سابق ص 260 وما بعدها

³ أنظر المادة 445 من القانون المدني مرجع سابق

لكن بالرجوع للقانون التجاري نجد أنه نص على: «تعتبر سندات المساهمة سندات دين، تتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند¹.

يلاحظ من هذه المادة أن المشرع الجزائري نص على الفوائد المقررة عن سندات المساهمة وأطلق عليها كلمة أجرة التي تتكون من جزء ثابت يحدد في العقد وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر معينة. وعليه يمكن التعميم بإسقاط هذا النص على القرض السندي بصفة عامة، باعتبار الأجرة هي المقابل النقدي الذي يحصل عليه صاحب السند والذي يمثل الفائدة عن قرضه وباعتبار سندات المساهمة نوع من القرض السندي، وتدفع هذه الفائدة الثابتة طيلة مدة القرض التي تدفع سنويا إلا أن الإخاطر المحيطة بحامل القرض السندي والمتمثلة في التضخم المالي الذي يؤدي إلى تآكل السعر الحقيقي للسند بفعل ارتفاع سعر الفائدة تحول دون الحصول على هذا الحق².

نص المشرع الجزائري على كيفية تحديد سعر الفائدة بالنسبة لسندات المساهمة في المادة 715 مكرر 84 السالفة الذكر، ويكون الجزء المتغير موضوع تنظيم خاص توضع حدوده بدقة. ولقد تولى المرسوم التنفيذي 95-438³ تحديد كيفية دفع سعر الفائدة بالنسبة لسندات المساهمة في المواد من 35 إلى 39 إذ يستعمل ملحقا لحساب الجزء المتغيرة من الأجرة من الحسابات المصادق عليها ويحتوي على نسبة مئوية أكثر من 50% من مبلغ السند الاسمي، تقاس على أساس النتائج أو على أساس رقم أعمال الشركة المصدرة، بينما

¹ - المادة 715 مكرر 73 من المرسوم التشريعي 93-08 ، مرجع سابق.

² - ايت مولود فاتح، مرجع سابق، ص78 وما بعدها.

³ مرسوم التنفيذي رقم 95-438 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995 يتضمن تطبيق احكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات ج ر عدد 80 سنة 1995

جزء أجرة سند المساهمة الثابت، يبنى على النسبة المئوية التي تحسب على أساس جزء من القيمة الاسمية وتدفع مهما تكون نتائج الشركة.

وتجدر الإشارة أن المقابل الذي يحصل عليه صاحب السند يحدد بعد خصم مصاريف التسيير والعمولة وغيرها فيما يخص الجزء المتغير.

وخير مثال على عدم ظهور قيمة خطر إفسار الشركة المصدرة للقرض السندي التي أصدرتها شركة سونلغاز بتاريخ 22 ماي 2005 وبفائدة ضعيفة لا تتعدى في السنة السادسة، وهو أعلى مستوى لها بنسبة 7.00% وذلك كون الشركة تتمتع بالملاءة والسمعة الجيدة من الجانب المالي كم نصت المنشورة الدعائية لإصدار سندات قرض سونلغاز على عدم خضوع مداخل السندات من فوائد وإضافي القيمة لأية ضريبة حسب قانون المالية لسنة 2005¹.

الفرع الثاني: الحق في استرداد القيمة الاسمية لقرض السندي.

لقد نص القانون الجزائري، على حق حامل القرض السندي في استرداد القيمة الاسمية لسنده، ووفقا للشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار، والشركة المصدرة ملزمة برد القيمة الاسمية للسند لحامله في وفي حالة لم تحقق أرباحا، ففي ملزمة بالوفاء بالدين من الرأس مال الذي يعد ضمانا عاما للدائنين، إلا في حالة إفلاسها الذي يعتبر من الأخطار الحائلة دون استقاء المقرض لديونه، ولقد نظم القانون الجزائري هذا الحق في المواد 715 مكرر 83، 103، 104، 108، من القانون التجاري، حيث تنص المادة 715 مكرر 83 على أنه تكون سندات الاستحقاق حسب كل حالة مقترنة بشروط أو بنود التسديد، أو الاستهلاك عند حول الأجل، أو عن طريق السحب وفي الحالات المنصوص عليها صراحة عند الإصدار، يمكن أن يكون القرض السندي دخلا دائما يسمح بدخل متغير وقابل للتمويل

¹ - انظر المادة 715 مكرر 103 من القانون التجاري الجزائري وفوزي محمد سامي، مرجع سابق، ص231

إلى رأسمال بدون تعويض الأصل وتشكل طرق استرداد قيمة القرض المنصوص عليها في عقد القرض عند كل إصدار السندات الاستحقاق عن طريق اللجوء العلي للادخار أداة تشجيع بالنسبة للمكتتبين لذلك نجد القانون الجزائري ومعه القوانين المقارنة أوردت نصوصا تحدد كيفية إشهار استرداد القيمة الاسمية للمبالغ المقرضة حث نص المادة 413 مكرر 86 مكرر (ق.ت.ج) على وجوب إشهار شروط الإصدار.

أولاً-مدة استحقاق القرض السندي

1-رد قيمة القرض السندي دفعة واحدة عند حلول أجل استحقاق القرض المحدد في العقد:

كانت هذه الطريقة في الأكثر تداولاً، إلا أنها أظهرت عيوباً في الإدارة لأنه يتطلب من الشركة إفراغ صندوقها بمبلغ هام مساوي للمبلغ المقرض، بأي حال من الأحوال أن تقوم بالتسديد المسبق للقرض السندي إلا في حالة وجود شرط صريح في عقد الإصدار¹. غير أنه استثنائي بإمكان الشركة المصدرة قرض التسديد المسبق وذلك في حالة الحل المسبق للشركة الذي لم يسببه إدماج أو انقسام الشركة².

2-رد قيمة القرض السندي عن طريق الاستهلاك:

وتقتضي هذه الطريقة أن ينص في عقد الإصدار على تسديد عدد معين من القروض السندية في كل سنة، وذلك عن طريق القرعة وطيلة مدة القرض، وفي غالب الأحيان الاستهلاك بهذه الطريقة مؤجلاً، فلا يتم عادة في السنة الأولى من القرض، ففي خلال هذه

¹- أنظر المادة 715 مكرر 103 من قانون التجاري الجزائري.

²- أنظر المادة 74 مكرر 104 من القانون التجاري وصفوت بهنساوي، مرجع سابق، ص 368 و369.

الفترة التأجيل تتولى الشركة فقط وضع الفوائد المستحقة عليها¹، ومن نتائج تسديد القرض السندي عن طريق الاستهلاك.

- يجب على الشركة المصدرة بعد تسديدها قيمة القرض السندي التي وضعت عليها القرعة أن تبطلها بعد ذلك².

- إذا تم استهلاك السند فإن صلة حامله بالشركة تنقطع نهائيا وذلك بانقضاء الدين الناشئ عن القرض بالوفاء.

- الحث في المطالبة بتسديد قيمة القرض السندي يتقدم بمرور 15 سنة ابتداء من تاريخ الاستحقاق طبقا للقواعد العامة الواردة في القانون المدني في المادة 308 منه.

- وفي حالة ما إذا كانت القروض السندية مسعرة في البورصة تحتفظ الشركات بطريقة أخرى للاستهلاك وهي إعادة شرائها في البورصة المنوع بإبطالها³، وبالتالي يجوز للشركة أن تقدم على شراء السهم في البورصة قبل موعد استحقاقها.

3- مبلغ سندات الاستحقاق المستحق عند الاسترداد:

تلتزم الشركة المقرضة برد القيمة الاسمية للسند لحامله، والنتيجة تعد وخيمة بالنسبة له في فترة التضخم المالي الذي يؤدي إلى تأكد القيمة الحقيقية للسند إذ لا يسترد قيمة سنده وللتخفيف من حدة هذه القيمة ثم اللجوء لعدة تقنيات للسماح للملكيين من استرداد قيمة أكثر أهمية من تلك التي أودعوها و كمثل عليها سندات الاستحقاق ذات كل واحد تسديد حيث يمكن لحامل سند الاستحقاق الاستفادة من علاوة فمثلا أن تكون القيمة الاسمية للقرض السندي من 500 دينار ويصدر بقيمة 480 دينار عند الاكتتاب ويسترد بقيمته الاسمية

¹ - انظر محمد ياسين يوسف، مرجع سابق، ص 61 و 62.

² - انظر المادة 715 مكرر 102 من القانون التجاري الجزائري.

³ - إلياس ناصف، مرجع سابق، ص ص 95, 98.

500 دينار، فالمكتب من هذه الحالة استفادة بزيادة نقدية عما دفعه وذلك لتشجيع إقبال المدخرين.

ثانيا طرق سداد القرض السند

بعد عملية طرح القرض السندي، تقوم المؤسسة بتحديد اذا كان السداد دفعة واحدة اي عند تاريخ الاستحقاق، او في شكل دفعات او في اقساط توضح فيها الكمية والتاريخ وتتمثل طرق التسديد في:

1- السداد بدفعة واحدة في اخر المدة اي عند حلول اجل الاستحقاق، مع العلم طوال مدة القرض تقوم المؤسسة فقط بدفع الفوائد، ان هذه الطريقة تحقق للمؤسسة ميزة الاستفادة مت كامل مبلغ القرض خلال فترة الاستحقاق دون ان تكون ملزمة بسداده. غير ان عملية السداد بدفعة واحدة فين نهاية المدة لها بالغ الاثر على الخزينة نظرا لحجم التدفق النقدي الخارجي، لكن عادة ما تلجا الى هذه الطريقة المؤسسات الكبيرة التي تتوقع تحسنا في تدفقاتها النقدية مستقبلا

2- السداد وفق اهتلاك ثابت : وفي هذا الصدد هذه الطريقة بدورها تتضمن طريقتين:

ا- السداد وفق اهتلاك ثابت سنوي : بحيث يجزا المبلغ الكلي للقرض على مدة القرض، لتكون النتيجة اقساط ثابتة سنوية متساوية، وعند انقضاء السنة ، تدفع قسط منه، اما قيمة الفوائد فإنها تدفع بكيفيات مختلفة وهذا حسب المبلغ المتبقي كل سنة .

ب- السداد وفق اهتلاك ثابت عبر تسلسل زمني: هذه الحالة تختلف عن الاولى في ان الاقساط الثابتة لا تكون سنوية، بل وفق دورات فمثلا كلما تنقضي سنتين تقوم المؤسسة بتسديد قسط منه وهكذا حتى تنقضي مدة القرض، فقد يكون السداد وفق اقساط سنوية متصاعدة تبدا المؤسسة بدفع قسط متدني ثم تزداد قيمته ليختم بدفع

القسط الاعلى، وقد يكون السداد بأقساط متناقصة حيث يتم البد بالقسط الاعلى ليتناقص حتى يدفع القسط كلياً¹.

المطلب الثاني: تكوين جماعة حاملي القرض السندي وتقييم عملية التمويل بالقرض السندي.

اجاز المشرع الجزائري للحاملي القرض السندي تكوين جماعة حاملي القرض السندي لدفاع عن حقوقهم ومنع تعسف المؤسسة المصدرة القرض السندي باعتبار انها الطرف القوي فهي التي تفرض الشروط على حامل القرض السندي الطرف الضعيف في العقد وهذا ما سيتم التعرف عليه من خلال معرفة الطبيعة القانونية لهذه الجماعة واسباب نشأتها(الفرع الاول)، ثم معرفة كيف نظم المشرع الجزائري جماعة حاملي القرض السندي وصلاحياتها (الفرع الثاني)، واخيرا تقييم عملية طرح القرض السندي (الفرع الثالث)

الفرع الأول: الطبيعة القانونية وأسباب نشأة جماعة حاملي القرض السندي. أولاً- أسباب نشأة جماعة حاملي القرض السندي.

ترجع تاريخيا أسباب نشأة جماعة حاملي القرن السندي إلى نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، حيث ظهرت صعوبات بوجود عدد هائل من القروض السندية الصادرة عن نفس الشركة وضرورة اتفاق الشركة مع كل حامل القرض السندي بصفة عن كل اتفاقية لتعديل عقد الإصدار خصوصا، وازدادت الصعوبات بكون عقد القرض السندي طويل الأجل، بالإضافة إلى سرعة تطور المعطيات الاقتصادية، والسعي لمنع تعسف الشركة المصرة في حق كل حامل سند القرض، وصعوبة التعرف عليهم من الناحية المادية خصوصا عندما يتعلق الأمر بسندات لحاملها مع ضرورة تجسيد المساواة بينهم²، وساهم في زيادة هذه الصعوبات أيضا وجودكم هائل من الدعاوي المرفوعة من قبل حملة القرض

¹ زروني مصطفى مرجع سابق ص 460 ومابعدها مرجع سابق
² انظر محمد فريد العرني، هاني دويدر ص 260 ال 263 مرجع سابق

السندي تجاه الشركة المدينة، ووجود حاملي سندات استحقاق منعزلين يصعب على الشركة المصدرة الوصول إلى اتفاق معهم خصوصاً، إذا أرادت تعديل العقد. لذلك جاء المرسوم التشريعي الفرنسي المؤرخ في 30 أكتوبر 1935 المتعلق بحماية المدخرين بطريقة شرعية في جماعة كل حاملي القرض السندي التابعة لنفس الإصدار، مما يسمح بسهولة إقامة العلاقات بينهم، مع تبني مبدأ قرار الأغلبية الذي يفرض على الحاضرين والغائبين، ولقد أبقى قانون الشركات الفرنسية لسنة 1966 على هذه الهيئة، ونصت عليها المواد 228-46 وما يليها من القانون التجاري الفرنسي.

كما نص عليها القانون تجاري الجزائري بموجب المرسوم التشريعي لسنة 1993 في المواد 715 مكرر 88 إلى غاية 715 مكرر 99 وفي المواد 715 مكرر 106 / 104/ 109¹/107/108 وحذت حذوها القوانين الدول العربية الأخرى. كمصر ولبنان

ثانياً: الطبيعة القانونية لجماعة حاملي القرض السندي.

تنص المادة 715 مكرر 88 من (ق.ت.ج):
«يكون حاملو سندات الاستحقاق من نفس الإصدار جماعة بقوة القانون للدفاع عن مصالحهما المشتركة وتتمتع هذه الجماعة بالشخصية المعنوية»²، كما تنص المادة 715 مكرر 100³ من نفس القانون:
 تتكفل الشركة المدينة، حيث تتكفل بمصاريف تنظيم الجمعيات العامة لأصحاب سندات الاستحقاق وسيرها، كما تتكفل بدفع مرتب ممثلي أصحاب سندات الاستحقاق وتكيف جماعة حاملي القرض السندي بأنها: تجمع قانوني بالمفهوم العام، فلا يتعلق الأمر بالشركة مادام حاملو السندات المجتمعون فيها يدافعون عن حقوقهم المشتركة، ولا يقدمون فيها حصصاً،

¹ انظر المواد 715 مكرر 88 إلى 715 مكرر 99 و 715 مكرر 104/106/107/180 من القانون التجاري مرجع سابق

² انظر المادة 715 مكرر 88 من القانون التجاري

³ انظر المادة 715 مكرر 100 من القانون التجاري

ولا يهدفون من خلالها إلى تحقيق أرباح، ولا أي نشاط اقتصادي، إذ تتمتع هذه الجماعة بالشخصية المعنوية، وإنشائها وتنظيمها محدد قانونا.

الفرع الثاني: تنظيم جماعة حاملي القرض السندي وصلاحياتها.

ينص القانون الجزائري على أنه يكون حاملو سندات الاستحقاق من نفس الإصدار جماعة بقوة القانون للدفاع عن مصالحهم المشتركة¹، وتتمتع هذه الجماعة بالشخصية المعنوية، وبالتالي فالانضمام إلى هذه الجماعة لا يتم بصفة إرادية، وإنما بقوة القانون، أي إلزاميا له، يتكفل حملة سندات القرض عن نفس الإصدار في جماعة للدفاع عن حقوقهم، لكن هذه القاعدة ليست مطلقة، أورد القانون الجزائري استثناء عليها حيث تنص المادة 715، مكرر 109 من ق.ت.ج² «لا تطبق أحكام المواد المتعلقة بتنظيم أصحاب السندات الاستحقاق في شكل جماعة على القروض التي تضمنها الدولة أو الجماعات المحلية أو المؤسسات العمومية إلا بمقتضى شرط في عقد الإصدار.

أولاً: تنظيم الجمعية العامة لحملة سندات الاستحقاق وصلاحياتها.

1-تنظيمها:

تجتمع الجمعية العامة لحملة القرض السندي التابعة لنفس الجماعة بهدف التداول حول كل المسائل التي يكون هدفها ضمان حماية المصالح المشتركة وتنفيذ عقد القرض أو كل اقتراح يهدف إلى تعديله.

ونظام سير هذه الجمعية شبيه عموماً بذلك التنظيم الخاص بجمعيات المساهمين، إلا أنه لا يوجد فيها تمييز بين الجمعيات العامة العادية وغير العادية وتتجمع مع هذه الجمعية في أي وقت ضيق للمادة 715 مكرر 2 من ق.ت.ج والتي تقابلها المادة 304 (ق.ش.ف)،

¹ تنص المادة 715 مكرر 88 « يكون حامل سندات الاستحقاق من نفس الإصدار جماعة بقوة القانون للدفاع عن مصالحهم المشتركة وتتمتع هذه الجمعية بشخصية المعنوية »

² انظر المادة 717 مكرر 109 من القانون التجاري

وتنص المادة 715 مكرر 93 من ق.ت.ج.¹: «يستدعي الجمعية العامة لأصحاب سندات الاستحقاق مجلس الإدارة، أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين أو وكلاء التجمع أو القائمين بالتصفية أما بالنسبة لحق التصويت المرتبط بالقرض السندي، فيجب أن يكون متناسبا مع قيمة مبلغ القرض التي تماثله، ويمنح كل سند استحقاق الحق في صوت واحد على الأقل، وذلك طبقا للمادة 715 مكرر 99² من ق.ت.ج، ويحق لكل صاحب سند المشاركة في الجمعية أو من يمثله.

2-صلاحيات جمعية حملة سندات الاستحقاق:

بخلاف الدائنين العاديين، فإن حاملي سندات الاستحقاق يشاركون في حياة الشركة المصدرة، فينتج عن ذلك تقوية لضمانهم مادام أن بعض التعديلات القانونية الأساسية لا يمكن فرضها عليهم بصفة تحكيمية ولكن بإمكان الجمعية بناء على قرار الأغلبية قبول بعض التعديلات الحاصلة على عقد القرض، وتنص المادة 715 مكرر 98 من القانون التجاري الجزائري³ على تداول الجمعية العامة لأصحاب السندات في كل المسائل المتعلقة بحماية أصحاب سندات الاستحقاق وتنفيذ عقد القرض كما تتداول في كل اقتراح يهدف إلى تعديل العقد أو بعض عناصره.

3-القرارات المحظورة اتخاذها من طرف الجمعية العامة لحملة القرض السندي:

إذا كان للجمعية صلاحيات جد هامة، حيث اعترفت القوانين لحملة سندات الاستحقاق بحقوق فردية يحظر المساس بها، فإن قانون الشركات الفرنسي في المادة 317 منه، والتي أصبحت المادة 228-68 من القانون التجاري الجزائري الجديد حدد ثلاث قيود

¹انظر المادة 717 مكرر 93 من القانون التجاري

²انظر المادة 715 مكرر 99 من القانون التجاري

³-انظر المادة 715 مكرر 98 من القانون التجاري مرجع سابق

لصلاحيات جمعية حملة القرض السندي، وهي واردة على سبيل الحصر فلا يمكن لي جماعة حاملي القرض السندي القيام ب:

- مضاعفة أعباء حملة القرض السندي.
- معاملة حملة القرض السندي الناتجة عن نفس الإصدار بطريقة غير متساوية.
- تقرير الجمعية بتحويل القرض السندي إلى أسهم ما لم ينص على ذلك في عقد الإصدار.

فعلاوة التسديد الخاصة بالقرض السندي تتمثل في ما يتحصل عليه حامل السندي زيادة عما دفعه عند الاكتتاب. وغالبا ما تخصص الشركة جزء من أرباحها السنوية لاستهلاك السندات إلا أنه لا يجوز لها الوفاء بقيمة السندات من الاحتياطي القانوني أو من الرأس المال لأنها يعدان ضمانا لحقوق دائني الشركة وتجدر الإشارة إلى إمكانية رد الشركة قيمة القرض السندي عوض عن النقود بالوفاء بها إلى تحويلها إلى أسهم¹.

ثالثا: ضمانات الوفاء بالحقوق المالية كما يلي القرض السندي.

يعتبر حملة القرض السندي من الدائنين العاديين لشركة المساهمة، فيكون لهم ضمانا عاما من أموالهم² إلا أن إصدار القرض السندي قد يقترن الغالب بتقديم ضمانات خاصة للوفاء بالحقوق المقررة لحملة السندات وذلك بقصد تشجيع الجمهور على الاكتتاب في السندات التي تصدرها الشركة وقد يتمثل الضمان في كفالة تقدمها الدولة أو هيئة من هيئات الدولة في حالة كون الشركة المصدرة تابعة للقطاع العام ويخضع الضمان الخاص المقدم

¹-انظر المادة 715مكرر 83 فقرة 2 من القانون التجاري الجزائري ومحمد فريد العريني مرجع سابق ص261و265

²-تنص المادة 188 من القانون المدني على: « اموال المدين جميعها ضامنة للوفاء ديونه ،وفي حالة عدم وجود حق افضلية مكتسب طبقا للقانون فان جميع الدائنين متساون اتجاه هذ الضمان »

في هذا الشكل لأحكام الكفالة، كما يمكن للشركة المعقدة أن تقرر رهنا تأميناً على عقاراتها أو بعض أموالها الخاصة لمصلحة حملة السندات.

وإنشاء الضمانات قد يتم قبل وبعد الإصدار والملاحظ أن القانون الجزائري يشترط أن تكون تلك الضمانات المقدمة من طرف الشركة قبل إصدار السندات حرصاً منه على حماية حقوق المكنتب من خطر إفسار الشركة¹، و يترتب عن الضمانات القيام بإشهارها ومن الأجهزة المؤهلة بإنشاء ضمانات الوفاء بالحقوق المالية وفقاً للقانون الجزائري هي الجمعية العامة للمساهمين أصلاً غير أنه يمكن تفويض صلاحيتها لمجلس الإدارة.

والملاحظ هو عدم جواز تكوين الشركة للرهن على سندات القرض الخاصة، ينص القانون التجاري الجزائري أنه لا يجوز للشركة تكوين أي رهن على سندات استحقاقها الخاصة.

الفرع الثالث: تقييم عملية القرض السندي.

إن لجوء المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل بالقرض السندي له مزايا مثلما له عيوب ويمكن إبراز أهم المزايا والعيوب فيما يلي:

أ- مزايا التمويل بالقرض السندي:

تتبع الميزة الرئيسية للقروض السندية في كونها أداة استثمارية من أدوات الدين ذات الدخل الثابت، لذا فهي تصدر لحامليها مزايا بشروط أساسية:

- ميزة ثبات واستمرارية العائد وذلك لأن فائدة السند واجبة الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال المصدرة على عكس ما هو الحال عليه لحامل السهم الذي لا يدفع له

¹-انظر المادة 715 مكرر 105: تنص على أنه يجب أن تكون ضمانات خاصة من الشركة المصدرة لسندات الاستحقاق قبل إصدارها.

إلا إذا حققت الشركة المصدرة ربحاً يكفي للتوزيع وبعد توصية من مجلس إدارة الشركة وموافقة الجمعية العمومية للمساهمين.

- ميزة الأمان في استيراد المبلغ المستثمر، فالسند يصدر في الغالب مضموناً إما بأصل محدد من أصول الشركة أو بحملة أصولها بالإضافة لهذه الميزة يمتاز حامل السند عن حامل السهم بحق الأولوية في استيفاء دينه عند تصفية الشركة أو سواء بسبب التصفية أو بسبب الإفلاس.
- إن فوائد السندات تعطي إعفاء ضريبي للمؤسسة باعتبارها من الأعباء واجبة الخصم من الدخل من قبل حساب الضريبة.
- توفر السندات المرونة التمويلية للمؤسسة من خلال خاصية الاستدعاء التي تضيف مرونة للهيكل التمويلي للمؤسسة، حيث يمكن من استيراد السندات قبل تاريخ الاستحقاق بالإضافة إلى قلة تكلفة السندات مقارنة بتكلفة الأسهم العادية والممتازة¹.
- حاملو السندات لا يفقدون السيطرة على إدارة الشركة على الرغم من عدم جواز مشاركتهم في الجمعية العامة (الخاصة بالمساهمين). لمتابعة سير أداء الشركة، لكن يجوز ذلك الأمر بالنسبة لممثل جماعة حائزي السندات وإبداء ملاحظاته دون أن يكون له صوت، لأن حملة السندات دائنون لشركة المصدرة للسند ولهم بهذه الصفة كافة الحقوق التي يتمتع لها الدائنون العاديون وتطبق عليها القواعد العامة .
- تمنح الشركة المصدرة للسندات ميزة ضريبة حيث يتم خصم السندات من الوعاء الضريبي للشركة².

كما أن السندات الحكومية تعد من أهم مصادر تمويل الملائمة للاستثمار الحكومي

¹ - علي العمودي، مرجع سابق ص 90 وما بعدها.

² - خالد أحمد سيف شعراوي، الإطار القانوني للعمليات، التداول في البورصة، المرجع السابق، ص ص 83-84.

ب-مخاطر الاستثمار في القروض السندية:

عدم قدرة الشركات التجارية المصدرة للقروض السندية على دفع القواعد المستحقة عليها بانتظام أورد المبلغ الأصلي عند الاستحقاق لذلك فإنه حري بالمستثمر في السندات أن يتابع درجة التصنيف الائتماني للسند المطلوب شراءه.

- تغير أسعار الفائدة، حيث يرتبط سعر السند القائم مع أسعار الفائدة في السوق ارتباطاً عكسياً، إذا ينتج عن ارتفاع أسعار الفائدة انخفاضاً في سعر السند القائم نظراً لارتفاع العائد من السندات الجديدة التي تصدر بأسعار الفائدة المرتفعة والعكس صحيح، إذ أنه في حالة ارتفاع سعر الفائدة في السوق فستتخفص قيمه السندات التي توزع عائد ثابتاً¹.

- مخاطر السيولة: وإلى تتمثل في عدم قدرة حامل السند على التخلص من السند بالبيع في أي وقت وسعر مناسب، فكلما انخفض احتمال بيع السند عند تاريخ استحقاقه وبسعر سوقي عادل كلما زادت مخاطر سيولة السند.

- مخاطر التضخم: تتمثل في المخاطر الناشئة على انخفاض القدرة الشرائية لقيمة الاستثمار أو العائد الذي يتوقع منه، نتيجة وجود حالة التضخم في الاقتصاد.

- مخاطر إعادة الاستثمار هيت تلك المخاطر الناتجة عن إعادة استثمار الفوائد التي يحصل عليها المستثمر حامل السند، بالإضافة إلى القيمة الاسمية التي يستردها عند تاريخ الاستحقاق².

- مخاطر الإفلاس: مع حقيقة أن مخاطر الإفلاس التي يتعرض لها حملة السندات تقل عن تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم بسبب الأولوية الموفر لحملة السندات على

¹-انظر خالد احمد سيف الشعراوي ,مرجع سابق ,ص 84,85

²-انظر لجودي صاطوري , مرجع سابق ص134,135

موجودات الشركة المصدرة إلا أن إفلاس الشركة سيؤدي إلى حدوث انخفاض حاد في الأسعار السوقية لهذه الموجودات وستعكس أثره على حقوق المساهمين وحملة السندات معاً¹.

لذا على راغبي الاستثمار في القروض السندية اختيار السندات ذات النوعية الجيدة و الصادرة عن الشركات تتمتع بقدرة مالية جيدة .

¹-انظر علي العمودي ,مرجع سابق ,ص94

خاتمة

خاتمة:

نستنتج من خلال هذه الدراسة ،أنه نظرا لخطورة الديون الخارجية بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية وعجز البنوك على تلبية متطلبات المؤسسات،فيما يخص الموارد المالية طويلة الأجل،بدى من الضروري للمؤسسات كبيرة الحجم ،كشركات الأسهم التوجه نحو مصدر تمويل آخر مهم،وهو القرض السندي،الذي يعتبر أحد أهم البدائل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية للحصول على التمويل اللازم لتجسيد برامجها الاستثمارية،والتوسع فيها .

القرض السندي عبارة عن عقد دين يبرم بين المؤسسة المصدرة وعدة مقترضين (مؤسسات وأفراد)،بمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأولى، مع التزام هذا الطرف الاخير برد أصل المبلغ إضافة إلى الفوائد المترتبة عليه في مواعيد الاستحقاق المحدودة.

ترخص بإصداره هذا القرض الجمعية العامة العادية للمساهمين لأنه لا يؤدي إلى زيادة رأسمالها، وقد حصر المشرع إصدار هذا الأخير في الشركات التي تتبنى شكل شركات الأسهم فقط ،استحدث المشرع الجزائريأنواع جديدة للقرض السندي بغية جلب المدخرين وتفعيلالسوق المالية بالإضافة إلى تكليف هيئات تعمل على تنظيم عملية سير القرض السندي ومن بدايتها إلى نهايتها ،تتمثل في كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تعتبر السلطة العليا في السوق المالية ،مهمتها هي تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر خاصة على حماية الادخار المستمر في القيم المنقولة ،كما تستعين هذه الأخيرة بأجهزة تعمل تحت رقابتها، تتولى إدارة حصص البورصة سماها المشرع بشركة تسيير بورصة القيمة المنقولة وهيئة تكلف بتسوية الحصص تدعى المؤتمن المركزي على السندات،بالإضافة إلى ذلك فإن إصدار القرض السندي يتم في السوق الأولية ،ويتم تداوله في السوق بين البنوك ،أو بين الوسطاء الماليين.

ونلاحظ أنه ما يشجع المؤسسات على اللجوء إليه هو ما يتميز به التمويل بالاقتراض السندي من قلة التكلفة مقارنة من التمويل بالأسهم، وتكلفة الاقتراض الثابتة في العقد لا يتغير بتغير مستوى الأرباح أو خسارة في الشركة ، بالإضافة إلى مميزات أخرى تجعله من أدوات الاستدانة المهمة والوسيلة المثلى لتلبية الاحتياجات لتمويل هذه المؤسسة، وقد حرص المشروع على حماية جمهور المدخرين والمستثمرين يمنحهم الحق في تشكيل جماعة حاملي القرض السندي ، تدافع عن حقوقهم وتحافظ عليها.

إنَّ القرض السندي من أهم أشكال الاقتراض الذي أضحت تسعى إليه المؤسسات الخاصة أو العامة والذي يساهم في توفير التمويل اللازم في حالة القيام بمشاريع كبرى أو التوسع فيها ، مما يؤدي الى تحسين الوضعية المالية للمؤسسة وتجنبها اللجوء إلى الاستدانة الخارجية أو إلغاء هذه المشاريع. وبالرغم من أهمية هذه الآلية إلا أن هناك عوائق تحول دون استعمال هذه الآلية بشكلها المناسب وتتمثل في:

- غياب التحفيز الحكومي للتمويل من السوق المالية من خلال لتشجيع المؤسسات من خارج السوق المالية بتحمل الخزينة العمومية لجزء من اعباء القروض الممنوحة للمؤسسات الجزائرية في إطار تمويل برامجها الاستثمارية.
- نقص الوعي الادخاري وتخوف الجمهور (أشخاص الطبيعيون والمعنويون) من الاستثمار فيها لكونه لا يعرف المؤسسة معرفة عميقة، ولغياب المعلومات المفصلة عن صورة المؤسسة ومكانتها وقوة مركزها المالي، وفقدان الثقة في قطاع الأعمال خاصة في ظل تخوف الجمهور من تأثير استفحال الازمة المالية العالمية وقبلها البنوك الخاصة في الجزائر. بالإضافة إلى ضعف الادخار الفردي وانخفاض القدرة الشرائية للفرد الجزائري ،فهي مشكلة تعيق إنجاح عملية إصدار القرض السندي ، وهذا من خلال إخفاق مؤسسة "داخلي" الجزائرية في عملية إصدار القرض السندي الذي أدى إلى تأخر الانطلاق في إنجاز مشروع "الجزائر مدينة".

- كذلك بالرغم من تبني الجزائر نظام الخصخصة واعتمادا على المبادرة الفردية ، لا تزال المؤسسات والجمهور لا تعرف إلا المصارف كمصدر تمويل وحيد والاعتماد على ما تقدمه الدولة فقط بالإضافة إلى عوامل أخرى تتعلق بالعامل القانوني وعدم ملائمة لتطورات الحاصلة في السوق المالية بالإضافة لعامل السياسي الذي مرت به الجزائر خلال فترة التسعينات أثر سلبا على محاولة المشرع الجزائر تشجيع انتقال رؤوس الأموال وجلب الاستثمارات الوطنية والأجنبية.

- أيضا قلة الشركات المتعاملة في البورصة بالإضافة إلى مشكل الجباية التي تتعرض لها شركات الأسهم «وهي التي تتعامل في البورصة»، ولهذا يفضل المستثمرون إنشاء شركات تضامن والمسؤولية المحدودة، كذلك العامل الديني من خلال رفض الادخار في الأسواق المالية واستعمال القروض السندية لارتباطها بالفوائد والتي تعبر من الربا المحرم في الإسلام، بالإضافة إلى غياب الاحترافية في تسيير القيم المنقولة وعدم الدعاية إليها بالشكل المطلوب وعدم وجود أجهزة فعالة مستقلة استقلالية مطلقة تضمن الموضوعية وتوفر الحماية اللازمة للمستثمرين. ومن أجل إعادة تطوير آليات القرض السندي وإعادة تنشيط السوق المالية نقترح بعض الحلول والإجراءات نذكر منها:

- أولها فتح المجال أمام الأنواع الأخرى من الشركات وعدم حصرها في شركات المساهمة كما فعل المشرع الفرنسي.
- توفير الاستقرار السياسي لأن وجود سياسة مالية مستقرة تزيد من جلب رؤوس الأموال للمستثمرين الوطنية المحليين والأجانب بذلك توسع قاعدة المصدرين.
- الإصلاح التشريعي من خلال وضع تشريعات فعالة لتنظيم عملية التبادل في السوق المالية وأن تتماشى مع تطورات السوق المالية العالمية.
- العمل على محو الأسواق الموازية والتي تعرقل الاستثمار في الأوراق المالية لأنها غير مراقبة من مصالح الضرائب.

- تطوير أنظمة العمل ببورصة الجزائر للقيم المنقولة من خلال تطوير نظم المعلومات وإحداث نظام لإدارة المعلومات الخاصة بالسوق المالية.
- توفر الدعاية اللازمة لإصدار القرض السندي واختيار الوقت الملائم الذي يكون فيه الادخار كافيا وغزيرا، والإفصاح والشفافية على هذه العملية التي تمكن المدخر أو المستثمر، من الاطلاع أكثر على العملية واكتساب الثقة.
- توفير الحماية والأمان للمستثمرين والمجمع المالي.
- زيادة الوعي الاستثماري للجمهور وللمستثمرين.
- استعمال الأسلوب التشجيعي والتحفيزي كإعفاء الإصدارات الجديدة من الضريبة وإعفاء الشركات من الضريبة على الأرباح مما يشجع المكننتيين والشركات على استثمار أكبر جزء من أموالها.
- تنشيط بورصة القيم المنقولة وذلك من خلال إعادة النظر في القواعد التي تحكم الشركات والتفتح ومسايرة البورصات العالمية.
- وأخيرا إصدار قروض سنديّة لا تتعارض مع الجانب الديني من خلال إصدار قروض سنديّة إسلامية تتاسب ثقافة المستثمر الجزائري.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

1) الكتب:

1. الندري سليمان، أدوات الاستثمار في أسواق راس مال، دار الجامعة الجديدة، 1993.
2. إلياس ناصف، موسوعة الشركات التجاري، الجزء الرابع، دار عويدات للطباعة والنشر بيروت، سنة 1998.
3. جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، الأوراق المتداولة في البورصة والأسواق المالية، دار الهدى، الجزائر، 2008.
4. حسن علي حديوش وعبد المعطي رضا رشيد، الأسواق المالية، مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر، القاهرة 1991.
5. خالد إبراهيم التلاحمة، الوجيز في القانون التجاري، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، بيروت، 2012.
6. خالد أحمد سيف شعراوي، الإطار القانوني للعمليات التداول في البورصة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2015.
7. شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار الأطلس، الجزائر 1993.
8. صفوت بهنساوي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية القاهرة، سنة 2008.
9. عصام أحمد البهجي، الطبيعة القانونية والإجرائية للإصدار وقيد الأوراق في البورصة، دار العلم الجامعي، مصر 2014.
10. فضلى هاشم، تداول الأوراق المالية وقيد الحسابات، دار الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2005.

11. فوزي محمد سامي، شرح القانون التجاري، الجزء الرابع، دار المكتبة التربية، بيروت، 1998.
12. محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، مؤسسة الطوبجي للطباعة والنشر، القاهرة، 2004.
13. محمد فريد العربي، هانديدويدر، أساسيات القانون التجاري، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004.
14. محمد يوسف ياسين، البروصة، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.
15. مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلات في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
16. مصطفى كمال طه، أساسيات القانون التجاري، الطبعة الثانية، منشورات الحلبي الحقوقية، 2012.
17. نصر علي طاحون، إدارة محافظ الأوراق المالية، دار النهضة العربية، مصر، 2003.

ثانيا: الرسائل والمذكرات

1) الرسائل:

1. أيت مولود فاتح، الإدخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون، رسالة دكتوراه، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012.
2. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2006.

3. تواني نصييرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري، دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، ت خصص قانون كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2013.
4. حمليل نواره، النظام القانوني في السوق المالية الجزائرية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2014.
5. محمد إبراهيم الضبع، النظام القانوني لتسوية العمليات الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2012.
6. محمد شكرين، انعكاسات استخدام القرض السندي في الجزائر كأداة تمويل للمؤسسات وأداة تداول في السوق المالية، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2014.
7. الاغا تغريد ، دراسة تحليلية لمعوقات وسبل تفعيل سوق الاوراق المالية بالجزائر ،رسالة دكتوراه، تخصص الاقتصاد المالي ، كلية الحقوق الاقتصادية جامعة الجزائر 2010

(2)المذكرات:

1. الجودي صطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار، مذكرة ماجستير، فرع مالية ،المدرسة العليا للتجارة، الجزائر 2006.
2. بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد السهم، دراسة سنة تطبيقية للأسهم مجموعة من الشركات المصرية في البورصة، مذكرة ماجستير، تخصص تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية، قسنطينة 1، 2010

3. صديودة إناس، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2003.

4. علي العمودي، سوق الأوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مذكرة ماجستير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر 2002.

5. فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر واقع وفاق، مذكرة ماجستير، تخصص النقود المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، 2003

ثالثا: المقالات.

1. حشماوي محمد الأغا تغريد، (أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية)، المؤسسة مجلة علمية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، جامعة الجزائر، العدد الأول، 2012. ص 39 58

2. براق محمد، (واقع سواق الاوراق المالية بالجزائر وافاقها)، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والاقتصادية والسياسية، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، يوسف بن خدة، عدد 1، 2004، ص 65 87

1- زروقي مصطفى، (أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسات مع عرض التجربة الجزائرية)، حويات جامعة الجزائر، الجزء الأول، العدد 24، جويلية 2013. ص 453 467

خامسا: القوانين.

(1) النصوص التشريعية:

1. أمر رقم 75-58 مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون المدني، الجريدة الرسمية 78 صادرة بتاريخ 30 سبتمبر 1975، (معدل ومتمم).
2. أمر رقم 75-59 مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية، عدد 101 صادرة في 19 ديسمبر 1975 (معدل ومتمم).
3. قانون رقم 88-01 مؤرخ في 12 جانفي 1988 المؤرخ في 12 جانفي 1988، يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية العمومية، الجريدة الرسمية عدد 2 صادر في 13 جانفي 1988.
4. قانون رقم 90-10 مؤرخ في 14 أفريل 1990 يتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية عدد 16 1990، الملغى بموجب الامر 03-11 مؤرخ في 26 أوت 2003 و ج ر عدد 52 صادرة في 27 أوت 2003 (معدل ومتمم)
5. مرسوم تشريعي 93-08 مؤرخ في 25 أفريل 1993، يتم الأمر رقم 79/59 يتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية، عدد 27 صادرة في 27 أفريل 1993 (المعدل والمتمم).
6. مرسوم تشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 23 ماي 1993 يتعلق بورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، عدد 34 الصادرة في 23 ماي 1993 (المعدل والمتمم).
7. امر 95-22 مؤرخ في 26 أوت 1995، يتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية، جريدة رسمية عدد 48 صادرة في ديسمبر 1995 عدل بموجب الامر 97-12 ج ر عدد 15 ل 19 مارس 1997، ملغى بموجب الامر 01-04 مؤرخ في 20 أوت 2001، يتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية الاقتصادية، ج ر عدد 47 ل 22 أوت 2008، والمعدل في 2008 بموجب الامر 08-01 ج ر عدد 11 ل 2 مارس 2008

8. أمر رقم 96-08 صادر في 10 جانفي 1996، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ب.م) (م.م.ت)، الجريدة الرسمية عدد 03، صادرة في 14 جانفي 1996.
9. أمر رقم 96-10 مؤرخ في 10 جانفي 1996، يعدل ويتم المرسوم التشريعي رقم 93-10، مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة المنقولة، الجريدة الرسمية، عدد 03 صادرة في 14 جانفي 1996.
10. قانون رقم 03-04 مؤرخ في 17 فيفري 2003، يعدل ويتم المرسوم التشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية، عدد 32، صادرة في 07 ماي 2003.
11. امر 03-11 مؤرخ في 26 اوت 2003 يتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية عدد 52 صادر في 27 اوت 2003 (معدل ومتمم)

(2) النصوص التنظيمية:

1. مرسوم تنفيذي رقم 01-169 مؤرخ في 28 ماي 1991 يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، الجريدة الرسمية، عدد 26 صادرة في 01 جوان 1991.
2. مرسوم تنفيذي رقم 91-170 مؤرخ في 28 ماي 1991، يتضمن أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات الأموال لها، الجريدة الرسمية، عدد 26 صادرة في 01 جوان 1991.
3. مرسوم تنفيذي رقم 91-171 مؤرخ في 28 ماي 1991 يتضمن لجنة البورصة، الجريدة الرسمية عدد 26 صادر في 1 جوان 1991،

4. مرسوم تنفيذي رقم 94-176 صادر في 13 جوان 1994، يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 جريدة رسمية عدد 41 صادرة في 26 1994
5. مرسوم تنفيذي رقم 95-438 مؤرخ في 23 ديسمبر 1995 ، يتضمن تطبيق احكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات جر عدد 80 صادرة في 24 ديسمبر 1995
6. مرسوم تنفيذي رقم 96-474، صادر في 28 ديسمبر 1996، يتضمن تطبيق المواد 8 و 23 من الامر 96-08 مؤرخ في 10 جانفي 1996 ،يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) و بين(ش.ا.م) و(ص.م.ن) جريدة رسمية عدد 84 صادر في 29 ديسمبر 1996
7. مرسوم تنفيذي رقم 96-08 صادرة في 28 ديسمبر 1996 يتعلق بهيئات التوظيف المالي للقيم المنقولة، (ه.ت.ج.ق.م) (ش.ا.م) و(ص.م.ن) جريدة رسمية عدد 84 صادرة في 29 ديسمبر 1996.

3)-لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

- 1-نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 مؤرخ في 3 جويلية 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة في رأسمال شركة إدارة البورصة للقيم المنقولة، الجريدة الرسمية، عدد 87، صادرة في 29 ديسمبر، 1997.
- 2-نظام لجنة عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 مؤرخ في 3 جويلية 1996 ن يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة في رأسمال شركة ادارة البورصة للقيم المنقولة جريدة رسمية عدد 87 صادر في 29 ديسمبر 1997 ، المعدل بموجب

نظام رقم 01-15 المؤرخ في 15 افريل 2015 ، جريدة رسمية عدد 55 صادرة 1 اكتوبر 2015

3 نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-97 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997 ، يتعلق بمساهمة الوسطاء في عمليات البورصة في رأسمال شركة تسير بورصة القيم جريدة رسمية عدد 87 صادر في 29 ديسمبر 1997 (معدل و متم)

4-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

5-نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-03 مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات ، الجريدة الرسمية عدد 73 صادرة في "30 نوفمبر 2003

6- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-03 مؤرخ في 18 مارس 2003 ، يتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات ، الجريدة الرسمية عدد 73 صادر في 30 نوفمبر 2003

7-نظام لجنة 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 الجريدة الرسمية عدد 41 صادر في 15 جويلية 2012

3-القرارات

1-قرار وزير المالية

قرار المؤرخ في 28 مارس 2016، يحدد الشروط والكيفيات التي تصدر الخزينة العمومية وفقها سندات القرض الوطني لنمو الاقتصادي جريدة رسمية عدد 20 الصادرة في 30 مارس 2016

2- قرار شركة تسير بورصة القيم المنقولة

قرارات شركة تسير بورصة القيم المنقولة ، رقم 98 - 03 المؤرخ في 22 مارس 1998 المتعلق بقواعد المقاصة وتسوية عمليات البورصة ، المعدل والمتمم بموجب القرار رقم 99-07 المؤرخ في 22 جويلية 1999، ثم بموجب القرار 02-11 المؤرخ 17 فيفري 20.

5- المواقع الإلكترونية.

- www.GOSOB.dz
- www.sgbv.dz
- Www.algerie clearing.org

6- بلغة الفرنسية

A- OUVRAGES

- 1-Arnaud Thauvron ,AnnaickGuyvarv h',DSG2 finance, Manuel 4^{émé}, Edition, Edition foucher, paris, 2010
- 2-Barnet Pascal Gearges, DSSG2 Finances manuel et application, 2^{ème} Edition, dunod, paris 2009

3–Pierre conso, la gestion financière de l'entreprise ,Dunod ,7^{eme}
,Edition, paris 2010

4–GeorgesLegros ,MiniManuel de finances de
l'entreprise,Dunod,paris,2010

2–THESES

1. BERRAG Mohammed, Le marché Financier en Algérie entre la
réalité et les expériences, Magister, sciences de gestion,
Option : Fiance, Ecole supérieure de commerce, juillet 1993.

الفهرس

الفهرس

كلمة شكر

إهداء

مقدمة 1

الفصل الأول:

ماهية القرض السندي.

تمهيد: Erreur ! Signet non défini.

المبحث الأول: مفهوم القرض السندي 8

المطلب الأول: المقصود بالقرض السندي. 9

الفرع الأول: تعريف القرض السندي 9

الفرع الثاني: أنواع القرض السندي 18

الفرع الثالث: تمييزه عما يشابهه من القيم المنقولة. 27

المطلب الثاني: الطبيعة القانونية للقرض السندي 36

الفرع الأول: خصائص القرض السندي 36

الفرع الثاني: التكييف القانوني للقرض السندي 38

المبحث الثاني: الإطار العضوي لعملية التمويل بالقرض السندي.....	40
المطلب الأول: الهيئات المتدخلة لعمليات التمويل للقرض السندي.....	40
الفرع الأول: المصدرون.....	41
الفرع الثاني: المستثمرون.....	44
الفرع الثالث: الوسطاء.....	47
المطلب الثاني: الهيئات المنظمة لعملية القرض السندي.....	52
الفرع الأول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.....	53
الفرع الثاني: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.....	56
الفرع الثالث: المؤتمر المركزي على السندات.....	60

الفصل الثاني:

تقنية التمويل بالقرض السندي

تمهيد: Erreur ! Signet non défini.....	
المبحث الأول: الإصدار والتداول بالقرض السندي.....	73
المطلب الأول: إصدار القرض السندي.....	74
الفرع الأول: شروط الإصدار.....	74
الفرع الثاني: إجراءاته.....	79
الفرع الثالث: صورته.....	82
المطلب الثاني: تداول القرض السندي.....	86
الفرع الأول: إجراءات البيع.....	87
الفرع الثاني: تسعيرة السندات.....	90
الفرع الثالث: المقاصة والتسوية.....	94

المبحث الثاني: آثار عملية القرض السندي	98
المطلب الأول: الحقوق المخولة لحاملي القرض السندي	98
الفرع الأول: الحق في الفوائد الثابتة	99
الفرع الثاني: الحق في استرداد القيمة الاسمية لقرض السندي	101
المطلب الثاني: تكوين جماعة حاملي القرض السندي وتقييم عملية التمويل بالقرض السندي	105
الفرع الأول: الطبيعة القانونية وأسباب نشأة جماعة حاملي القرض السندي	105
الفرع الثاني: تنظيم جماعة حاملي القرض السندي وصلاحياتها	107
الفرع الثالث: تقييم عملية القرض السندي	110
خاتمة:	115
قائمة المراجع	120
الفهرس	130