

مستخرج من محضر إجتماع المجلس العلمي

بتاريخ : 25 جانفي 2023

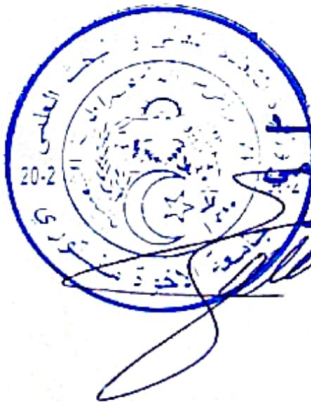
يشهد السيد رئيس المجلس العلمي لكلية الحقوق بجامعة الاخوة منتوري- قسنطينة 1 بأن

المجلس العلمي في إجتماعه بتاريخ : 25 جانفي 2023، قد صادق على المطبوعة البيداغوجية

للدكتور(ة): بوفامة سميرة

تحت عنوان: محاضرات في قانون البورصة و الأسواق المالية

رئيس المجلس العلمي



أ.د سامي بلعابد
رئيس المجلس العلمي
لكلية الحقوق

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

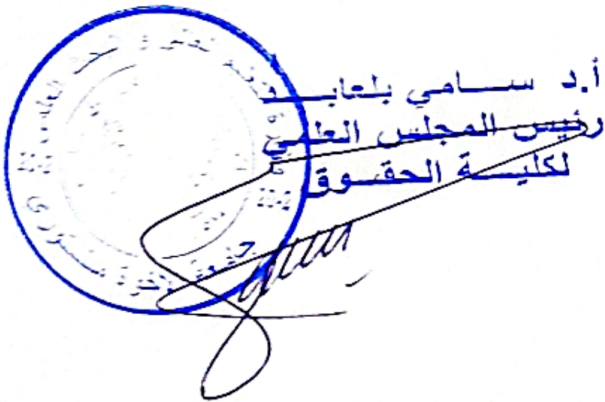
جامعة الاخوة منتوري قسنطينة 1

كلية الحقوق

محاضرات في قانون البورصة والأسواق المالية

موجهة لطلبة الماستر 1 تخصص قانون الأعمال

الدكتورة: بوفامة سميرة



السنة الجامعية 2021-2022

مقدمة عامة

يسعدني أن أضع بين أيدي أبنائي الطلبة، وتحديدًا طلبة الماستر 1 تخصص "قانون الأعمال" هذه المطبوعة البيداغوجية المتخصصة في مقياس "قانون البورصة والأسواق المالية"، والمعدة لتتوافق مع المقرر الوزاري المبرمج للمادة.

تأتي هذه المطبوعة في وقت تشهد فيه البيئة الاقتصادية المعاصرة تحولات متسارعة، غدت معها الأسواق المالية أحد أبرز ركائز النمو، والرافد الحيوي لتعبئة الادخار وتوجيهه نحو الاستثمارات المنتجة، فلم تعد البورصة اليوم مجرد فضاء مادي لتداول القيم المنقولة، بل تحولت إلى منظومة قانونية ومؤسسية متكاملة، محكومة بإطار تشريعي دقيق تسهر على تسييره أجهزة متخصصة، بهدف بث الثقة في الاقتصاد الوطني وضمان الشفافية والعدالة بين المتعاملين.

وفي الجزائر، شكّل التوجه نحو اقتصاد السوق منعطفًا حاسمًا في المنظومة التشريعية والمالية؛ حيث سعى المشرع منذ تسعينيات القرن الماضي إلى تأسيس سوق مالي يواكب الإصلاحات الاقتصادية ويفتح آفاقًا تمويلية جديدة خارج القنوات البنكية التقليدية. وقد تجسد هذا المسعى في صدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 (المعدل والمتمم بالقانون رقم 03-04) كبنية تحتية لتنظيم سوق القيم المنقولة وضبط أجهزتها.

وتجدر الإشارة إلى أن أسواق المال لفظ عام، يشير إلى مجموعة من الأسواق تتدرج تحتها وتشمل: أسواق العقود المستقبلية و التي تتداول فيها العقود الآجلة، عقود المبادلات ،و عقود الخيارات. وأسواق حاضرة أو فورية و تنقسم بدورها إلى أسواق رأس المال والتي تتعامل في الأدوات المالية كالأسهم وأدوات الدين مثل السندات ، وأسواق النقد وهي أسواق العملات والأدوات النقدية قصيرة الأجل مثل أنونات الخزنة وشهادات الإيداع.

وبالرجوع إلى الأسواق الفورية للأدوات المالية أو القيم المنقولة نجدها تنقسم بدورها في البورصات العالمية النشطة إلى عدة أسواق، وهي السوق الرسمية المنظمة Le marché réglementé، السوق الثانوية Le second marché، والسوق غير الرسمية Le marché hors cote، حيث تؤمن الدول التي تتبنى نموذج تعدد الأسواق بضرورة إتاحة الفرصة لكل المتعاملين الاقتصاديين لتطوير مشاريعهم بحسب المعطيات التي تتيحها كل من هذه الأسواق، وتعرف البورصة بأنها سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين، من أجل بيع وشراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية، وتؤدي كلمة البورصة معنيين هما: المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون للبيع والشراء، ومجموع العمليات التي تتعقد فيه.

وتعد الجزائر من بين الدول التي تبنت وحدة السوق ووحدة الجدول، إلا أن هذه الوحدة سرعان ما أخذت تتلاشى نوعا ما لا سيما بعد تعديل النظام العام للبورصة 97-03 من خلال النظام 12-01 المعدل والمتمم له، والذي تم من خلاله تقسيم بورصة الجزائر إلى أربعة أقسام:

- سوق رئيسية لسندات رأس المال الصادرة عن الشركات الكبرى.

- سوق لسندات رأس المال الصادرة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- سوق لسندات الدين الصادرة عن شركات المساهمة والهيئات العمومية والدولة.

- سوق لكتلة الدين التي تصدرها الدولة (السندات الشبيهة بالخرينة).

ورغم التحديات التشغيلية والهيكلية التي ما زالت تواجه بورصة الجزائر في الواقع العملي، فإن دراسة هذا القانون تكتسي أهمية أكاديمية بالغة لفهم آليات عمل هذا القطاع واستشراف فرص تطوره، ومن أجل تزويد الطالب بفهم منهجي وشامل للبنية القانونية والفنية للسوق

المالية، تم تقسيم هذه المطبوعة إلى أربعة محاور متكاملة تغطي الجوانب المؤسساتية والتشغيلية والردعية للسوق:

المحور الأول (أجهزة البورصة): ويُعنى بدراسة المنظومة المؤسساتية والرقابية للبورصة، بدءاً بـ بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) كسلطة ضبط إقتصادي ، مروراً بشركة تسيير بورصة القيم (SGBV) ، وصولاً إلى الدور الفني للمؤتمن المركزي على السندات (Algérie Clearing) .

المحور الثاني (المتدخلون في البورصة): ويسلط الضوء على الأطراف الفاعلة والمحركة للنشاط الاستثماري، ولا سيما شركات الوساطة المالية والبنوك المعتمدة، إلى جانب هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ودورها في تنشيط حركية الادخار.

المحور الثالث (عمليات البورصة): ويقدم تحليلاً عملياً لآليات عمل السوق من خلال التمييز بين عمليات "سوق الإصدار" (السوق الأولية) التي تطرح فيها الأوراق المالية لأول مرة، وعمليات "سوق التداول" (السوق الثانوية) الحاضنة للتعاملات اليومية.

المحور الرابع (جرائم البورصة): ويبحث في الحماية الجنائية المقررة لنزاهة السوق، عبر دراسة الركن القانوني والموضوعي للجرائم المالية الحساسة، لاسيما جريمة استغلال المعلومات التمييزية (السرية)، والتلاعب بالأسعار، والمضاربة غير المشروعة.

ختاماً، نسأل الله العليّ القدير أن تشكل هذه المادة العلمية مرجعاً مفيداً يسهم في تعميق المعارف القانونية لطلبتنا، ويؤهلهم لولوج قطاع قانون الأعمال بوعي وفهم واكب التحولات المعاصرة.

والله ولي التوفيق والنجاح .

المحور الأول:

أجهزة البورصة

تتكون بورصة الجزائر بحسب المادة 3 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدلة بالمادة 2 من القانون 04/03 من ثلاث اجهزة ، تلعب دورا اساسيا في تسيير وادارة ورقابة هذه الاخيرة، وهي تتمثل في :

1-لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB.

2-شركة تسيير بورصة القيم SGBV.

3-المؤتمن المركزي على السندات ALGERIE CLEARING.

المبحث الأول

لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

أنشأ المشرع الجزائري لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بمقتضى المادة 20 من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدلة بنص المادة 15 من القانون 03-04، التي تنص على أنه ""تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، وتتكون من رئيس وستة أعضاء"، وتتمثل مهامها أساسا في حماية المستثمرين في القيم المنقولة وحسن سير بورصة القيم المنقولة وشفافيتها¹، ومن خلال هذا المطلب نحاول إعطاء تكييفا قانونيا للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ونبين التشكيلة البشرية لها (المطلب الأول)، ثم نحدد صلاحيات اللجنة التي تتراوح ما بين سن الأنظمة، والرقابة، وإقرار العقوبات التأديبية (المطلب الثاني).

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي والهيكل للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

تعتبر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من اهم الأجهزة الإدارية والرقابية داخل البورصة الجزائرية، وذلك باعتبارها سلطة ضبط متمتعة بالشخصية القانونية والاستقلال

¹ المعدلة بنص المادة 17 من القانون 03-04. راجع المادة 30 من المرسوم التشريعي 93-10

المالي، وهو من سنسلط عليه الضوء من خلال هذا المطلب من خلال بيان طبيعتها القانونية وتشكيلتها البشرية.

الفرع الأول: الطبيعة القانونية للجنة وصفتها كسلطة ضبط مستقلة

أولاً: سلطة إدارية مستقلة:

شهد القانون الإداري الجزائري التقليدي القائم على ثنائية "المركزية واللامركزية" تحولاً مفاهيمياً عميقاً مع تبني آليات "الدولة الضابطة" في المجال الاقتصادي والمالي. ويعد استحداث لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 تطبيقاً حياً لجيل جديد من الأشخاص الإداريين العامين يُعرف بـ "السلطات الإدارية المستقلة".¹

إن وصف اللجنة بأنها "سلطة إدارية مستقلة" يقتضي بالضرورة الجمع بين صفتين ظاهرياً متناقضتين: الصفة "الإدارية" التي تلحقها بالدولة، وصفة "الاستقلالية" التي تبعدها عن هيمنة السلطة التنفيذية التقليدية

1- عناصر الصفة الإدارية والسلطوية للجنة: تتجلى الصفة الإدارية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من خلال طبيعة الصلاحيات والامتيازات الممنوحة لها، والتي تتدرج بوضوح ضمن قانون الامتيازات غير المألوفة في القانون الخاص² (امتيازات السلطة العامة) *إصدار القرارات الإدارية النافذة بذاتها: تملك اللجنة القدرة على اتخاذ قرارات فردية ملزمة للمتدخلين في السوق المالي، مثل منح التأشيرات (Visas) للمنشورات الإعلامية للشركات،

¹ محمد الصغير بعلي، القانون الإداري ، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2004، ص 105.

² عمار عوابدي، النظرية العامة للمنازعات الإدارية في النظام القضائي الجزائري، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014، ص 88.

أو سحب الاعتمادات من الوسطاء، وهي قرارات تصدر بالإرادة المنفردة للجنة وتحدث أثرا قانونيا مباشرا في المراكز القانونية للمخاطبين بها دون حاجة للجوء إلى القضاء لتنفيذها¹.

* اعتبار قراراتها تصرفات إدارية: إن المنازعات الناشئة عن قرارات اللجنة تؤول اختصاصا إلى القضاء الإداري (مجلس الدولة)، مما يؤكد صبغتها الإدارية الخالصة ويخرجها من دائرة القانون الخاص رغم أنها تضبط نشاطا تجاريا وماليا استثماريا بحتا.

2- مظاهر الاستقلالية عن التبعية الرئاسية والوصائية: تعتبر استقلالية لجنة (COSOB) خروجاً عن مبادئ التنظيم الإداري التقليدي في الجزائر، حيث لا تخضع اللجنة للرقابة الرئاسية (Pouvoir Hiérarchique) ولا لرقابة الوصاية الإدارية (Tutelle) من قبل وزير المالية أو رئيس الحكومة وتتخذ هذه الاستقلالية مظهرين رئيسيين:

- الاستقلالية العضوية (الهيكليّة): وتتمثل في حصانة أعضاء اللجنة ورئيسها أثناء أداء مهامهم؛ حيث يتم تعيين الرئيس بموجب مرسوم رئاسي لفترة زمنية محددة قانوناً بينما يعين الأعضاء بمرسوم تنفيذي طبقاً للمادة 21 من المرسوم التشريعي 93-10 و نص المادة 23 من المرسوم التشريعي 93-10 والتي نصت على أن نصف التشكيلة تجدد خلال سنتين ماعدا الرئيس ، ولا يملك الوزير المكلف بالمالية سلطة عزلهم أو إنهاء مهامهم بشكل تعسفي أو بناء على اعتبارات سياسية، مما يحميهم من الضغوطات الحكومية². كما يخضع الأعضاء لنظام صارم من حالات التنافي (Incompatibilités) ، حيث يحظر عليهم ممارسة أي نشاط تجاري أو امتلاك أسهم في الشركات المقيدة في البورصة³ تجنباً لتضارب المصالح وضماناً للحيداء المطلق .

¹ أسماء سايعي، "الإختصاص التنظيمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ووسائل ممارسته"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة 1، العدد 49، 2018، ص 439.

² نوال إبراهيم نلجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها كالية لتفعيل السوق المالية، دفاتر البحوث العلمية، المجلد 2، العدد 2، 2014، ص 122.

³ المادة 24 و 25 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم 34 (المعدل والمتمم) ..

حيث ولضمان الاستقلالية العضوية لهذه اللجنة كرس المشرع الجزائري آليات صارمة لنظام التنافي بين وظيفة العضو في هذه السلطة وبين الوظائف الحكومية أو البرلمانية ومن هنا جاء الأمر 07- 01 المؤرخ في 1-3-2007 والمتعلق بحالات التنافي ليشمل مجال تطبيقه حالات التنافي على مستوى سلطات الضبط أو كل هيئة مماثلة تتولى مهام الضبط أو المراقبة أو التحكيم، أما المادة 24 من المرسوم التشريعي 93-10 فكرست حالات التنافي بالنسبة لرئيس اللجنة مع أية إنابة انتخابية أو وظيفة حكومية أو ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر ما عدا أنشطة التعليم أو الإبداع الفني والفكري، و بالإضافة إلى حالات التنافي فقد حدد المشرع الجزائري حالات منع أخرى تتعلق خاصة بضرورة استقلالية الأعضاء تجاه القطاع المهني المضبوط فالمادة 25 من المرسوم التشريعي 93-10 تمنع رئيس اللجنة وجميع المستخدمين الدائمين فيها من القيام بأية معاملات تجارية حول الأسهم المقبولة في البورصة.

- الاستقلالية الوظيفية (اتخاذ القرار): لا تتلقى اللجنة "تعليمات" أو "أوامر" فوقية من السلطة التنفيذية بكيفية الفصل في الملفات المعروضة عليها أو منح وتأجيل التأشيرات، فاللجنة سيدة قراراتها التقنية، ولها وحدها تقدير مدى مطابقة العمليات المالية لأمن السوق وحماية الادخار العام¹.

ويظهر استقلال اللجنة من ناحية أخرى انها هي التي تقوم بتحديد مهام المستخدمين وتصنيفهم وتحديد رواتبهم كما أن تنشيط وتنسيق المصالح الإدارية والتقنية يكون تحت سلطة رئيس السلطة المستقلة ، فلجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و بموجب المادة 03 النظام 03/2000 المؤرخ في 28 سبتمبر 2000² المتضمن تنظيم و سير المصالح الإدارية والتقنية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تنص على أن: "تحدد مهام

¹ بشير يوسف، مرجع سابق ، ص 114.

² قرار وزير المالية المؤرخ في 14-01-2001 يتضمن المصادقة على نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 03/2000 المؤرخ في

28-09-2000 المتضمن تنظيم و سير المصالح الادارية والتقنية لل.ت.ع.ب.م الجريدة الرسمية عدد 08.

وصلاحيات المصالح الإدارية والتقنية للجنة بقرار من رئيس اللجنة"، كما تنص المادة 07 منه على أن: "تحدد رواتب المستخدمين وتصنيفهم بقرار من الرئيس بعد استشارة اللجنة".

ثانيا: سلطة عقابية خاضعة لرقابة قضائية:

من خلال خضوع قراراتها لرقابة القاضي الإداري وبذلك لم يتبع المشرع الجزائري المشرع الفرنسي الذي أخضع قرارات اللجنة لرقابة القاضيين التجاري والإداري حسب الحالة ، و يمكن التمييز بين نوعين من قرارات هذه اللجنة:

1- تلك القاضية برفض اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وهذا حسب المادة 9 من القانون 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10 السابق الذكر .

2- القرارات الفاصلة في المجال التأديبي: ففي ظل المرسوم التشريعي 93-10 كانت من اختصاص الغرفة الإدارية بالمجلس القضائي¹ ولكن في إطار القانون 03-04 أصبحت من اختصاص مجلس الدولة، وبهذا تولى المشرع الجزائري عن الخصائص القانونية التقليدية واستبدلها بقانون يحتوي على خصائص قانونية جديدة . على أن تكيف وظائف هذه اللجنة من الوظائف العليا في الدولة حسب المادة 4 من المرسوم 94-75.

ثالثا: هيئة ذات شخصية معنوية واستقلال مالي:

إن تمتع ل.ت.ع.ب.م بالشخصية المعنوية يعد ركيزة أساسية لاستقلاليتها في أدائها لمهامها، وما يترتب عنه من اهل تقاضي و ابرام التصرفات القانونية، ومن أبرز آثار هذه الشخصية المعنوية أن اللجنة تتمتع باستقلال مالي وذلك بموجب المادة 20 من القانون 03-04، ويعد الاستقلال المالي الضمانة الحقيقية والفعالة للاستقلال العضوي والوظيفي، وقد منح المشرع الجزائري للجنة (COSOB) استقلالا ماليا واضحا وهيكليا لتجنب إخضاعها للمساومات السياسية أو الإدارية المرتبطة بالميزانية العامة للدولة ، حيث تملك

¹ المادة 57 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدلة بنص المادة 21 من القانون 03-04.

اللجنة ميزانية خاصة بها يتم إعدادها والمصادقة عليها داخليا من قبل أعضاء اللجنة، وتخرج تماما عن نطاق الميزانيات القطاعية التابعة لوزارة المالية ، وقد احال المشرع الجزائري من خلال المرسوم التشريعي 93-10 على التنظيم لتحديد قواعد أساس هذه الأتأوى وحسابها وكيفية تحصيلها وطبقا للمادة 27 من المرسوم التشريعي 93-10 صدر المرسوم التنفيذي 98-170¹ الذي أحال على وزير المالية ليصدر قرارا وزاريا² يحدد فيه نسب وكيفيات تحصيل الأتأوى كما يلي:

- تأشيرة مذكرة الإعلام عند إصدار قيم منقولة أو عند القرض العمومي أو شرائها أو تبادلها تحدد ب0,075 بالمئة من مبلغ الإصدار أو العرض.
- طلب اعتماد وسيط في عمليات البورصة يقدر 100.000 دج يسدده الوسيط في عمليات البورصة.
- طلب تسجيل مفاوض في البورصة يقدر ب50.000 دج يسدها الوسيط في عمليات البورصة.
- طلب اعتماد هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة يحدد ب 100.000 دج تسدها شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير أو مسير الصندوق المشترك لتوظيف القيم المنقولة.
- دراسة نزاع ذو صبغة تقنية ناتج عن تأويل النصوص القانونية التي تحدد سير البورصة مقابل 10.000 دج لكل ملف يعالج يسدها الطالب.
- الأتأوى المحصلة على شركة تسيير البورصة وتقدر ب 15 بالمئة من مبلغ العمولات التي تحصلها هذه الشركة من عمليات البورصة.

¹ المرسوم التنفيذي رقم 98-170 المؤرخ في 20 ماي 1998 المتعلق بالأتأوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، الجريدة الرسمية عدد 34.

² قرار وزارة المالية المؤرخ في 2 أوت 1998 المتضمن تطبيق المادة 3 من المرسوم التنفيذي رقم 98-170 المتعلق بالأتأوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، الجريدة الرسمية عدد 70

بالإضافة إلى أسلوب التمويل الذاتي الغير ميزاني، يمكن للجنة أن تستفيد من إعانة تسيير من الميزانية العامة للدولة وهي عبارة عن كيفية استثنائية إذ نص المشرع على إمكانية اللجوء إلى الدولة عند الحاجة.

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي والتشكيلة المؤسساتية للجنة (COSOB)

إن نجاعة أي سلطة ضبط إدارية مستقلة لا تتوقف فقط على طبيعة النصوص القانونية الواصفة لاستقلاليتها، بل ترتبط ارتباطا عضويا وبنويا بمدى توازن هيكلها التنظيمي، وطبيعة التركيبة البشرية القائمة على تسييرها، وقد سعى المشرع الجزائري من خلال المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم الى النص على تركيبة تحقق مرونة تخصصية تزاج بين الخبرة القانونية الصارمة والخبرة المالية والتقنية المتطورة¹.

ولتحقيق هذا التوازن، وضع المشرع هيكله بشرية ذات صبغة جماعية وتعددية، ودعمها بهياكل ومصالح تقنية متخصصة تضفي على أعمال اللجنة طابعا مؤسساتيا احترافيا، لاسيما الغرفة التأديبية والتحكيمية .

أولا: التشكيلة البشرية للجنة وآليات التعيين والضمانات:

تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على مبدأ "التداول الجماعي (Collégialité)" في اتخاذ القرار، وهو المبدأ الذي يميز سلطات الضبط الحديثة عن الهيئات الإدارية التقليدية القائمة على السلطة الفردية للوزير أو المدير².

تتألف اللجنة من رئيس وستة (06) أعضاء، يتم اختيارهم وتعيينهم بناء على معايير صارمة ترتبط بكفاءتهم ونزاهتهم وخبرتهم العميقة في المجالات المالية، الاقتصادية،

¹ محمد الصغير بعلي، مرجع سابق، ص 74.

² عمار عوابدي، مرجع سابق، ص 198.

والقانونية¹، هذا العدد الفردي (07 أعضاء إجمالاً) مقصود تشريعياً لضمان عدم حدوث انسداد أثناء التصويت على القرارات والأنظمة، حيث تؤخذ القرارات بالأغلبية، وفي حال تساوي الأصوات يكون صوت الرئيس مرجحاً².

وقد حرص المشرع على تنويع الروافد المهنية والمؤسسية للأعضاء لضمان عدم انفراد قطاع معين بقرار البورصة، وتتشكل اللجنة كالتالي :

- رئيس اللجنة: وهو الشخصية المحورية التي تقود الهيئة ويمثلها أمام الغير والقضاء.
- قاض من المحكمة العليا أو مجلس الدولة: يقترحه وزير العدل حافظ الأختام، ووجوده يعد صمام أمان لضمان شرعية الإجراءات، لاسيما عند ممارسة اللجنة لمهامها شبه القضائية والتأديبية.

- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية: لضمان التنسيق الاستراتيجي مع السياسة المالية والاقتصادية العامة للدولة دون الإخلال بالاستقلالية.

- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر: نظراً للتكامل البنوي بين السوق النقدي (الذي يديره البنك المركزي) والسوق المالي (البورصة).

- ثلاثة (03) أعضاء من بين الشخصيات المؤهلة: في الميادين المالية والقانونية، وغالباً ما يتم اختيارهم من أساتذة الجامعات المتخصصين أو الخبراء الماليين المعتمدين³.

المطلب الثاني : مهام واختصاصات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

¹ المواد 20 و 22 من المرسوم التشريعي رقم 10-93.

² أحمد هيشور، "الجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في الجزائر: الضابط القانوني للسوق المالية"، مجلة البحوث القانونية و السياسية ، المجلد 3 العدد 1، 2021، ص 282.

³ المادة 22 من المرسوم التشريعي 10-93.

لقد زوّد المشرع الجزائري هذه اللجنة بسلطات واسعة لتمكينها من ممارسة مهامها وذلك بهدف تطوير السوق ومراقبته. لذا سوف نتطرق أولا إلى مهام هذه اللجنة، وثانيا إلى اختصاصاتها.

أولا: مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

لقد نصت المادة 30 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدلة والمتممة بالمادة 17 من القانون 03-04 إن اللجنة تتولى مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر خاصة على:

1- حماية المستثمرين في القيم المنقولة:

وذلك بتسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة تلجأ إلى الادخار علنا بمناسبة إصدار قيم منقولة أو إدخال في البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية و تقوم اللجنة زيادة على المراقبة القبلية على الإعلام بممارسة رقابة بعدية على الشركات المقبولة في جدول التسعيرة وتنصب على المنشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه الشركات¹ وهي: الكشف المالية والتقارير السنوية خصوصا أن إعلان تأشيرة اللجنة لا تتضمن تقديرا لنوعية العملية التي يقررها المصدر بل تعني أن المعلومة التي تتضمنها المذكرات الإعلامية ملائمة ومنسقة وكافية لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره بالاكنتاب أو باقتناء قيم منقولة عن سابق علم ودراية.

هذا وترى اللجنة أنه إذا لم يستطع المدخرين خاصة الصغار الاطلاع على هذه المذكرة المفصلة جدا فلهم المطالبة بوثيقة تلخيصية وهي النشرة التمهيدية التي تحتوي على أهم البيانات عن الإصدار وعن المصدر.

2- حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها:

¹ المواد من 41 الى 43 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم بالقانون 03-04.

إن مراقبة السوق تهدف أساساً إلى ضمان نزاهة وشفافية سوق القيم المنقولة وأمنها من خلال مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، و ماسكي الحسابات وحافضي السندات وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة¹، وهذه المراقبة تسمح بالتأكد ممايلي:

- احترام الوسطاء في عمليات البورصة للقواعد الرامية إلى حماية السوق من كل سلوك تدليسي أو غير منصف.

- سير السوق حسب القواعد التي تتضمن الشفافية وحماية المستثمر.

- القيام بإدارة القيم المنقولة وتسييرها وفقاً للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكمها.

هذه المراقبة تسمح حسب رأينا برصد جنحة استعمال المعلومات السرية أو التلاعب بالأسعار أو المعلومات الخاطئة أو المضللة.

ثانياً: اختصاصات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:

إذا كان الإطار العضوي والهيكل للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) يمنحها مظهر سلطة الضبط المستقلة، فإن فاعليتها الحقيقية تظهر من خلال ممارستها لاختصاصاتها الوظيفية في بيئة السوق المالي، وبناء على ذلك يتمحور الدور الضبطي للجنة حول ثلاثة محاور أساسية: ممارسة السلطة التنظيمية من خلال سن القواعد الفنية وإصدار التعليمات، وممارسة سلطة الرقابة المباشرة عبر منح الاعتمادات وتأشير العمليات المالية، بالإضافة إلى السلطة التأديبية والتحكيمية وما تتوجبه من ضمانات.

1 - السلطة التنظيمية:

¹ حيث تنص المادة 34 من المرسوم التشريعي 93-10 على أنه يمكن للجنة أن تقدم للحكومة مقترحات نصوص تشريعية وتنظيمية تخص اعلام حاملي القيم المنقولة وسيرها والوضعية القانونية للوسطاء في عمليات البورصة.

لقد تولى المشرع الجزائري عن الخصائص القانونية التقليدية واستبدالها بقانون خاص يحتوي على خصائص قانونية جديدة يمنح بموجبها مجموعة من الاختصاصات ذات الطابع القانوني للجنة ضبط بورصة القيم المنقولة، حيث تعد السلطة التنظيمية (Pouvoir Réglementaire) الممنوحة للجنة خروجاً استثنائياً عن القواعد الكلاسيكية للقانون الدستوري والشرعية الإدارية؛ إذ الأصل أن السلطة التنظيمية محصورة في رئيس الجمهورية ورئيس الحكومة (طبقاً للدستور الجزائري)¹، غير أن المشرع ونظراً لخصوصية المجال المالي، منح هذه اللجنة سلطة وضع "قواعد اللعبة" داخل البورصة. وتتجلى السلطة التنظيمية للجنة في قدرتها على صياغة "الأنظمة العامة" (Règlements) التي تكتسي طابعاً مجرداً وعاماً وملزماً لجميع المتدخلين في السوق المالي²، ويتسع نطاق هذه الأنظمة ليشمل الجوانب التقنية البحتة لعمل البورصة، ومنها:

- تنظيم وتأطير أسواق البورصة، تحديد شروط إدراج القيم المنقولة (الأسهم والسندات) وشروط شطبها، وتحديد تقسيمات الأسواق .

- تحديد القواعد المهنية للوسطاء: سن القواعد السلوكية والأخلاقية (Codes de déontologie) التي يجب على الوسطاء في عمليات البورصة (IOB) الالتزام بها في علاقاتهم مع زبائنهم ومع اللجنة، وتحديد معايير الملاءة المالية والكفاية الرأسمالية لهم لحماية المستثمرين من مخاطر الإفلاس.

تقوم اللجنة وفي إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية بإعداد أنظمة تخضع لموافقة³ الوزير المكلف بالمالية ويتم نشرها في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية. ولقد تم الإحالة على تنظيمها تسع 9 مرات وهذا يدل على تمتعها بالسلطة

¹ عمار عوايدي، مرجع سابق، ص 119.

² أسماء سايعي، مرجع سابق، ص 441.

³ أنظر المرسوم التنفيذي رقم 96-102 المؤرخ في 11 مارس 1996 المتعلق بتطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم

93-10، الجريدة الرسمية رقم 18.

التنظيمية وهي الوحيدة التي أحيل لها حتى تحدد شروط تعيين رئيسها وإنهاء مهامه ووضعه القانوني وكذا شروط إنهاء مهام الأعضاء وقواعد حساب الأتأوى وتحصيلها. ومن الأنظمة التي يتم سنها نذكر مايلي¹:

- نطاق مسؤولية الوسطاء والضمانات التي يجب أن يكفلونها لزيائهم.
- القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للسندات.
- القواعد التي تحكم العلاقة بين المؤتمر المركزي للقيم والمستفيدين من خدماته.
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية المطبقة عليهم.
- رؤوس الاموال التي يمكن استثمارها في البورصة.
- قواعد عمل المؤتمر المركزي على السندات.

إن القرارات التنظيمية التي تصدرها هذه اللجنة تخضع لإجراء الموافقة وهو يعني موافقة وزير المالية على هذه اللوائح لتتشر في الجريدة الرسمية مشفوعة بنص الموافقة². وهنا الموافقة هي إجراء شكلي لدخول القرار حيز التنفيذ انطلاقا من نشره في الجريدة الرسمية الذي يختلف عن المصادقة التي تعني إعطاء القرار الصيغة التنفيذية.

2-سلطة الرقابة والمراقبة:

تعتبر السلطة الرقابية للجنة في سوق الأوراق المالية من اهم الوظائف التي تضطلع بها هذه الأخيرة، وعليه فقد اولاهها المشرع عناية خاصة و نظمها بالمواد من 35 الى 50 من المرسوم التشريعي 93-10 ، اذ لا يقتصر دور اللجنة على وضع القواعد العامة، بل يمتد

¹ المادة 31 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدلة بنص المادة 18 من القانون 03-04.

² وذلك عملا بنص المادة الاولى من المرسوم التنفيذي رقم 96-102 المؤرخ في 11 مارس 1996 يتضمن تطبيق المادة

32 من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 18.

إلى الرقابة اليومية والوقائية على كافة العمليات المالية والجهات المتدخلة في السوق لضمان الشفافية ومحاربة الاحتكار والتلاعب بالأسعار، حيث إن لجنة تنظيم عمليات البورصة تسهر على مدى احترام وتطبيق القانون وكذا الاحكام التنظيمية ومن صلاحياتها في المجال الرقابي بصفة خاصة:

1- الرقابة على عمليات الاستدعاء العلني للادخار (منح التأشيرة): تعتبر رقابة اللجنة على الشركات التي تلجأ إلى الاستدعاء العلني للادخار حجر الزاوية في حماية المدخرين الصغار والمستثمرين المؤسساتيين ، وتتمثل هذه الآلية في إلزامية منشور الإعلام (Prospectus) لا يمكن لأي شركة (عمومية أو خاصة) إصدار أسهم أو سندات للجمهور دون إعداد منشور إعلامي مفصل يتضمن الوضعية المادية والمالية الحقيقية للشركة، وتوقعاتها الربحية، والمخاطر المحيطة بالمشروع¹.

وتتولى المصالح التقنية للجنة دراسة هذا المنشور بدقة للتأكد من خلوه من أي تضليل أو إخفاء لمعلومات جوهرية، فلها سلطة فحص وتدقيق المنشور ومنح التأشيرة (Visa) وفي حال مطابقة المنشور للمعايير القانونية والمحاسبية، تمنح اللجنة "تأشيرتها" التي تسمح ببداية العملية.

2- رقابة الفاعلين وسلطة منح الاعتماد للوسطاء (IOB) : تخضع ممارسة مهنة وسيط في عمليات البورصة (Intermédiaire en Opérations de Bourse) لرقابة حصرية وصارمة من قبل اللجنة، باعتبارهم القناة الوحيدة التي تمر عبرها أموال المستثمرين إلى مقصورة التداول ، فلا يجوز للبنوك، أو المؤسسات المالية، أو الشركات التجارية المتخصصة ممارسة نشاط الوساطة المالية إلا بعد الحصول على اعتماد رسمي مكتوب من اللجنة وتتحقق اللجنة قبل منح الاعتماد من الشروط الذاتية للمسيرين (الخبرة، السيرة الحسنة، النزاهة) والشروط الموضوعية للشركة (رأس المال الأدنى، المقر، الوسائل التقنية)،

¹ المادة 41 من المرسوم التشريعي 10-93. المعدلة بالقانون 04-03.

بالإضافة الرقابة المستمرة حيث تملك اللجنة سلطة إلزام هؤلاء الوسطاء بتقديم تقارير دورية (محاسبية ومالية)، كما تملك حق إجراء تفتيش مفاجئ في مقراتهم لفحص السجلات والمنظومات الرقمية ومطابقتها للتنظيمات المعمول بها¹، لضمان عدم استغلال أموال الزبائن في ممارسات غير قانونية .

3- تشرف على رقابة مهام ونشاط شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، بان تنتدب مراقبا² لاجتماعات البورصة يتولى مهمة السهر على مراعاة أحكام النظام العام، هذا الأخير الذي يمكنه التدخل لتسوية النزاعات ذات الطابع التقني والتي تقع بين الوسطاء على وجه الخصوص والتي من شأنها ان تعوق سير اجتماع البورصة، كما يمكن له ان يقضي بتعليق تحديد سعر او عدد من الاسعار³.

4- ويمكن للجنة وعن طريق مداولة خاصة ان تجري تحقيقا في اطار ادائها لمهمتها الرقابية لدى المتدخلين في السوق وبصفة خاصة لدى الوسطاء في عمليات البورصة، ويمكن للاعوان المؤهلين الذين تعينهم اللجنة ان يطلبوا في اطار مهمة التحقيق امدادهم باية وثيقة وان يحصلوا على نسخ منها دون الاحتجاج بالسر المهني تجاههم⁴، ويمكنهم الدخول الى كل المحلات ذات الاستعمال المهني⁵، و للجنة أن تستدعي أي شخص من شأنه أن يقدم معلومات في القضايا المطروحة عليها أو تأمر أعوانها باستدعائه ولكل شخص أن يستعين بمستشار من اختياره⁶.

¹ المادة 37 من المرسوم التشريعي 10-93.

² المادة 46 من المرسوم التشريعي 10-93.

³ المادة 47 من المرسوم التشريعي 10-93.

⁴ حيث تنص المادة 39 من المرسوم التشريعي 10-93: "يلزم اعضاء اللجنة واعوانها بالسر المهني فيما يخص الوقائع والاعمال والمعلومات التي اطلعوا عليها بحكم وظيفتهم... ويلزم الاعوان الخارجون الذين يمكن للجنة ان تستعين بهم بواجب السرية المذكورة....." وهو مايشكل ضمانا بعدم تسريب بعض المعلومات الهامة والسرية للمتعاملين والوسطاء.

⁵ المادة 37 من المرسوم التشريعي 10-93.

⁶ المادة 38 من المرسوم التشريعي 10-93.

- 5- ولقد خوّل المشرع الجزائري لرئيس لجنة البورصة في حالة وقوع عمل مخالف للأحكام التشريعية و التنظيمية و من شأنه إلحاق الضرر بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة، صلاحية الطلب من المحكمة إصدار أمر للمسؤولين بالامتثال لهذه الأحكام ووضع حد لهذه المخالفة أو إبطال آثارها، ويحيل رئيس اللجنة نسخة من طلبه على النيابة العامة.
- وتفصل الجهة القضائية المختصة في الأمر استعجاليا، ويمكن لها أن تتخذ أي إجراء تحفظي وتصدر غرامة تهديدية قصد تنفيذ أمرها وتحيلها للخرينة العمومية¹.
- 6- تنشر الملاحظات التي يمكن أن تهم الجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة أو في أية أداة إعلامية أخرى².

3- السلطة التأديبية والتحكيمية:

إن منح لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) سلطات تنظيمية ورقابية وقائية لا يكون مجديا ما لم يُدعم بـ "سلطة ردعية" تمكنها من معاقبة المخالفين وحماية الثقة العامة في السوق المالي³. ومع ذلك، فإن خطورة هذه الصلاحيات الردعية (التي قد تصل إلى حد حرمان الأشخاص من ممارسة مهنتهم أو فرض غرامات مالية باهظة) جعلت المشرع الجزائري يخضع اللجنة لرقابة قضائية صارمة تقودها أعلى هيئة في القضاء الإداري؛ وذلك تماشيا مع المبدأ الدستوري القاضي بخضوع كافة قرارات الإدارة لرقابة المشروعية⁴.

فقد مكن المشرع الجزائري لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من سلطة تأديب وتحكيم حقيقية تهدف إلى تسوية النزاعات بين المتعاملين وبالتالي ضمان مصالح كل الأطراف

¹ المادة 40 من المرسوم التشريعي 93-10.

² المادة 36 من المرسوم التشريعي 93-10.

³ أحمد هيشور، مرجع سابق، ص 256.

⁴ محمد الصغير بعلي، مرجع سابق، ص 122.

الفاعلة في السوق و من ثم حفظ التوازنات الضرورية لعمل و حسن سير المنافسة، لهذا سمح المشرع الجزائري لهذه اللجنة أن تنشئ هيئة تأديبية وتحكيمية تتولى الفصل في النزاعات وتتخذ تشكيلة مغايرة للتشكيلة الأصلية لسلطة الضبط وهذه التشكيلة تتميز بالكفاءة والحيادية فعضوي غرفة التأديب والتحكيم ينتخبان من بين أعضاء اللجنة، إضافة إلى قاضيين يعينهما وزير العدل لكفاءتهما في المجالين المالي والاقتصادي ويتولى رئاسة الغرفة رئيس اللجنة طبقا للمادة 51 من القانون رقم 03-04 أما عن نتائج التحكيم فتتلخص في اتخاذ قرارات مبررة بعد الاستماع إلى الأطراف المعنية، فيما أخضع المشرع الجزائري قرارات غرفة التأديب للطعن أمام مجلس الدولة¹ فإنه استثنى قرارات غرفة التحكيم من إجراء الطعن واعتبرها قرارات نهائية.

فعلى المستوى التحكيمي: تختص الغرفة التحكيمية بدراسة كل نزاع تقني يترتب عن تفسير القوانين والتنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة ويحدث بين الوسطاء في عمليات البورصة، الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الوسطاء في عمليات البورصة وزيائنهم، الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المسعرة طبقا للمادة 52 من المرسوم التشريعي 93-10.

لم يول المشرع اهتماما كبيرا لسلطة التحكيم في إطار المرسوم التشريعي 93-10 أو في القانون 03-04 حيث لم يبين لنا كيفية اتخاذ حكم التحكيم ومدى الزاميته، ولا كيفية الطعن فيه أو تنفيذه و ربما الأمر يعود إلى الطابع التقني للمنازعات التي تنصب على مجرد اختلاف في تفسير القوانين واللوائح.

¹ حيث تنص المادة 57 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدلة بموجب المادة 21 من القانون 03-04: "تعد قرارات الغرفة الفاصلة في المجال التأديبي قابلة للطعن بالإلغاء أمام مجلس الدولة خلال اجل شهر واحد من تاريخ تبليغ القرار موضوع الاحتجاج."

أما على المستوى التأديبي : تدرس هذه اللجنة كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة وكذا كل مخالفة لأحكام تشريعية وتنظيمية مطبقة عليهم ،وتجمع اللجنة بين يديها سلطة توقيع جزاءات ذات طبيعة إدارية ومهنية (عبر غرفتها التأديبية)، وسلطة كشف الجرائم المالية وإحالتها على القضاء الجزائي العام، و تتمتع الغرفة التأديبية والتحكمية للجنة بصلاحيات توقيع مجموعة من العقوبات التدريجية ضد الوسطاء في عمليات البورصة (IOB) والشركات المقيدة، وتصنف هذه العقوبات وفقاً لخطورتها إلى :

-عقوبات معنوية (أدبية): وتتمثل في الإنذار (Avertissement) والتوبيخ (Blâme) ، وتهدف إلى تنبيه الفاعل لضرورة تصحيح مساره التنظيمي دون التأثير المباشر على نشاطه التجاري.

-عقوبات مالية: تتمثل في فرض غرامات تهديدية أو غرامات مالية تتناسب مع حجم الأرباح غير المشروعة المحققة أو الخسائر التي تم تجنبها نتيجة المخالفة .

-عقوبات مهنية (مقيدة للنشاط): وتعد الأشد خطورة، وتشمل التوقيف المؤقت عن ممارسة النشاط، المنع من إجراء بعض العمليات المالية، وتصل إلى السحب النهائي للاعتماد، وهو ما يعني الإقصاء التام والنهائي من السوق المالي¹.

ولكي لا تتحول هذه السلطة إلى أداة تعسفية، ألزم المشرع اللجنة بتوفير ضمانات المحاكمة العادلة وحقوق الدفاع؛ فلا يجوز توقيع أي عقوبة إلا بعد تمكين المخالف من الاطلاع على تقرير المخالفة المحرر ضده، والاستماع لأقواله، ومنحه الحق في الاستعانة بمحامٍ وتقديم دفعه ومذكراته الجوابية كضمانة إجرائية جوهرية².

¹ المادة 55 من المرسوم التشريعي 10-93.

² المادة 56 من المرسوم التشريعي 10-93.

و من ثم وجب على هذه اللجنة أن تحترم ضمانات الحقوق و الحريات الدستورية عند توقيع الجزاء، ويمكن أن نضيف حتى إمكانية الطعن في قراراتها أمام مجلس الدولة وهنا يجب أن ننوه أنه في ظل المرسوم التشريعي 93-10 كانت دعاوى الطعن ترفع أمام الغرفة الإدارية أمام المجلس القضائي لكن في إطار القانون 03-04 أصبحت من اختصاص مجلس الدولة حسب المادة 57 من القانون رقم 03-04 وبذلك لم يتبع المشرع الجزائري المشرع الفرنسي الذي أخضع قرارات سلطة السوق المالية AMF إلى رقابة القاضيين التجاري والاداري حسب الحالة، أما عن مواعيد الطعن الإداري فهي تختلف عن ما هو منصوص عليه في قانون الإجراءات المدنية والإدارية إذ يتم الطعن خلال شهر من يوم تبليغ القرارات لرفض اعتماد الوسطاء المادة 9 من القانون رقم 03-04 أو القرارات فاصلة في المجال التأديبي حسب المادة 57 من المرسوم التشريعي 93-10، وهناك من يرى في هذا الإطار أن سلطة التأديب و التحكيم قد لا يوصلان إلى الحل النهائي للنزاع، وذلك لعدة أسباب أهمها عدم اتصاف العقوبة بالطابع الردعي، وعدم نجاعة نظام التحكيم من جهة أخرى.

ولا تقتصر تجاوزات السوق المالي على المخالفات المهنية البسيطة، بل قد ترقى إلى مصاف "جرائم البورصة (Délits boursiers) "التي تشكل خطرا جسيما على الاقتصاد الوطني، وأبرز هذه الجرائم هي: جريمة استغلال معلومات تمييزية (Insider Trading) ، وجريمة المضاربة غير المشروعة والتلاعب بالأسعار، وجريمة نشر أخبار كاذبة وتضليل الجمهور.

وفي هذا السياق، حددت المادة 40 من المرسوم التشريعي 93-10 الية للتنسيق بين اللجنة والقضاء الجزائري ، فبمجرد قيام أعوان اللجنة بمعاينة أفعال تقع تحت طائلة القانون الجزائري، يصاغ تقرير رسمي ويتولى رئيس اللجنة إحالة الملف إلى المجلس القضائي المختص إقليميا لتحريك الدعوى العمومية.

ونظرا لأن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تصنف كسلطة إدارية مستقلة ذات اختصاص وطني، فإن منازعاتها تخرج عن اختصاص المحاكم الإدارية المحلية وتؤول مباشرة إلى هرم القضاء الإداري الجزائري، وقد استقر المشرع الجزائري على إسناد سلطة النظر في الطعون الموجهة ضد القرارات الصادرة عن لجنة (COSOB) إلى مجلس الدولة باعتباره أول وآخر درجة قضائية، ويسري هذا الاختصاص على نوعين من الطعون:

- دعوى الإلغاء لتجاوز السلطة (Recours en annulation pour excès de pouvoir):
وتقدم من قبل أي ذي مصلحة (كشركة رُفض طلب تأشيرتها، أو وسيط سُحب اعتماده) للمطالبة بإلغاء قرار اللجنة لوجود عيب في الاختصاص، عيب في الشكل، خرق القانون، أو الانحراف بالسلطة¹.

- دعوى القضاء الكامل/التعويض (Pleine juridiction): وتهدف إلى إلزام الدولة (ممثلة في اللجنة) بدفع تعويضات مالية جبرية للمستثمرين أو الوسطاء إذا ثبت أن القرار غير المشروع الصادر عن اللجنة قد أُلحق بهم أضراراً مادية أو معنوية جسيمة (المسؤولية على أساس الخطأ المرفقي للضبط) .

وتثير الرقابة القضائية على سلطات الضبط المالي إشكالية دقيقة تتعلق بـ "حدود رقابة القاضي الإداري على السلطة التقديرية الفنية للجنة" ، فالقاضي الإداري هو رجل قانون وليس خبيراً في الهندسة المالية أو تقنيات التداول البورصي المعقدة، وبناءً على ذلك، يتأرجح موقف مجلس الدولة بين اتجاهين:

- احترام السلطة التقديرية الفنية (Margen d'appréciation): يتجنب مجلس الدولة الحلول محل اللجنة في تقدير الملاءمة الاقتصادية للقرارات؛ فإذا قررت اللجنة أن وضعية

¹ محمد الصغير بعلي، مرجع سابق، ص132.

السوق لا تسمح بإدراج شركة معينة، فإن القاضي يفترض الا يناقش هذا التوجه التقني طالما بني على أسباب موضوعية ولم يشبه عيب التدليس.

-الرقابة الصارمة على المشروعية والخطأ الظاهر في التقدير (Erreur manifeste d'appréciation): يتوسع القاضي في مراقبة الوقائع والتكييف القانوني لها؛ حيث يتأكد من أن العقوبة التأديبية المفروضة على الوسيط متناسبة تماما مع حجم المخالفة المرتكبة (رقابة التناسب)، وأن اللجنة لم تخرق المبادئ الدستورية والقانونية لحقوق الدفاع، مما يضمن كبح جماح السلطة الضبطية المستقلة .

المبحث الثاني

شركة تسيير بورصة القيم المنقولة¹ (SGBV)

تعد شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV) ومن أبرز هذه الهيئات وأكثرها فاعلية في التشغيل اليومي للبورصة ، حيث تتولى التسيير المادي والتقني لعمليات البورصة، وتستمد هذه الشركة أهميتها من كونها الجهاز التنفيذي المباشر لعمليات التداول في السوق المالية الجزائرية، حيث تدار على مستواها جلسات التداول، وتنظم تدفق الأوامر، وتسهر على تطبيق قواعد السوق، مما يجعلها حلقة لا غنى عنها في منظومة البورصة الجزائرية.

غير أن النظام القانوني الذي يحكمها يكتسي طابعا خاصا يميّزها عن سائر الشركات التجارية، إذ تتلاقى في تنظيمها أحكام القانون التجاري العامة المتعلقة بشركات المساهمة مع أحكام خاصة واستثنائية تفرزها طبيعة نشاطها وارتباطها الوثيق بالمصلحة العامة.

¹ SGBV: La société de gestion de la bourse des valeurs.

المطلب الأول : تأسيس شركة تسيير بورصة القيم:

نصّت المواد من 15 إلى 19 مكرر من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم بالقانون 03-04 صراحة على إنشاء شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وحدّدت الأطر القانونية الأساسية لتأسيسها ونشاطها، وقد جاء المشرع الجزائري بصياغة تُشير إلى أن هذه الشركة تُؤسّس لدى بورصة القيم المنقولة وتتخذ شكل شركة ذات أسهم.

تعتبر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمعروفة اختصاراً بـ sgbv شركة ذات أسهم برأسمال قدره 475200000.00 دج ، ولقد أنشأت بتاريخ 25 ماي 1997 ، وكانت تسمى بشركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

أنشأت هذه الشركة من طرف الوسطاء والمعتمدين من طرف لجنة التنظيم والمراقبة طبقاً لنص المادة 16 من المرسوم التشريعي 93-10 وطبقاً للمرسوم التنفيذي 176/94 ، فوجوب مساهمة هؤلاء في رأسمال الشركة شرط أساسي لاعتمادهم في البورصة وتتضح خصوصية هذه الشركة في النقاط التالية :

-أولاً: تأسيسها بموجب نص تشريعي خاص: خلافاً للشركات التجارية العادية التي تُؤسّس بمجرد إرادة الشركاء وفق أحكام القانون التجاري العام، فإن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة أنشئت مباشرة بموجب المرسوم التشريعي 93-10، الأمر الذي يضيفي على نشأتها طابعاً إلزامياً وليس اختيارياً، فلم يكن بإمكان الوسطاء الاستغناء عن تأسيسها أو الانضمام إليها من عدمه بحرية تامة.

-ثانياً: احتكارية التسيير: تتمتع الشركة بصلاحيّة احتكارية في تسيير البورصة الجزائرية، إذ لا يجوز لأي كيان آخر أن يتولى هذه المهمة، وهو ما يميّزها جذرياً عن الشركات التجارية العادية التي تمارس نشاطاً تنافسياً.

-ثالثا: ارتباط الانضمام إليها بالاعتماد المهني: أوجب المشرع الجزائري أن يكون الاعتماد الفعلي للوسيط في عمليات البورصة مشروطا باقتنائه أو اكتتابه في قسط من رأسمال هذه الشركة¹، وهذا الشرط يفرز رابطا عضويا بين العضوية في الشركة والحق في ممارسة مهنة الوساطة في البورصة.

ويقدر الحد الأدنى لمساهمة الوسيط في رأسمال الشركة ب 2 000 000 دج وفي حالة اعتماد وسيط جديد في عمليات البورصة يزيد رأسمال الشركة بمقدار الحصة التي يقدمها الوسيط الجديد أما في حالة انسحاب وسيط فإنه سيتم إعادة شراء حصته .

- رابعا: خضوعها لموافقة وزير المالية: اشترط المشرع أن تكون قرارات الشركة الجوهرية خاضعة لموافقة الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)²، وهو ما يكشف عن الرقابة الحكومية على هذا الكيان رغم طابعه الخاص، حيث يحكم شركة تسيير القيم المنقولة قانون أساسي يخضع لموافقة وزير المالية، و يتولى التسيير مجلس إدارة يتكون من مسيرين ومدير عام يعيّنهم وزير المالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

و يتكون مجلس إدارة الشركة من ممثلي الهيئات المالية التالية:

بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR) ، البنك الوطني الجزائري (BNA)، البنك الخارجي الجزائري (BEA)، بنك التنمية المحلية (BDL) ، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP)، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAT) ، الشركة الجزائرية للتأمين الشامل (CAAR) ، الصندوق الوطني للتقاعد (CNR) وهيئات أخرى.

¹ المادة 17 من المرسوم التشريعي 10-93.

² المادة 19 مكرر من القانون 04-03.

وتدار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة وفق هيكل إداري يُستلهم في جوهره من الأحكام العامة لشركات المساهمة في القانون التجاري الجزائري ، مع بعض التعديلات التي تفرزها الطبيعة الخاصة لهذا الكيان.

أولاً: الجمعية العامة للمساهمين: تشكّل الجمعية العامة السلطة العليا في الشركة، وتتكون من مجموع الوسطاء المعتمدين المساهمين في رأسمالها. وتنعقد الجمعية بشكل عادي أو غير عادي وفق الأحكام العامة المنظمة لشركات المساهمة. غير أن خصوصية الشركة تتجلى في أن المساهمين هنا هم فاعلون مهنيون في السوق ذاتها التي تديرها الشركة، مما يفرز تداخلا بين صفة المالك وصفة المنتفع بالخدمة.

ثانيا : مجلس الإدارة: يتولى مجلس الإدارة تحديد التوجهات الاستراتيجية للشركة والإشراف على تنفيذها. ويتكون من أعضاء يُنتخبون من بين الوسطاء المساهمين. وتجدر الإشارة إلى غياب مجلس المراقبة في هذا النوع من الشركة على خلاف بعض الشركات الكبرى، إذ إن الرقابة على أعمال الإدارة تمارسها من الخارج لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

كما إنّ الهدف الأساسي الذي تنشأ بسببه مختلف الشركات التجارية هو الحصول على أرباح، ويعتبر اقتسام الأرباح والخسائر من الأركان الموضوعية الخاصة لتكوين الشركة، فأى نشاط تمارسه أيّ شركة يحتمل الربح أو الخسارة كما أنّ تقدير الأرباح مرهون بالنتائج التي تحققها.

أمّا مسألة تقدير الأرباح التي يمكن أن تحصلها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة قد ترك تحديدها للجنة البورصة، إذ أنّ الشركة تحصل على أتاوات مقابل العمليات التي تقوم بها وذلك حسب المادة 19 من المرسوم التشريعي 10/93، وبحسب نظام لجنة البورصة رقم 03/09 حددت العمولات على النحو التالي:

-تداول سندات راس المال 0.15 من مبلغ المعاملة.

-تداول سندات الدين 0.10 من مبلغ المعاملة.

كما تحدد نسبة العمولة التي تحصلها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن الهيئات والشركات التي تكون سندات قابلة للتداول في البورصة ب 0.05 من المبلغ المقبول على أن لا يفوق مبلغ العمولة 2500.000 دج.

ومن حيث تسييرها فباعتبار أنّ شركة تسيير بورصة القيم المنقولة هي شركة ذات أسهم فهي تحتاج إلى

قانون أساسي ينظمها، غير أن وضع هذا الأخير وتعديله يخضع لموافقة الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة البورصة، ونفس الأمر بالنسبة لتعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين للشركة ، ويمكن للوزير المكلف بالمالية وبناء على تقرير معّل من طرف لجنة البورصة وبصفة احتياطية، عزل المدير العام و/أو المسيرين الرئيسيين للشركة واستخلافهم في انتظار تعيين مدير عام جديد و/أو مسيرين رئيسيين للشركة واستخلافهم من طرف مجلس الإدارة¹.

المطلب الثاني: مهام شركة تسيير القيم المنقولة :

بحسب المادة 18 من المرسوم التشريعي 10/93 تضطلع شركة التسيير على وجه الخصوص بما يلي:

1-المهام التشغيلية والتنظيمية: تضطلع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بمهام تشغيلية متعددة تشكّل في مجملها الوظيفة التسييرية المادية لسوق البورصة، وتتجلى أبرز هذه المهام فيما يلي:

¹ المادة 19 مكرر من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم بالقانون 04/03 .

- تنظيم جلسات التداول وإدارتها: تتولى الشركة الإشراف على تنظيم جلسات التداول وإدارتها بصفة مستمرة.

- تنظيم التسعيرة الرسمية وإدارة الأسواق: تشرف الشركة على التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة التي تضمّ جملة من الأسواق المتخصصة ، وهي سوق سندات رأس المال ويتكون بدوره من السوق الرئيسية المخصصة للشركات الكبرى، وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات متوسطة الحجم، وسوق سندات الدين ويضم سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم، وسوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية.

- قبول الأوراق المالية في التسعيرة وإدراجها: تتولى الشركة النظر في طلبات الإدراج وفق معايير وشروط محددة، وتتقاضى الشركة مقابل قبول الأوراق المالية في التسعيرة عمولة تقدّر بـ 0.05% من المبلغ الاسمي المقبول، على أن لا يتجاوز مبلغها 2.500.000 دينار جزائري.

- حساب وجمع العمولات على العمليات البورصية: صدر النظام رقم 09-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 2009 لتحديد قواعد حساب العمولات التي تتلقاها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من العمليات التي تجري في البورصة، وهو ما يجسّد البعد الاقتصادي لنشاطها.

- نشر المعلومات البورصية وضمان الشفافية: تضطلع الشركة بمهمة نشر المعلومات المتعلقة بعمليات التداول، ونشر المؤشرات والإحصائيات التي تعكس حجم نشاط السوق، بما يحقق قدرا من الشفافية ويساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم بصورة مستنيرة.

المبحث الثالث

المؤتمن المركزي على السندات

يعد نظام التسوية وحفظ السندات العصب الحساس لأي سوق مالية تهدف إلى جذب الاستثمارات وضمان استقرار المعاملات، وفي إطار إصلاح السوق المالية الجزائرية وعصرنتها، انتقل المشرع من النظام التقليدي القائم على مادية الأوراق المالية وتبادلها اليدوي، إلى نظام رقمي حديث يعتمد على إلغاء المادية (Dématisation) وقيد السندات في الحسابات.

ولتأمين هذه البيئة الرقمية وضمان حقوق المتدخلين، استحدث المشرع الجزائري هيئة متخصصة تُعرف بـ "المؤتمن المركزي على السندات (Le Dépositaire Central des Titres)، والتي تجسدها ميدانيا شركة "الجزائرية للتسوية (Algérie Clearing)" وتلعب هذه الهيئة دورا محوريا كصمام أمان يربط بين الوسطاء الماليين، الشركات المصدرة، وسلطات السوق، من خلال الإشراف على عمليات الحفظ المركزي، وضمان مبدأ التسليم مقابل الدفع، بالتكامل مع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV) التي تتولى مهام إدارة جلسات التداول وإجراء المقاصة بين صفقات الوسطاء.

المطلب الأول : تعريف وأهمية المؤتمن المركزي على السندات:

يعتبر المؤتمن المركزي على السندات، والذي يطلق عليه الجزائرية للتسوية Algérie Cleaning من أهم الهيئات العاملة في مجال القيم المنقولة، غير أنّ هذا الجهاز لم يستحدث بموجب المرسوم التشريعي 10/93 وإنما تم استحداثه بموجب القانون 04/03، ويعتبر هذا الجهاز شركة مساهمة وهو جهة إيداع مركزي للقيم المنقولة، ويضطلع بعمليات التسوية داخل البورصة الجزائرية والتي كانت من مهام شركة التسيير قبل تأسيسه.

إنّ الغاية التي يسعى المشرع الوصول إليها من خلال تبنيّه نظام الإيداع المركزي هو تحقيق السيطرة الكاملة على القيم المنقولة من خلال تحويلها من حالتها المادية إلى مجرد قيود دفترية محاسبية، وبالتالي يؤدي هذا النظام إلى خلق قاعدة بيانات خاصة بالقيم المنقولة.

كما أنّ الخوف من مخاطر الكيان المادي للقيم المنقولة والمتمثلة أساسا في بطء تداولها وسهولة تزويرها وسرقتها جعلت أغلب التشريعات تتبنّى نظام الحفظ المركزي لتفادي سلبيات الاحتفاظ بالكيان المادي للقيم المنقولة.

ويرعى م.م.ل.س أو نظام الجزائرية للتسوية Algérie clearing عملية نقل ملكية الورقة المالية، حيث أصدرت ل.ت.ع.ب.م النظام 01-03¹ المتعلق ب م.م.ل.س والذي حدد آليات التسوية، عن طريق نظام تسوية سندات يسيره المؤتمر المركزي بالإنجاز الآلي والمتزامن للسندات وتسليمها التي كانت موضوع عمليات تداول بين الوسطاء، إضافة إلى بنك الجزائر المكلف بالتسوية النقدية في إطار الإتفاقية المبرمة بينه وبين م.م.ل.س²، يقوم نظام التسوية والتسليم على وظيفتين أساسيتين وهما التصديق على العمليات المنجزة، وقيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية للسندات في م.م.ل.س، وفي حسابات جارية نقدا في بنك الجزائر.

يبرر موقف المشرع الجزائري من هذا التوجه بالبحث عن التخصص في إدارة حصص التسوية من جهة، وحماية السوق من جهة أخرى عن طريق ضمان امن المعاملات، ذلك أن حماية السوق تتحقق عبر حماية مصالح المتعاملين فيها، ويسمح نظام تسوية السندات وتسليمها الذي يسيره م.م.ل.س بالانجاز الآلي والمتزامن لتسوية السندات والتي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء المؤهلين لتسليمها .

¹ قرار مؤرخ في 15 سبتمبر 2003 يتضمن التصديق على نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 01-03 المؤرخ في 18 مارس 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات، الجريدة الرسمية عدد 73.

² المواد 35 و 36 من النظام 01-03.

المطلب الثاني: تأسيسه ومهامه :

تتميز شركة الجزائرية للتسوية بطبيعة قانونية هجينة؛ فهي تجمع بين أحكام القانون التجاري لشركات المساهمة، وبين القواعد الآمرة التي يفرضها قانون السوق المالية لتأمين الصالح العام والاقتصادي ويتأسس المؤتمر المركزي على السندات في شكل شركة ذات أسهم¹، ولا يفتح رأسماله إلا لشركة تسيير بورصة القيم والشركات المصدرة للسندات والوسطاء في عمليات البورصة²، وأسهم شركة الجزائرية للتسوية تتميز بعدم القابلية للتداول الحر؛ فلا يجوز التنازل عنها أو نقل ملكيتها إلا لمتدخلين معتمدين وبموافقة مسبقة من السلطات النقدية والمالية، لضمان استقرار البنية التحتية لحفظ السندات في الدولة.

ولا تعمل الجزائرية للتسوية بمعزل عن المنظومة الرقابية للسوق المالية، بل تخضع لشرط العضوية المقيدة ولرقابة صارمة من الهيئات التنظيمية، ووفقا للمادة 06 من النظام رقم 01-03 المتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي³، يحق للهيئات التالية الانخراط وفتح حسابات جارية للسندات لديه:--البنوك والمؤسسات المالية المعتمدة.

-الوسطاء في عمليات البورصة (IOB) الذين يمارسون نشاط "ماسكي الحسابات حافضي السندات.(TCC) "

-الأشخاص المعنوية المصدرة للقيم المنقولة المقبولة في عمليات البورصة.

- الرقابة المشددة من طرف لجنة : (COSOB) يمارس المؤتمر المركزي مهامه تحت الإشراف المباشر لـ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تلتزم شركة الجزائرية للتسوية

¹ المادة 19 مكرر 2 من القانون 04-03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10.

² المادة 19 مكرر 3 من القانون 04-03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10.

³ النظام 01-03 المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات، ج. ر عدد 73، صادرة في 30 نوفمبر 2003.

بتقديم تقارير دورية للجنة، كما يحق لمراقبي اللجنة إجراء تفتيشات فجائية للتحقق من سلامة الأنظمة المحاسبية والمعلوماتية ومدى تطابق الأرصدة المقيدة بحسابات السندات.

ويقوم المؤتمر المركزي على السندات بمهمة تسوية وتسليم المعاملات على السندات، وهي هيئة تتولى الوظائف الرئيسية الثلاث الآتية:

- **وظيفة الحفظ:** فهو يمسك حسابات السندات باسم المهنيين؛ وإذا كان الوسيط المالي يقوم بمسك الحساب الخاص بالمستثمر باعتباره ماسك حسابات حافظ فإن المؤتمر المركزي على السندات يتولى مسك حساب الوسيط المالي.

- **وظيفة الإشراف على حركة تداول السندات؛** وذلك عن طريق النقل من حساب إلى حساب. ويقوم البنك والشركات المصدرة والمتداولون بإرسال تعليمات تسليم السندات. ويراقب المؤتمر المركزي هذه التعليمات وينظم اتفاق الأطراف على التداول. وبحلول تاريخ التسوية / التسليم يقوم المؤتمر المركزي ببيع حسابات السندات والأوراق النقدية في حساب الدائن والمدين.

- **وظيفة إدارة السندات:** فهو يسمح للمهنيين بممارسة الحقوق المرتبطة بالسندات، الوضع قيد الدفع، زيادة رأس المال، . (.حسب التعليمات التي تصله من أصحاب الملكية).

وزيادة على هذه الوظائف الثلاث (الحفظ وحركة السندات وإدارة السندات) التي تمثل المهام الأساسية للمؤتمر المركزي على السندات، فإنه لا بد من التذكير بأن هذا الأخير يمكن أن يتولى وظائف أخرى تدور حول السندات. ويتعلق الأمر، بما يأتي:

- **تقنين الأدوات المالية،**

- **جمع المعلومات الاسمية بناء على طلب الشركات التي تقوم بالإصدار.**

ويمارس المؤتمر المركزي على السندات مهامه تحت مراقبة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها¹، وزيادة على تسيير عمليات التسوية والتسليم والعمليات المرتبطة بالسندات المتعلقة بالقيم المنقولة (الأسهم وسندات استحقاق الشركات) فإن سندات الشبهة للخرينة قد تم تحويلها من بنك الجزائر إلى الجزائر للتسوية.

¹ المادة 19 مكرر 4 من القانون 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10.

المحور الثاني

المتدخلين في البورصة

يقصد بالمتدخلين في البورصة الأطراف الفاعلة والمحركة للنشاط الاستثماري داخل هذه الأخيرة، وتجدر الإشارة إلى وجود خلاف بين الدراسات القانونية والاقتصادية في تحديد هؤلاء المتدخلين، ففي حين تركز الدراسات الاقتصادية على المستثمرين المباشرين أو غير المباشرين والشركات المدرجة في السوق المالية، يركز القانونيون على الوسطاء باعتبارهم أصحاب الاحتكار بصفة حصرية في التعامل داخل البورصة، زيادة على هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بصفتهم ذوو صفة المستثمر المباشر في هذه الأخيرة، بالإضافة إلى أطراف أخرى كالدولة وماسكي الحسابات الحافظين (هم وسطاء يتم تأهيلهم لممارسة هذه المهمة) ، وهناك من يعتبر هيئات المقاصة والتسوية (المؤتمن المركزي وشركة التسيير) كمتدخلين، إلا أننا قررنا اعتبارهم كأجهزة سوق نظرا لوقوعهم تحت وصاية لجنة البورصة والوزير المكلف بالمالية على النحو السابق بيانه، وسنركز من خلال هذا المحور على أهم المتدخلين وهم الوسطاء، وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

المبحث الأول

الوسطاء في عمليات البورصة

بالرغم من الأهمية التي تكتسيها البورصة والمكانة الهامة التي تحتلها، إلا أن التعامل فيها لا يخلو من المخاطر، حيث يحتاج الأمر إلى متعاملين أخصائيين ومرخصين للعمل في هذا المجال يتكفلون بتجميع أوامر الشراء والبيع من العملاء لتنفيذها على مستوى البورصة حسب الظروف المتاحة، وهؤلاء هم فئة الوسطاء في عمليات البورصة ، حيث يعتبر الوسيط في عمليات البورصة أداة مالية هامة والية من آليات البورصة لتنشيط وخلق مصادر تمويلية طويلة الأمد ، ذلك أن اتساع النشاط الاقتصادي وتداخل أطرافه أمر أدى إلى ظهور أطراف جديدة مهمتها جمع الأموال وإعادة توزيعها، وهو ما يشكل ضرورة حيوية

بالنسبة للتطور الاقتصادي واستمراره وتوسعه،¹ ومن هنا جاءت الوساطة المالية كحلقة ربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي وسط محيط متغير ومتنوع، وفي وقت أصبح فيه التحكم في القواعد المالية وأدوات العمل البنكية والتدخل في الأسواق النقدية والمالية ضرورة ملحة.

المطلب الأول: ماهية وخصائص الوساطة المالية:

الفرع الأول: تعريف الوسيط المالي وبيان أهميته:

أولاً: تعريفه: لقد اختلفت التشريعات حول تسمية هذا العنصر في البورصة، فتارة نجد مصطلح السمسار وتارة الوسيط وأحياناً أخرى نجد الوكيل بالعمولة، إلا أن المشرع الجزائري قد استعمل مصطلح الوسيط من خلال أحكام المرسوم التشريعي 93-10 حيث تنص المادة 5 منه على أن كل تفاوض في القيم المنقولة في البورصة لا يمكن أن ينفذ إلا من خلال الوسطاء في عمليات البورصة.

ولقد عرف المشرع الجزائري الوسيط المالي من خلال تحديد شروطه، وهو ما نصت عليه المادة 6 من القانون 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة والتي تنص <يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصاً لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية>.

ويلاحظ على هذا التعريف الذي جاء به المشرع تركيزه على أمرين أساسيين وهما:

1- وجوب أن يكون هذا الوسيط المالي شخص معنوي يأخذ شكل شركة تجارية تؤسس خصيصاً لهذا الغرض أو بنك أو مؤسسة مالية.

¹ ايت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة دكتوراه في العلوم القانونية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، الجزائر، 2012 ص 84

2- وجوب الحصول على ترخيص أو اعتماد بذلك من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

وهو الأمر الذي يجعل منه تعريفا ناقصا ويشوبه الغموض من ناحية عدم توضيحه للوظيفة التي يضطلع بها هذا الوسيط.

وعليه فيمكن عموما تعريف الوسيط في عمليات البورصة على انه كل شخص طبيعي أو معنوي له دراية وخبرة في شؤون البورصة، وعليه أن يباشر نشاطه من بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة، بحيث وبحكم خبرته في هذا المجال يسعى لتقليص المخاطر المتعلقة بالتوظيفات المالية، فيحقق من جهة الربحية المنشودة من طرف المستثمرين في البورصة، ويساهم من جهة أخرى في الحفاظ على استقرار هذه الأخيرة وعلى حسن سيرها وشفافيتها.

ثانيا: أهمية الوساطة المالية:

يعتبر الوسيط القلب النابض في البورصة، فهو يلعب دورا جوهريا في هذا المجال، اذ انه يتكفل بمساندة وتوجيه المؤسسة حتى إتمام الإدخال الفعلي للبورصة -لا سيما المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-، حيث يمكن القول أن نجاح أو فشل عملية دخول المؤسسة إلى البورصة يتوقف بنسبة كبيرة على مهارة وكفاءة الوسيط الذي يتكفل بها، كما نجد أن مختلف المتعاملين والمستثمرين بالبورصة يلجؤون إلى الوسطاء لتنفيذ أوامرهم بيعا أو شراء نظرا لاحتكارهم لمثل هذا النشاط، حيث أن وجود الهوة بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز المالي أدى بالضرورة إلى وجود فئة جديدة من المتعاملين تمثل حلقة الربط بين الفئتين السابقتين، والتي ما لبثت أهميتها تزداد من يوم لآخر، نظرا لما توفره من منافع كبيرة للمستثمرين والمدخرين، ونظرا لما يتميز به الوسيط المالي من علم وكفاءة وخبرة في شؤون سوق الأوراق المالية، و تزداد أهمية الوساطة في الوقت الحاضر بسبب تطور الدور الذي

يقوم به في هذا المجال، فبعد أن كان دوره يقتصر على مجرد تنفيذ أوامر البيع والشراء للعملاء مقابل عمولة، تطور إلى تقديم خدمات الاستثمار نتيجة للخبرة العملية والعلمية التي يحظى بها بحكم احترافه لهذه المهنة،¹ كما تلعب مؤسسات الوساطة المالية دورا بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول نظرا لما تقدمه من خدمات مالية ذات طبيعة خاصة، وبذلك تنعكس سلامة وحسن أداء هذه المؤسسات على سلامة وحسن الأداء الاقتصادي للدولة بشكل عام، وبالمقابل فإن تدهور وانخفاض كفاءة هذه المؤسسات لا ينصب تأثيره على هذه الأخيرة وعلى البورصة فحسب، بل يمتد ليشمل باقي القطاعات الاقتصادية ليؤثر سلبا على الأداء الاقتصادي ككل.

وتتضح أهمية الخدمات التي يقدمها الوسيط من عدة اعتبارات لعل أهمها:

1- الخبرة والتخصص: حيث يتمتع الوسطاء بالخبرة العالية في عمليات البورصة وعمليات توظيف الأموال وتسيير المحافظ المالية².

2- التقليل من تكاليف الحصول على المعلومات: حيث عادة ما يحتاج المتعاملون بالأوراق المالية بيعا أو شراء إلى معلومات كثيرة متعلقة بالشركات المقيدة بالبورصة، لاسيما وضعيتها المالية، سمعتها وتقلبات الأسعار حول أسهمها، ويتميز الوسيط بالدراية الكاملة لمختلف هذه المعلومات والقدرة على تقديم النصح لاتخاذ القرار المناسب الذي من شأنه أن يقلل من حدة التكلفة مقارنة بعدم تدخله في العملية.

3- اقتصاد الوقت: حيث يسمح اللجوء للوسطاء باقتصاد الوقت سواء الوقت اللازم لتنفيذ الأوامر أو الوقت الخاص بالبحث عن مشترين أو بائعين للقيم المنقولة، فيكتفي المستثمر

¹ د. عبد الغفار حنفي، د. رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004م، ص301.

² انطوان الناشف و خليل هندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، الموسوعة الحديثة للكتاب، طرابلس لبنان، ص14

بإصدار أمره للوسيط ليتكفل هذا الخير بالقيام بكل هذه المهام و اعلام العميل بنتائج العملية في الوقت المحدد.

الفرع الثاني: خصائص الوساطة المالية:

يتبين لنا من خلال التعريف السابق للوسيط أنه يتمتع بمجموعة من الخصائص والسمات التي تميزه من غيره، ويمكن بيانها على النحو الآتي:

أولاً: - الوسيط شخص معنوي

وهو التعديل الذي جاء به القانون 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة¹ حيث تنص المادة 5 منه: "تعدل الفقرة الأولى من المادة 6 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 وتحرر كما يأتي: يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة ، بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية"، غير أننا نلاحظ عدم تحديد المشرع للشكل الذي تتخذه هذه الشركة في ضوء التعديل عكس ما كان عليه الأمر قبل تعديل هذه المادة حيث كانت تنص على أن تكون شركة الوساطة شركة ذات أسهم مما يعني أن تتخذ شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم ، وعليه نستنتج أن شركة الوساطة في التشريع الجزائري قد تتخذ أي شكل من أشكال الشركات التجارية ، إلا انه و بالنظر لضخامة حجم رأس المال المطلوب لتأسيسها² فلا يمكن لها عمليا إلا أن تتخذ شكل شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم.

¹ حيث كانت تحرر المادة 6 في ظل المرسوم التشريعي 93-10 على النحو التالي "يمكن ان يمارس عمل الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من اللجنة، اشخاص طبيعيين او شركات ذات اسهم تنشأ خصيصا لهذا الغرض ."

² حيث تنص المادة 5 من نظام ل.ت.ع.ب.م 15-01 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم على وجوب يكون رأس المال الاجتماعي لشركة الوساطة 10000000 دج مدفوع كليا ونقدا، وهو المبلغ الذي لا يمكن عمليا لغير شركات ذات أسهم توفيره

كان الاتجاه السائد في التشريعات المقارنة الخاصة بأسواق المال لاسيما العربية منها اعتبار الوسيط شخصا طبيعيا والاستثناء أن يكون شخصا معنويا ، كالتشريع المصري قبل صدور قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، وكذلك القانون العراقي في ظل قانون سوق بغداد للأوراق المالية رقم 24 لسنة 1991م الملغي ، أما الاتجاه الحديث للتشريعات المقارنة فيتجه إلى اشتراط أن يكون الوسيط شخصا معنويا دون الشخص الطبيعي، بل أن بعض هذه التشريعات أوجبت أن يتخذ الوسيط الشخص المعنوي شكلاً معيناً حيث اوجب القانون المصري رقم 95 لسنة 1992 على العاملين في مجال الأوراق المالية أن يتخذوا شكل شركة مساهمة أو توصية بالأسهم.

والعلة من تحول التشريعات المقارنة هي لضمان حماية المستثمرين المتعاملين بالأوراق المالية، لتمتع الأشخاص المعنوية (لا سيما الشركات¹ والبنوك والمؤسسات المالية) بالملاءة المالية، حيث أن أنشطة سوق رأس المال تتطلب أموالاً ضخمة للقيام بالمعاملات في السوق. في حين أن القدرة المالية للأشخاص الطبيعيين تظل ضعيفة في مواجهة الأخطار التي لا يمكن تحملها. وعليه لضمان حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة اتجهت التشريعات المقارنة ومن بينها المشرع الجزائري إلى قصر أعمال الوساطة في تداول الأوراق المالية على الشخص المعنوي دون الطبيعي .

ثانياً: - الوساطة المالية إنابة إجبارية:

على عكس ما هو سائد في القواعد العامة ،فان الوساطة في تداول الأوراق المالية ليست اختيارية بحيث يكون للمتعاملين الحق في اللجوء إليها من عدمه، بل اللجوء إليها إجباري

¹ في هذا الاطار تنص المادة 5 من نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 15-01 المؤرخ في 15 افريل 2015 الصادر في الجريدة الرسمية العدد 55 -السنة الثانية والخمسون- والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم: "يجب على الهيئات الاخرى غير البنوك والمؤسسات المالية التي تلتزم الاعتماد لممارسة نشاط الوسيط في عمليات البورصة: - امتلاك عند الالتماس راسمال اجتماعي قدره عشرة ملايين دينار 10000000 دج يدفع كلياً و نقداً.....، -حيازة محلات ملائمة لضمان امن مصالح زبائنهم.....".

على اعتبار أن وجود الوسيط في عمليات البورصة هو أمر إلزامي بموجب نصوص القانون ولا يجوز التداول بدونه، ذلك أن مسالة الوساطة المالية تتجاوز مجرد فكرة التوفيق والتقريب بين المدخرين وأصحاب رؤؤس الأموال إلى السعي للحفاظ على هذا الادخار بوجه عام، والحرص على استقرار السوق المالية ، وعليه تنص المادة 5 من المرسوم التشريعي 10-93: "لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيما منقولة في البورصة، إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة .."

ثالثا: - الوسيط ضامن لتنفيذ العملية:

لقد حرص المشرع الجزائري على غرار باقي التشريعات على جعل الوسيط المالي ضامنا لصحة وسلامة وتنفيذ العمليات داخل البورصة ويتضح ذلك جليا من خلال نص المادة 14 من المرسوم التشريعي 10-93 التي تنص: "يعد الوسطاء في عمليات البورصة مسؤولين حيال أمريهم بالسحب وتسليم القيم المنقولة المتفاوض بشأنها في السوق ودفعها" بالإضافة إلى إصراره على حماية حقوق الزبائن، ويتضح ذلك من خلال اشتراطه على الوسيط المساهمة في صندوق الضمان الذي تقوم بتسييره لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، حيث تنص المادة 64 من المرسوم التشريعي 10-93 "ينشا صندوق قصد ضمان التزامات الوسطاء في عمليات البورصة حيال زبائنهم. ويمون الصندوق بمساهمات إجبارية يقدمها الوسطاء في عمليات البورصة....."، وهو ما أكدته المادة 2 من نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 03-04 المؤرخ في 9 سبتمبر 2004 الخاص بصندوق الضمان، كما وتوضح المادة 5 من نفس النظام بنصها: "تتعلق الالتزامات التي يغطيها الصندوق برد السندات والأموال التي يحوزها الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهن ماسكي الحسابات المستثمرين عندما تكون متصلة بالأنشطة المنصوص عليها في المادة 7 من المرسوم التشريعي 10-93 المعدل والمتمم".

وبالإضافة إلى اشتراط المساهمة في صندوق الضمان فقد حرص المشرع الجزائري من خلال المادة 65 من المرسوم 93-10 على ضرورة اكتتاب الوسطاء في تأمين يضمن مسؤوليتهم تجاه زبائنهم، وهو ما أكدته المادة 54 من نظام ل.ت.ع.ب.م 15-01 من خلال نصها: "يجب على الوسطاء في عمليات البورصة الاكتتاب في عقود تأمين تضمن مسؤوليتهم تجاه زبائنهم وخاصة ضد مخاطر ضياع وإتلاف وسرقة الأموال والقيم المودعة لديهم من طرف زبائنهم.....".

رابعاً: الوساطة المالية مهنة تجارية منظمة:

حيث إن مهنة الوسيط في عمليات البورصة من المهن التجارية المنظمة بقوانين خاصة¹ ونجد تعريف النشاط التجاري المقنن من خلال نص المادة 5 من القانون 90-22 المتعلق بالسجل التجاري الجزائري حيث تنص: "تحكم المهن المنظمة بقوانين خاصة تحدد الشروط المحتملة لتطبيق هذا القانون أو بعضه عليها. يقصد بالمهن المنظمة في مفهوم الفقرة السابقة جميع المهن التي تتوقف ممارستها على امتلاك شهادات أو مؤهلات تسلمها مؤسسات يخولها القانون ذلك " ، إلا أنه وبصدور الأمر 97-10 المعدل والمتمم للقانون 90-22 ، حيث تم إدراج من خلاله المادة 5 مكرر التي تنص: " تخضع المهن المنظمة ذات الطابع التجاري لهذا القانون ، وتحدد شروط ممارستها عن طريق التنظيم".

وقد صدر المرسوم التنفيذي 97-10 المتعلق بتحديد النشاطات والمهن المقننة الخاضعة للقيد حيث تنص المادة 2 منه: "يعتبر في مفهوم هذا المرسوم كنشاط أو مهنة مقننة كل نشاط أو مهنة يخضعان للقيد في السجل التجاري ويستوجبان بطبيعتهما وبمحتواهما وبمضمونهما وبالوسائل الموضوعية حيز التنفيذ، توفر شروط خاصة للسماح بممارسة كل منهما " ، وعليه نكون أمام تعريفين للمهن المقننة الأول جاء بموجب نص تشريعي والآخر

¹ صلاح امين ابو طالب، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص 64

تنظيمي، حيث ان النص التشريعي قد حصر هذه المهن بامتلاك شهادات او مؤهلات تمنحها مؤسسات خاصة، في حين أن المرسوم التنفيذي قد اخذ بمعايير أوسع تتعلق بطبيعة ومحتوى ومضمون المهنة بالإضافة للوسائل الموضوعية حيز التنفيذ لممارستها وعليه فهو النص الأوسع والاشمل من سابقه لبيان هذه المهن المنظمة.

وفي إطار تحديد تجارية مهنة الوساطة يقودنا الأمر إلى نص المادة 2 من القانون التجاري المعدل والمتمم والتي تنص على اعتبار كل عملية مصرفية أو عملية صرف أو سمسرة أو خاصة بالعمولة هي عمل تجاري بحسب الموضوع، ونص المادة 3 من نفس القانون التي تعتبر الأعمال التي تقوم بها الشركة التجارية عملا تجاريا بحسب الشكل، وعلى اعتبار أن الوسيط المالي هو شخص معنوي بالضرورة فالمهنة تعد تجارية شكلا وموضوعا.

خامسا: الغرض الحصري للنشاط:

وتتعلق هذه الخاصية بالشركات التجارية دونا عن البنوك والمؤسسات المالية التي تعتبر الوساطة المالية بالنسبة إليها إحدى المهام من بين جملة من المهام الأخرى التي تضطلع بها، ويقصد بالغرض الحصري للنشاط أن تنشأ الشركة لممارسة أعمال الوساطة المالية بصورة حصرية و لا يمكنها ممارسة أي نشاط آخر، بمعنى أن تتفرغ لنشاط الوساطة المالية، وهو ما أكدته المادة 4 من القانون 03-01 المعدلة للمادة 6 من المرسوم التشريعي 93-10 التي تنص: "يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض....".

ويستثنى من هذه الخاصية البنوك والمؤسسات المالية التي يعتبر نشاطها الأساسي مختلف الأنشطة المصرفية التي تخضع من خلالها لقانون النقد والقرض ورقابة اللجنة المصرفية، وهي فئة من الوسطاء التي لا يمكن إقصاؤها من ممارسة الوساطة المالية نظرا لما لها من

عنصر الخبرة والكفاءة، وما تلعبه من دور أساسي في حركة وسيولة السوق المالية، ولعل المشرع قد سعى لضمان استقلالية التسيير ولاسيما ما يتعلق منه بشق المحاسبة المالية بإصراره على وجوب ضمان وجود قسم مستقل للوساطة في عمليات البورصة لدى البنوك والمؤسسات المالية¹ التي ترغب في ممارسة مهنة الوساطة في السوق المالية الجزائرية نظرا لعدم خضوعها لحصرية النشاط الذي تنشأ لأجله.

المطلب الثاني: شروط و إجراءات اعتماد الوسطاء ومهامهم:

الفرع الأول: شروط وإجراءات اعتماد الوسيط:

أولا: شروط الحصول على الاعتماد:

من خلال استقراء نصوص القانون الجزائري لا سيما المادة 8 من المرسوم التشريعي 93-10 التي تنص: "يجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يقدموا ضمانات كافية لاسيما فيما يخص تكوين رأس مالهم ومبلغه وتنظيمه، ووسائلهم التقنية والمالية، و ما يجب عليهم تقديمه من ضمانات و كفالات، وشرف مسؤوليتهم و أعوانهم وخبرتهم، وامن عمليات زبائنهم، وتبين لائحة من اللجنة جميع هذه الشروط"، وعليه يمكن تقسيم شروط الحصول على الاعتماد إلى ما يلي:

1/شخص معنوي لديه الملاءة المالية:

يبرم الوسيط المالي لحساب عملائه يوميا عشرات عقود التداول للأوراق المالية، ومن الاحتمالات الواردة التي قد تواجهه أن العميل الذي يأمر بالشراء أو البيع يكون غير قادر عن الوفاء بالتزاماته المالية ، وبما أن الوسيط ملزم بضمان تنفيذ العملية ، فهو ملزم بالشراء في حال عدم وفاء المستثمر بالتزاماته في السوق ، و كذلك الأمر بالنسبة للبائع.وهو الأمر الذي يحتم ضرورة تمتع هذا الوسيط بملاءة مالية معينة يستطيع

¹ المادة 6 من النظام 15-01 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء..

من خلالها الوفاء بهذه الالتزامات، ومن هذا المنطلق اشترطت معظم القوانين أن يكون الوسيط شخص معنوي بالإضافة إلى تحديد حد ادني لمبلغ رأسماله .

وعلى هذا الأساس تنص المادة 5 من نظام ل.ت.ع.ب.م 01-15 على الحد الأدنى لرأسمال شركة الوساطة المالية: "يجب على الهيئات الأخرى غير البنوك والمؤسسات المالية التي تلتزم الاعتماد لممارسة نشاط الوسيط في عمليات البورصة:-امتلاك عند الالتماس رأسمال اجتماعي أدنى قدره عشرة ملايين دينار 10000000 دج يدفع كلياً ونقداً...."، وفيما يخص البنوك والمؤسسات المالية فقد اشترط النظام ضرورة تخصيصها لغلاف مالي خاص بنشاط الوساطة المالية يضمن استقلالية التسيير، وهو ما يتضح من خلال المادة 6 من نفس النظام التي تنص: "على البنوك والمؤسسات المالية التي تقوم طلباً لاعتمادها من أجل ممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة تبرير وجود قسم مرتبط مباشرة بالإدارة العامة لضمان استقلالية التسيير، لاسيما المحاسبية بين نشاط الوساطة في عمليات البورصة والنشاطات الأخرى للبنك أو المؤسسة المالية."

2/ توفير أعوان مؤهلين للتداول في الأوراق المالية:

على اعتبار أن الوسيط المالي هو شخص معنوي بالضرورة، كان لابد من تعيين من ينوب عنه في التداول وإبرام التصرفات المختلفة داخل البورصة، وعليه كانت مسألة اشتراط توفير أعوان مؤهلين للقيام بهذه العملية مسألة بالغة الأهمية، وفي هذا الإطار تنص المادة 7 من نظام ل.ت.م.ع.ب 01-15 المندرجة في الفرع الثاني المتعلق بشروط إدراج الوسطاء في البورصة: "على الوسيط في عمليات البورصة أن يوفر الوسائل التقنية والبشرية المناسبة، كما يجب عليه وضع إجراءات العمل ونظام للمراقبة الداخلية وكشف وتسيير تضارب المصالح اللازمة من أجل حسن سير النشاط الذي قدم له الاعتماد لممارسته"

وفي هذا الإطار تنص المادة 3 من نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 97-02¹: "يجب أن تتوفر لدى المتداول الشروط التالية:

- أن يبلغ من العمر 25 سنة على الأقل.

- أن يتمتع باخلاق حسنة.

- أن يكون حائزا على شهادة في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها.

- أن يكون ناجحا في امتحان الكفاءة المهنية المنظم من طرف اللجنة.

يُدرج طلب تسجيل المترشح حسب الكيفيات المحددة من طرف اللجنة"

كما وتنص المادة 4 من نفس النظام على تسليم بطاقة مهنية من طرف اللجنة للأشخاص الذين توفرت فيهم شروط التسجيل.

3/ تقديم التأمينات والضمانات التجارية اللازمة:

زيادة على اشتراطه الملاءة المالية وتوفير الخبرة والاختصاص، اشترط المشرع الجزائري على الوسيط المالي اكتتابه في عقد تأمين ضد مخاطر ضياع وتلف الأموال والأوراق المالية، حيث تنص المادة 65 من المرسوم التشريعي 93-10: "يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة... أن يكتتبوا تأميناً يضمن مسؤوليتهم تجاه زبائنهم"، وهو ما أكدته المادة 9 من النظام 15-01 بإدراجها شرط إرفاق وثائق اثبات الضمانات المطلوبة في المادة 54 من هذا النظام، هذه الأخيرة التي تنص على عقود التأمين تضمن المسؤولية تجاه الزبائن حيث تنص: "يجب على الوسطاء في عمليات البورصة الاكتتاب في عقود تأمين تضمن

¹ نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-02 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 يتعلق بشروط تسجيل الاعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة.

مسؤوليتهم تجاه زبائنهم وخاصة ضد مخاطر ضياع وإتلاف وسرقة الأموال والقيم المودعة لديهم من طرف زبائنهم...".

زيادة على ذلك اشترط المشرع الجزائري ضرورة إثبات ملكية أو استئجار محلات مخصصة لنشاط الوسطاء، وهو ما أكدته الفقرة الثالثة من المادة 9 من النظام 01-15، حيث انه ورغم أن الوسيط المالي هو بالضرورة شركة تجارية أو بنك أو مؤسسة مالية، وبالتالي فهو يخضع حتما للالتزامات الشركة التجارية وعلى رأسها وجود مقر اجتماعي، ألا إن ل.ت.م.ع.ب.توكد على هذا الأمر وذلك حرصا منها على شرط توفير المقر التجاري الذي تخاطب من خلاله الجمهور وتقاديا لنشوء شركات الوساطة الوهمية.

4/الاكتتاب في شركة تسيير بورصة القيم ودفع اشتراكات صندوق الضمان:

وهي من بين الشروط التي أكد عليها المشرع الجزائري للحصول على الاعتماد من ل.ت.م.ع.ب.م، حيث تنص المادة 17 من المرسوم التشريعي 93-10: "لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة اعتمادا فعليا إلا بعد أن يقتني الوسيط أو يكتتب قسطا من رأسمال شركة إدارة بورصة القيم". وهو ما أكدته المادة 9 من النظام 01-15 التي نصت على الالتزام بدفع اشتراكات صندوق الضمان¹ والمساهمة في رأسمال ش.ت.ب.ق.²، ألا أن صدور الاعتماد وسريان مفعوله عمليا لا يكون إلا بعد الاكتتاب في رأسمال هذه الأخيرة دون ربط ذلك باشتراكات صندوق الضمان، حيث تكتفي المادة من النظام 01-15 بالنص على إلا يصبح الاعتماد فعليا الا اذا تم الاكتتاب في رأسمال ش.ت.ب.ق، وبعد ذلك يعلم

¹ يوضح النظام 03-04 الصادر في 9 سبتمبر 2004 الصادر عن ل.ت.م.ع.ب.الخاص بصندوق الضمان من خلال المادة الثانية منه ان هذا الاخير هو عبارة عن حساب مصرفي تسييره اللجنة، وتنص المادة 5 من نفس النظام انه يتعين على الوسيط في عمليات البورصة ان يدفع الى صندوق الضمان كل ستة اشهر اشتراكا يحتسب على اساس وضعية الزبائن من حيث النقود والسندات.

² تنص المادة الاولى من نظام ل.ت.م.ع.ب.م رقم 03-04 المؤرخ في 18 مارس 2003 المعدل والمتمم لنظام اللجنة 97-01 المتعلق بمساهمة الو.ع.ب. في رأسمال ش.ت.ب.ق.تعديل المادة 3 من النظام 01-97 وتحرر كما يلي:تحدد المساهمة الدنيا للوسيط في عمليات البورصة في رأسمال الشركة بمليوني دينار 2000000 دج.

من طرف اللجنة بأن الاعتماد أصبح نهائيا، وهو الحكم الذي لا ينطبق على اشتراكات صندوق الضمان نظرا لعدم وجود نص يبين مصير الاعتماد في حال عدم الوفاء بهذا الالتزام اذا ما استثنينا نص المادة 17 من نفس النظام التي منحت لل.ت.ع.ب.م الحق في السحب النهائي للاعتماد او حصره في بعض النشاطات او إيقافه في حالة ما لم يعد الوسيط قادرا على الوفاء بشروط الاعتماد.

ثانيا/ إجراءات الحصول على الاعتماد:

من المتعارف عليه في كل القوانين بأنه لا يمكن مزاولة الوساطة المالية بدون ترخيص أو اعتماد يمنح من جهة إدارية معينة تمثل الدولة وتشرف على تلك السوق، وعلى هذا الأساس حددت مختلف التشريعات ومن بينها التشريع الجزائري جملة من الإجراءات للحصول على هذا الاعتماد والتي تتضح من خلال ما يلي:

1/ إيداع الملف:

بالرجوع إلى المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم بالقانون 03-04 نجد أن المادة 9 منه تحدد الجهة المخولة بمنح الاعتماد لمزاولة الوساطة في عمليات البورصة في بورصة الجزائر حيث تنص: "تعتمد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الوسيطاء في عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها اللائحة المذكورة في المادة 31 من المرسوم التشريعي 93-10"، وبالرجوع للمادة 31 نجدها تحدد التقنيات التي يمكن للجنة إصدارها ومن بينها اعتماد الوسيطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.

حيث تعتبر لجنة البورصة (ل.ت.ع.ب.م) هي الهيئة العليا وسلطة الدولة داخل بورصة القيم المنقولة، وهي الهيئة المخولة قانونا باعتماد الوسيطاء الماليين، وبالرجوع للنظام 15-01 نجد المادة التاسعة منه تحدد مكونات الملف اللازم إرفاقه بطلب الاعتماد حيث تنص: "يرفق طلب الاعتماد بما يأتي:- وثائق إثبات الضمانات المطلوبة في المادتين 54 و55 من

هذا النظام -الالتزام بالآداب المهنية وقواعد الانضباط والحذر -وثيقة أثبات ملكية واستئجار محلات مخصصة لنشاط الوسطاء في عمليات البورصة -الالتزام بالاكتتاب أو شراء حصة من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم ضمن الشروط التي تحددها اللجنة -الالتزام بدفع المساهمة لصندوق ضمان الوسطاء في عمليات البورصة"، وهي الوثائق التي تثبت توفر الشروط الموضوعية والتي سبق بيانها، وإن كانت الفقرة الثانية من المادة المتعلقة بالالتزام بالآداب المهنية وقواعد الانضباط والحذر قد يكتنفها بعض الغموض إلا أنها قد تتعلق بإثبات توفر أعوان مؤهلين وحاصلين على البطاقة المهنية المنصوص عليها في المادة 4 من النظام 02-97، وزيادة على ذلك وبمقتضى نص الفقرة 5 من المادة 7 من النظام 01-15 يجب على الوسيط تعيين مسؤول عن المطابقة مسجل لدى اللجنة مكلف بالسعي لاحترام الالتزامات المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة.

2/ صدور قرار الاعتماد:

تتلقى اللجنة ملف طلب الاعتماد، وتتولى لجانها المتخصصة دراسته والتحقق من مدى توفر وكفاية الضمانات المقدمة من طرف الوسيط المرشح للاعتماد، خاصة منها ما تعلق بتكوين وهياكل الشركة والوسائل المالية والتقنية المسخرة لضمان نجاح نشاطها وضمان حماية امن الزبائن ومعاملاتهم ، ويمكن للجنة إن رأت نقص في الوثائق ان تطلب استكمالها، كما لها ان تطلب كل المعلومات والوثائق الضرورية للتأكد من سلامة المركز القانوني للوسيط بصفتها هيئة ضبط سوق القيم المنقولة.

لم يحدد النظام 01-15 المدة القانونية التي يستلزم على اللجنة ان تصدر في خلالها قرارا برفض أو قبول الاعتماد عكس النظام 03-96 الملغى¹ الذي كان ينص من خلال المادة 11 منه على وجوب أن تصدر اللجنة قرارا في خلال مهلة شهرين من إيداع الملف، إلا أن المادة 6 من التعليم 01/97 المتعلقة بكيفيات اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة

¹ تم الغاؤه بموجب المادة 59 من النظام 01-15

قد ملئت هذا الفراغ من خلال نصها على مهلة شهرين منذ إيداع الطلب لتبث اللجنة في الطلب إما بالقبول أو بالرفض. وقرار اللجنة في جميع الأحوال لا يخرج عن ثلاث حالات:

- الحالة الأولى: صدور قرار بالموافقة المؤقتة: حيث تنص المادة 10 من النظام 01-15 انه سواء خص طلب الاعتماد بنك أو شركة تجارية وفي حالة ما إذا كان رد اللجنة ايجابيا ترسل للملتمس قرار اعتماد مؤقت، بحيث لا يصبح هذا الأخير ساري المفعول إلا بعد أن يكتتب الوسيط في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم، ثم يكون للوسيط أن يعلم اللجنة باستكمالها لهذا الإجراء حتى تجعل الاعتماد نهائيا (المادة 13 من النظام 01-15).

وإذا تعلق الأمر بشركة تجارية فان اللجنة تمنحها رخصة إنشاء أو تأسيس مدتها 12 شهرا، وفي هذه الحالة على الملتمس تقديم شهادات تثبت حسن سمعة المسيرين، وبعد التأسيس يعيد الملتمس تقديم الطلب مرفوقا بالوثائق المطلوبة لتنتميم الملف (المادة 11 من النظام 01-15)، ويتعلق الأمر في هذا الإطار:

- بنسخة من القانون الأساسي النهائي للشركة، اي ان يكون مسجل ومقيد بالمركز الوطني للسجل التجاري، ومشهر بالنشرة الرسمية للإعلانات القانونية.

- وثيقة تثبت إيداع مساهمة الوسيط في صندوق الضمان.

- وثائق ملكية المحلات او عقود إيجارها مرفقة بمحاضر إثبات محتوياتها من وسائل عمل وتقنيات الأمن والسلامة¹.

وبعد استكمال الملف يسلم للشركة اعتماد مؤقت لحين الاكتتاب في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم، حيث يصبح نهائيا وساري المفعول لغاية سحبه او شطبه من طرف اللجنة مع

¹ المادة 5 من التعليمية رقم 01/97 الصادرة في 30 نوفمبر 1997 المتعلقة بكيفيات اعتماد الوسيط في عمليات البورصة

وجوب دفع الرسوم سنوية المستحقة طبقا للمادة 38، ويتم نشره في النشرة الرسمية للبورصة.¹

-الحالة الثانية: صدور قرار بالاعتماد المقيد: وهو ما أكدته المادة 12 من النظام 01-15 حيث بإمكان اللجنة تحديد نشاطات الوسيط بصفة مؤقتة إذا اتضح لها من خلال الملف أن الوسائل والعناصر المتوفرة غير كافية لممارسة كل النشاطات التي طلب من اجلها الاعتماد، وعليه فللجنة السلطة التقديرية في تحديد مدى قدرة الوسيط التقنية في الاضطلاع بمهامه داخل البورصة وبالتالي تحديد مجال اعتماده فيها بصفة مؤقتة لحين استكمال تلك النقائص.

-الحالة الثالثة: صدور قرار برفض الاعتماد: يحق للجنة إذا بدى لها أن الملف غير مستوف للشروط المطلوبة للاعتماد، وان الخل لا يمكن تداركه أو إزالته، ان تصدر قرارا برفض الاعتماد، وفي هذه الحالة يجب ان يكون القرار معللا وباتا (اي غير قابل للطعن فيه اداريا) ويجوز ان لصاحب الطلب ان يطعن في القرار امام مجلس الدولة، حيث تنص المادة من القانون 03-04 المعلقة للمادة 9 من المرسوم التشريعي 93-10: "...في حالة رفض الاعتماد او تحديده يجب ان يكون قرار اللجنة معللا. ويجوز لطالب الاعتماد ان يرفع طعنا بالإلغاء ضد قرار اللجنة امام مجلس الدولة في اجل شهر واحد من تاريخ تبليغ القرار".

اعتمد المشرع على المعيار العضوي لتحديد الجهة القضائية المختصة، لان الهيئة المصدرة للقرار سلطة ضبط مستقلة للسوق المالية وهي هيئة ادارية تمثل السلطة العامة للدولة، كما اخذ بالمعيار الموضوعي لان القرار محل الطعن قرار يتضمن رفض الاعتماد وهو قرار اداري، وبما ان اللجنة هيئة ادارية مستقلة فمن البديهي ان يعود الاختصاص بالنظر في النزاع لمجلس الدولة ، وهو نفس النهج الذي انتهجه المشرع الفرنسي بشأن العديد من الهيئات الادارية المستقلة.

¹ المادة 14 من النظام 01-15 المتعلق شروط اعتماد الوسطاء، مرجع سابق

الفرع الثاني: مهام الوسطاء في عمليات البورصة:

يمارس الوسطاء في حدود الأحكام القانونية حسب المادة 07 من المرسوم التشريعي 93 -
10 المتعلق بالقيم المنقولة المعدل والمتمم بالقانون 03-04، والمادة 2 من النظام 01-15
المهام التالية :

-التفاوض لحساب الغير وللحساب الخاص.

-تقديم الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة.

-التسيير الفردي للمحافظة المالية بموجب عقد مكتوب.

-تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

-توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى.

-السعي على إنجاح عمليات الاكتتاب في جميع الأوراق المالية المصدرة.

-حفظ القيم المنقولة و إدارتها.

- إرشاد المؤسسات في مجال هيكلة راسمالها مالها وإدماج و إعادة الأوراق المالية
المصدرة،

وهي المهام التي تتم مراقبتها من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وفقا لما هو
منصوص عليه في اللائحة العامة للجنة ويمكن تقسيمها على النحو التالي:

أولا: مفاوضة وتوظيف القيم المنقولة:

يلعب الوسيط دورا أساسيا في تداول القيم المنقولة، حيث لا يمكن أن تتداول هذه الأخيرة
بدون تدخل الوسيط في عمليات البورصة، لذا فان نشاط مفاوضة القيم المنقولة هو نشاط
أصيل وأساسي للوسيط، كما أن شركات المساهمة المصدرة للقيم المنقولة تحتاج إلى

توظيفها وتسويقها، وهذا يجب أن يحصل من طرف أشخاص أكفاء وهم الوسطاء في عمليات البورصة.

1/ مفاوضة القيم المنقولة في السوق:

يعتبر نشاط التفاوض في السوق النشاط الأساسي للوسيط في عمليات البورصة مقارنة بالنشاطات الأخرى للوسيط والتي تعتبر ثانوية، فلا يمكن منح اعتماد للوسيط من أجل ممارسة باقي النشاطات دون ممارسة نشاط التفاوض خاصة التفاوض لحساب الغير - أي لحساب الزبائن-¹ في حين يمكنه الاكتفاء فقط بنشاط التفاوض لحساب الغير دون بقية النشاطات الأخرى.

ويقصد بالمفاوضة لحساب الزبائن قيام الوسيط بصفقات لحساب زبائنه تخص قيمة واحدة أو عدة قيم منقولة باستخدام رؤوس أموالهم وفقا للأوامر المرسلة اليه من طرف الزبائن وذلك بأحسن سعر ممكن، وحتى يقوم الوسيط بتداول القيم المنقولة لحساب الزبائن، يجب عليه أولاً فتح حساب باسمهم بموجب اتفاقية فتح الحساب، ثم التأكد من هوية الزبون ومدى توفر القدرات المطلوبة فيه، حتى يتمكن من تنفيذ الأوامر الصادرة عنه.

كما يمكنه التفاوض لحسابه الخاص بان يقوم بصفقات تخص قيمة واحدة أو عدة قيم منقولة باستخدام رؤوس أمواله الخاصة ، وذلك إما بغرض تنشيط سوق القيم المسعرة وضمان سيولتها وانتظامها وفقا لعقد موقع عليه من طرف المصدر أو من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وإما طوعا لحسابه الخاص باعتباره طرفا مقابلا .

2/ توظيف القيم المنقولة:

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية نالدار الجامعية، الاسكندرية، 2005 ص 45

يقصد بتوظيف القيم المنقولة البحث عن مكتتبيين او مشترين للسندات لحساب المصدر الذي يلجأ علنا للدخار ، وتعد من الشركات التي تلجأ للدخار العلني تلك الشركات المقبولة للتداول في بورصة القيم

المنقولة، أو التي تلجأ لتوظيف سنداتهما مهما كان نوعها إما إلى البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء .

ثانيا/ الإرشاد وتسيير الحافطة لحساب الغير:

1/نشاط إرشاد المستثمرين و المؤسسات:

قد يكون الوسيط في عمليات البورصة مرشدا، وقد يكون مسيرا لحافطة القيم المنقولة.

ويقصد بالإرشاد تقديم النصح والاستشارة إما في مجال توظيف الأموال أو في مجال هيكلة الرأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات، ويتمثل الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة في تقديم توصيات مبنية على الخبرة والاحتراف للطرف الآخر، سواء تعلق الأمر بصفقة واحدة أو عدة صفقات خاصة بالقيم المنقولة ، وتوجه هذه التوصيات لزبائن محترفين مثل مسيري الأموال، كما يمكن أن توجه لزبائن غير محترفين يحتاجون إلى تدابير حماية ووقاية أكثر أهمية .

أما بالنسبة للإرشاد في مجال هيكلة الرأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات، فانه يجوز للوسيط في عمليات البورصة المعتمد مساعدة المؤسسات في إعداد العمليات الخاصة بإصدار وتبادل أو إعادة شراء القيم المنقولة والمنتجات المالية المسعرة في البورصة أو الموظفة من طرف البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء الماليين، من خلال التكفل بمساعدة المصدر أثناء كتابة مشروع المذكرة الإعلامية وتأدية الشكليات القانونية والإدارية المتعلقة بإصدار ما يسمى بالقيم، تحضير مشروع إدماج أو إعادة شراء المؤسسات، وتمثيل المصدر لدى اللجنة ومؤسسات السوق ولدى مجموع البنوك المكونين للتوظيف، بالإضافة لمساعدة

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي يعد راعيها راعيها حتى تقي بالتزاماتها المتعلقة بتقديم المعلومات التنظيمية والقانونية.

2/ تسيير الحافطة لحساب الغير:

يتمثل تسيير الحافطة لحساب الغير في تسيير حافظات القيم المنقولة بطريقة تقديرية وفردية بموجب توكيل تسيير من الطرف الآخر، قد يكون هذا الطرف شخصا طبيعيا أو معنويا أو هيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

المبحث الثاني

هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة

تعود فكرة التوظيف الجماعي للأموال إلى الدول الانجلوسكسونية ذلك إن هذه الفكرة انطلقت من انجلترا التي قامت بإنشاء شركات للاستثمار تقوم بجمع المدخرات من صغار المدخرين .

ومع مطلع القرن 19 أخذت الولايات المتحدة الأمريكية الفكرة و قامت بتحديثها وتطويرها وإعطائها الشكل الذي نعرفه حاليا، فضلا عن شركات البورصة و الوديع المركزي اللذان يتوليان الوساطة في إبرام المعاملات وشراء القيم المنقولة وبيعها بالوكالة ،أنشأت هيئات متخصصة تتولى بدورها شراء قيم منقولة لفائدة المستثمرين وبيعها في الوقت المناسب بناء على طلبهم و إدارة المحفظات لفائدتهم .

هذه الهيئات هي التي تعرف بهيئات التوظيف الجماعي التي تهدف بالأساس إلى تقادي الإقصاء من ولوج السوق المالي وخلق وسائل وقنوات لتشجيع فئات من المدخرين والمستثمرين على توظيف موجوداتهم من القيم المنقولة بالبيع و الشراء مما يوفر سيولة تنعكس إيجابا على السوق المالي و تحفز و تعبئ الادخار .

وفي الجزائر ومن أجل ترقية دور البورصة و جعل للمدخرين إطار مناسب لاستثمار أموالهم جاءت فكرة إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في الجزائر بمقتضى الأمر 08/96 المؤرخ في 10 جانفي 1996.

حيث يعتبر أن الشخص له حرية الاختيار بين عدة أشكال و طرق الاستثمار في البورصة، إما أن يسير محفظته بشكل فردي ويعطي أوامره بالشراء و البيع لوسطاء البورصة ¹ أو اختيار القياو ، أو ينوب عمليات التسيير إلى هيئات متخصصة للتوظيف الجماعي للقيم المنقولة تقوم بتسيير محافظ ذات قيمة عالية، ويعد السبب الرئيسي لظهور هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة يعود لصعوبة التعامل في البورصة نظرا لانعدام الخبرة من جهة و عدم توفر الوقت الكافي من جهة أخرى .

المطلب الأول :تعريف هيئات التوظيف الجماعي وبيان أهميتها:

1-تعريف هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

تعرف هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة من الناحية الإقتصادية على انها وسيلة لتأمين عمليات تمويل الاقتصاد القومي عن طريق ربط المدخرات بسواق المال بما يسمح بحماية المدخرين .

-من الناحية القانونية :عبارة عن رؤوس أموال مجمعة عن طريق مؤسسات الاستثمار الجماعي للأوراق المالية تعطي لصاحبها الحق في تملك الحصص من رأس المال الجهة المصدرة للأسهم أو حق المديونية على أصول معينة" سندات ¹ "

فتعرف هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بأنها هياكل مالية تتولى جمع مدخرات عدد كبير من المستثمرين، ثم توظيف هذه المدخرات في محافظ متنوعة من الأوراق المالية

¹ سويقي حورية، التسيير الفردي والجماعي لحافظة القيم المنقولة على مستوى البورصة، دائرة البحوث والدراسات القانونية والسياسية، المجلد 5: العدد 2، 2021، ص 418.

المتداولة وفق سياسة استثمارية محددة ومُفصح عنها، تحت إشراف هيئات رقابية مختصة تصون حقوق المدخرين.

وتعمل هذه الهيئات على مبدأ التوظيف الجماعي الذي يُتيح لصغار المستثمرين الاستفادة من مزايا التنوع وخبرة فرق الإدارة المتخصصة، وهو ما يصعب تحقيقه بصفة فردية. وتصنّف ضمن المستثمرين المؤسسيين (Investisseurs Institutionnels) الذين يلعبون دوراً محورياً في تمويل الاقتصاد.

2- أهميتها: تتميز هذه الهيئات بجملة من الخصائص أبرزها: جمع مدخرات المستثمرين وتوحيدها (Pooling)، وإدارتها احترافياً من قبل متخصصين معتمدين، وتتجلى مزاياها في: التنوع في المحفظة الاستثمارية لتخفيض المخاطر، والسيولة المرتفعة إذ يمكن تسيل الحصص في أي وقت، والشفافية والإفصاح المستمر، فضلاً عن الرقابة الحكومية المستمرة. وأبرز دور تضطلع به هو تشجيع وحماية الادخار الوطني، حيث استطاعت بما لها من مزايا تشجيع المستثمرين على توظيف مدخراتهم وتتمثل هذه المزايا فيما يلي :

- البساطة : حيث إنه لاقتناء منتج هذه الهيئات يكفي أن تملأ المدخر استثماراً الاكتتاب في إحدى شبابيك البنوك وأداء المبلغ المقرر لذلك دون الحاجة إلى حساب أو أمر في البورصة.

- الشفافية : نتيجة لتسعير سنداتها الدوري وخضوعها لمراقبة صارمة.

- الضمان : إذ تعتبر هذه الهيئة وسيلة فعالة للتضامن ضد المخاطر من خلال تنوع توظيفاتها.

المطلب الثاني: أنواع هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

ظهرت عدة أنواع من هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

اولا/ شركة الاستثمار ذات الرأس المال الثابت (SICAF) Société d'investissement a capital fixe: حيث أن أصول هذه الشركات تباع لحظة إنشاء الشركة، و لا يمارس المساهمون في هذه الشركة حق الحيازة أو التصرف المباشر على قيمة الأصول الصافية و لا سبيل لهم للخروج من المساهمة إلا ببيع حصتهم في البورصة .

ثانيا/ شركة الاستثمار ذات الرأس المال المتغير (SICAv) Société d'investissement a capital variable: وهي التي تسمح لمساهميها الخروج في أي وقت من الشركة باستعادة قيمة أسهمهم وبقية تصفوية، ويتغير مبلغ رأسمالها باستمرار بالزيادة أو النقصان،¹ ويمكن أن نميز بين عدة أنواع من شركات الاستثمار ذات الرأس المال المتغير .

-شركة الاستثمار ذات الرأس المال المتغير للسندات حيث أن الرأس المال في غالبيته عبارة عن سندات.

-شركة الاستثمار ذات الرأس المال المتغير للأسهم يكون الرأس المال المستثمر في أغليته عبارة عن أسهم.

-شركة الاستثمار ذات الرأس المال المتغير المتنوعة "المتوازنة" حيث أن الرأس المال المستثمر عبارة عن مزيج من الأسهم و السندات.

-ثالثا : الصناديق المشتركة للتوظيف:

هي صناديق تكون ملكية الأوراق فيها مشتركة و يتم تسييرها من طرف هيئة مختصة ،و قيمة أصول الصناديق هي قريبة دائما من القيمة التصفوية ،رأسمالها متغير كون الأصول تباع بشكل دائم للمدخرين.

¹ سويقي حورية، مرجع سابق، ص 401.

وتصنّف الهيئات أيضا وفق توجهها الاستثماري إلى: صناديق الأسهم ذات العوائد المرتفعة والمخاطر الأعلى، وصناديق السندات التي تتميز بانتظام الدخل وانخفاض المخاطر النسبي، وصناديق السوق النقدية قصيرة الأجل ذات السيولة العالية، والصناديق المتوازنة التي تجمع بين الأسهم والسندات.

وترتكز هيئات التوظيف الجماعي على مبادئ جوهرية أبرزها:

1- مبدأ التنوع: يُلزم القانون بتوزيع الأصول على عدد كافٍ من القيم المنقولة، إذ لا يجوز تجاوز نسبة محددة في أي ورقة مالية واحدة.

2- مبدأ السيولة: تلتزم الهيئات بضمان الوفاء الدائم بطلبات استرداد الوحدات، مما يستوجب الاحتفاظ بجزء سائل من الأصول.

3- مبدأ الشفافية والإفصاح: تُلزم الهيئات بالإفصاح المستمر عن تركيبة محفظتها وأدائها ورسومها عبر نشرة الإصدار (Prospectus) والتقارير الدورية.

4- مبدأ فصل الأصول: يشترط القانون الفصل التام بين أصول الهيئة وأصول شركة التسيير ومؤسسة الحفظ، مما يحمي أموال المستثمرين من أي إفلاس محتمل.

المحور الثالث

عمليات البورصة

حيث سنتطرق من خلال هذا المحور لعمليات البورصة وهي:

- عمليات تتعلق بسوق الإصدار (السوق الأولية)

- عمليات تتعلق بسوق التداول (السوق الثانوية)

المبحث الأول

عمليات تتعلق بسوق الإصدار

تعرف السوق الأولية بأنها سوق الإصدارات الجديدة، اذ تصدر فيها الورقة المالية لأول مرة من قبل شركات المساهمة او الدولة او الهيئات المحلية عندما تكون هذه الأخيرة في حاجة الى موارد مالية لتمويل نشاطها، فهي وسيلة هامة لجمع المدخرات وتوجيهها نحو تمويل المشاريع عن طريق عوائد تحدد عند الإصدار، وتعتبر السوق الأولية جزء هام في السوق المالية ، حيث يعتبر الاكتتاب العام مرحلة هامة لإعداد الشركة لولوج عالم البورصة، وهي المرحلة التحضيرية التي يليها قبول وإدخال هذه القيم المكتتب فيها للتداول في السوق المالية.

المطلب الأول: القيم المنقولة محل الإدراج في البورصة

تعتبر كل من عمليتي الإصدار و التوظيف للقيم المنقولة عمليتان متتابعتان ومتكاملتان، إذ لا يمكن إصدار الأوراق المالية من طرف الشركة او المنشأة الاقتصادية دون ان تتبع ذلك بعملية توظيف لهذه الأوراق، ذلك ان التوظيف عبارة عن تسويق لتلك الإصدارات الجديدة

¹ التي تطرحها الشركة المصدرة في السوق والتي تنتهي بعملية الاكتتاب من طرف الجمهور، سواء تم ذلك عن طريق اللجوء العلني للإدخار أو من دونه.

ويمكن تعريف التوظيف بعملية البحث عن مكتتبين للإصدارات الجديدة أو مشترين للأسهم والسندات التي تم إصدارها، ثم تليها مرحلة قبول وإدخال هذه القيم المصدرة إلى البورصة والتي اصطلاح الفقه على تسميتها بمرحلة القيد أو الإدراج، وهي العملية التي يتكفل بها بالضرورة وسيط في عمليات البورصة حيث تنص المادة 17 من النظام العام للبورصة 97-03 "يجب على الشركة التي تطلب قبول سندات في عمليات التداول في البورصة أن تعين وسيطا في عمليات البورصة يكلف بمتابعة إجراءات القبول والإدخال".

وقد استعمل المشرع الجزائري مصطلح القيم المنقولة les valeurs mobilières في كل من القانون التجاري بمناسبة تنظيم شركات المساهمة والتوصية بالأسهم²، وفي المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، إلا أن القانون 13-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10 جاء بمصطلح جديد وهو مصطلح المنتجات المالية les instruments financiers حيث تنص المادة 17 منه على تعديل المادة 30 من المرسوم 39-10 بحيث تنص: "تتولى ل.ت.ع.ب.م مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر خاصة على حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للإدخار، ولا تخضع لرقابة اللجنة المنتجات المالية المتداولة في السوق التي هي تحت سلطة البنك المركزي..".

¹ Neuville Sébastien، Droit de la banque et des marchés financiers، Presse universitaire de France، Paris، 2005، p253.

² ابتداء من المادة 715 مكرر وما يليها من القانون التجاري.

ولعل أصول هذا المصطلح تعود إلى التشريع الفرنسي، حيث قد استخدمه هذا الأخير لأول مرة بموجب قانون تحديث الأنشطة المالية¹، حيث يختلف نطاق المنتجات المالية في القانون الفرنسي عنه في القانون الجزائري من حيث الأدوات المدرجة فيها أو من حيث الفرع القانوني الذي تنتمي إليه²، حيث يرى الفقهاء الفرنسيين إن مصطلح القيم المنقولة هو مصطلح قديم ويعجز عن استيعاب المفاهيم الجديدة.

وما يفسر التوجه الجديد للمشرع الجزائري بإدراجه لمصطلح المنتجات المالية، هو وجود سندات تطرح للتداول في سوق القيم المنقولة لم تكن محلا للتداول في هذه السوق من قبل، وهي سندات الخزينة³ التي يفترض بها أن تطرح في السوق النقدية والتي أقحمت في سوق المال بموجب قرار وزير المالية سنة 1998⁴.

وتعرف المادة 715 مكرر 30 الواردة في المرسوم التشريعي رقم 93-08 المتضمن تعديل القانون التجاري القيم المنقولة باعتبارها سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة و تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف و تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من

¹ La loi n°96-597 du 2 juillet 1996, sur la modernisation des activités financière, JORF n°154 du 4 juillet 1996.

² « la notion de valeur mobilière et celle d'instrument financier appartiennent à deux branches distinctes mais étroitement liées du droit des affaires ; la première au droit des sociétés, la seconde au droit des marchés financiers » BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, droit des marchés financiers ; op-cit, p77.

³ تعبر القيم الصادرة عن الخزينة العمومية عن الديون العمومية التي تصدرها الدولة لتمويل بعض المشاريع، وبناء على قرار المديرية العامة للخزينة العمومية رقم 07 المؤرخ في 1998 يتم تداول هذه السندات في قاعة سوق قيم الخزينة، ولا يمكن التداول في هذه القاعة إلا من طرف المختصين، كما وتنص المادة 77-1 من النظام 12-01 المعدل والمتمم للنظام العام للبورصة 97-03 على أن يتم قبول سندات الخزينة والشبيهة بالخزينة (أي الصادرة عن الجماعات المحلية) على مستوى بورصة الجزائر تلقائيا في قسم المعاملات بالجملة بطلب من وزير المالية، أي بدون وساطة مالية.

⁴ القرار المؤرخ في 21 جانفي 1998 يتضمن تاطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، الجريدة الرسمية عدد 15 الصادر في 18 مارس 1998، المعدل والمتمم بموجب القرار المؤرخ في 22 جويلية 2001 الجريدة الرسمية العدد 45 الصادر في 12 اوت 2001.

رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها، ورغم ان المادة تحصر هذه القيم بشركات المساهمة الا انه يمكن ان تصدر عن شركة التوصية بالأسهم حيث تنص المادة 715 ثالثا ق/تجاري في فقرتها الأخيرة على ان تطبق القواعد المتعلقة بشركات التوصية البسيطة وشركات المساهمة باستثناء المواد من 610 الى 673 المذكورة أعلاه على شركات التوصية بالأسهم مادامت تتطابق مع الأحكام الخاصة المنصوص عليها في هذا الفصل، وهو ما تؤكد المادة 30 من النظام العام للبورصة 97-03 التي تنص على ان لا تقبل في التداول في البورصة الا القيم المنقولة الصادرة عن شركات الأسهم طبقا لاحكام نصوص القانون التجاري، كما وتنص المادة الاولى من المرسوم التشريعي 93-10 على ان بورصة القيم المنقولة هي إطار لتنظيم وسير عمليات القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم.

ومن خلال التعريف السابق يمكن تقسيم هذه القيم الصادرة عن الشركات ذات الاسهم الى نوعين رئيسيين تتفرع عنهما انواع وتقسيمات متعددة وهما:

1 - سندات كتمثيل لرأسمالها، وهي تمثل الحصة التي يقدمها الشركاء في رأس مال الشركة والتي اصطلح على تسميتها بالاسهم.

2- سندات دين كتمثيل لرسوم الديون التي على ذمتها.

وعليه فنقسم دراستنا لهذه القيم المنقولة الى قسمين نخصص اولهما للاسهم والثاني لسندات الدين

اولا: الأسهم:

1/تعريف السهم: تعرف المادة 715 مكرر 40 ق/تجاري السهم بانه سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها، فهو يمثل حق المساهم أو الشريك في الشركة ، تمنحه إياه عند الاكتتاب ، وبالرجوع الى الفقه القانوني فلا نجد تعريف جامع

ومانع للسهم، ولعل أغلبها قد ركز على خاصية التداول فعرفوا السهم بأنه "وثيقة قابلة للتداول، تكون اسمية أو لأمر أو لحاملها، تعبر عن حصة المساهم النقدية أو العينية في رأس مال شركة المساهمة"¹.

وتتميز أسهم شركة المساهمة بأنها أسهم ذات قيمة متساوية، بمعنى أن رأس مال الشركة ينقسم إلى أسهم متساوية القيمة، وهذا التساوي في قيمة السهم يهدف إلى الحرص على المساواة بين المساهمين في الأرباح وفائض التصفية بعد حل الشركة والحق في التصويت وتنظيم سعر الأسهم في البورصة، ولا يسأل المساهم عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملك من الأسهم².

والسهم في شركة المساهمة قابل للتداول بحيث يجوز للشريك التنازل عن حصته للغير دون أن يؤثر ذلك على رأس مال الشركة أو بقائها، وهذا بخلاف شركات الأشخاص التي لا يجوز التنازل عنها إلا بموافقة الشركاء، كما أن السهم غير قابل للتجزئة بسبب الوفاة، فما على الورثة إلا اختيار واحد منهم ليباشر الحقوق المتصلة بالسهم تجاه الشركة³.

2/أنواع الأسهم:

تقسم الأسهم إلى عدة أنواع وتقسيمات أهمها مايلي:

1- الأسهم النقدية والأسهم العينية: تعتبر أسهم نقدية الأسهم التي تم وفائها نقداً أو عن طريق المقاصة، والأسهم التي تصدر بعد ضمها إلى رأس المال الاحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار والتي يتكون مبلغها من جزء نتيجة ضمه في الاحتياطيات أو الفوائد أو

¹ GERMAIN Michel ;Traité du droit commercial, Tome 1,volume 16,Librairie générale du droit et de jurisprudence,Paris 1996,P830.

² الياس ناصيف، الشركات التجارية، الجزء الثالث، الطبعة الثالثة، دار العويدات للطباعة والنشر، بيروت، 1998، ص80.

³ القليوبي سميحة، الشركات التجارية، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص243.

علاوة الإصدار وفي جزء منه عن طريق الوفاء نقداً، ويجب أن يتم وفاء هذه الأخيرة بتمامها عند الاكتتاب¹. أما جميع الأسهم الأخرى فتعد من الأسهم العينية، وتخضع الأسهم العينية التي تدخل في رأس مال الشركة لنفس القواعد التي تسري على الأسهم النقدية فيما عدا أنه يجب الوفاء بقيمتها كاملة وأنه يجب التقدير الحصص تقديراً صحيحاً قبل منح الأسهم العينية².

2- الأسهم العادية والأسهم الممتازة: الأسهم العادية هي الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأسمال شركات تجارية، وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير وعزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها. وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون.

وتمنح الأسهم العادية، علاوة على ذلك، الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها، وتتمتع جميع الأسهم العادية بنفس الحقوق الواجبات³.

ويمكن تقسيم الأسهم العادية الاسمية إلى فئتين اثنتين حسب إرادة الجمعية العامة التأسيسية، وتتمتع الفئة الأولى بحق التصويت يفوق عدد الأسهم التي بحوزتها، أما الفئة الثانية فتتمتع بامتياز الأولوية في الاكتتاب لأسهم أو سندات استحقاق جديدة، أما عن قيمة السهم العادي فهو صك ذو ثلاث قيم، قيمة اسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، أي هي قيمة الاكتتاب التي عادة ما ترد في نشرة الإصدار، وقيمة دفترية تعادل قيمة حقوق الملكية

¹ المادة 715 مكرر 41 من القانون التجاري.

² الياس ناصيف، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 86.

³ المادة 715 مكرر 42 قانون تجاري..

من الفوائد والارباح والاحتياطات...الخ، وقيمة سوقية يباع بها السهم في سوق راس المال، وهذه الاخيرة قد تكون اكثر او اقل من القيمتين الاسمية والدفترية¹.

3- أسهم التمتع: أسهم التمتع هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى مساهم عن طريق الاستهلاك المخصص إما من الفوائد أو الاحتياطات، ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل².

4- الأسهم لحاملها والأسهم الاسمية: تكتسي الأسهم التي تصدرها شركة المساهمة شكل أسهم للحامل أو اسهم اسمية، والسهم لحامله هو الذي لا يحمل اسم المساهم، وإنما يذكر فيه أن السهم لحامله، ويحول السهم للحامل عن طريق مجرد تسليم أو بواسطة قيد في الحسابات، أما السهم الاسمي فهو الذي يحمل اسم المساهم، ويحول اسم السهم الاسمي إزاء الغير وإزاء الشخص المعنوي المصدر عن طريق نقله في السجلات التي تمسكها الشركة لهذا الغرض. ويجوز لكل مالك لأسهم الإصدار تتضمن أسهم الحامل، أن يطلب تحويلها إلى أسهم اسمية أو العكس³.

5- شهادات الاستثمار: تنتج شهادات الاستثمار من تجزئة السهم الى قسمين، قسم يمثل الحقوق المالية للسهم وهي قابلة للتداول وقسم اخر يمثل الحقوق الخاصة بالتصويت وهو غير قابل للتداول⁴، ويسمى القسم الاول بشهادة الاستثمار، وهي تحتمل الربح والخسارة لأنها تتعلق بالتمويل، في حين يسمى القسم الثاني بشهادات الحق في التصويت التي تضمن سلطة بعض المساهمين في الشركة بحسب راي الفقهاء⁵.

¹ حنفي عبد الغفار وقرىاقص رسمية، اسواق راس المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص246.

² المادة 715 مكرر 45 قانون تجاري.

³ المادة 715 مكرر 35 قانون تجاري.

⁴ المادة 715 مكرر 62 و63. قانون تجاري.

⁵ SALAH Mohammed, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, édition ibn khaldoun, Alger, 2001, p150.

تلجأ الشركة الى اصدار مثل هذه القيم بمناسبة زيادة رأسمالها الاجتماعي او بسبب تجزئة اسهمها الموجودة، وعادة تلجأ اليها الشركة عند زيادة رأس المال بدلا من الاسهم للاحتفاظ بمركز القرار في الشركة، ذلك ان المكتتبين فيها لا يملكون حق التصويت في الجمعيات العامة للشركة.

وتعتبر هذه الشهادات قابلة للتداول في البورصة وذلك بمناسبة صدور النظام 01-12 المعدل للمادة 30 من النظام العام للبورصة 97-03 فاصبح نصها كما يلي: "تعتبر الاسهم وشهادات الاستثمار التي تصدرها شركات المساهمة كسندات رأسمال".

ثانيا: السندات:

1/ تعريف السندات: تركز بعض التعاريف الفقهية على خاصية هامة وهي خاصية التداول، حيث يعرف البعض السند بأنه "وسيلة اقراض قابلة للتداول يصدر عادة لحامله كما يمكن اصداره في صورة اسمية، ويستخدم في الحصول على التمويل اللازم في سوق المال باستقطابه للمستثمرين"¹، كما يعرف بأنه صك قابل للتداول يصدر عن الشركة بمناسبة اقتراض رؤوس أموال مهمة، وهو صك مديونية يمثل قرض جماعي قابل للتداول في السوق².

وقد نص المشرع الجزائري على أنواع معينة من السندات يجوز لشركة المساهمة أن تصدرها إذا احتاجت إلى أموال جديدة لمدة طويلة، وتلجأ في هذا الشأن إلى الاقتراض عن طريق إصدار سندات قابلة للتداول تخول صاحبها حق الحصول على فوائد سنوية واسترداد قيمة السند في الميعاد المحدد، وتطرح هذه السندات للاكتتاب العام.

¹ نشأت عبد العزيز و محمد صلاح سالم، سوق السندات في مصر، توصيف للواقع ومقترحات للتطوير، مجلة كتاب الأهرام الاقتصادي، الصادرة عن مؤسسة الأهرام، العدد 150، جويلية 2000، القاهرة، ص13.

² « Les obligations sont des titres de créance représentatif d'un emprunt collectif et négociables sur un marché » ;BOERE Jean –pierre,DEROIN Philippe,Titre et emprunts obligataires,Tome 1,Banque Editions,Paris,1998,p27.

2/أنواع السندات:

على غرار الأسهم تأخذ السندات عدة أنواع وتقسيمات وقد تم إقرار تداولها في البورصة بمختلف أنواعها بموجب النظام 01-12 المعدل والمتمم للنظام 97-03 حيث تنص المادة 46-8 منه: "تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال وسندات المساهمة، أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين" وهي على النحو التالي:

1-سندات المساهمة : يجوز لشركات المساهمة أن تصدر سندات مساهمة¹ وهي عبارة عن سندات دين تتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند، ويكون الجزء المتغير موضوع تنظيم خاص توضح حدوده بدقة، وسندات المساهمة قابلة للتداول، ولا تكون قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة أو بمبادرة منها، بعد انتهاء أجل لا يمكن أن يقل عن خمس سنوات حسب الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار.

وتكون الجمعية العامة للاسهامين مؤهلة وحدها لتقرير إصدار سندات مساهمة وتحديد شروطها أو السماح بذلك، ويجوز أن تفوض سلطتها إلى مجلس الإدارة أو المراقبة أو مجلس المديرين، ولا يجوز للشركة تكوين رهن على سندات مساهمتها الذاتية، ويجتمع بقوة القانون حاملو سندات المساهمة التي هي من نفس الإصدار لتمثيل مصالحهم المشتركة في جماعة تتمتع بالشخصية المدنية، ويخضعون للأحكام المنصوص عليها بالنسبة لأصحاب سندات الاستحقاق. وتجتمع جماعة حاملي سندات المساهمة بقوة القانون مرة في السنة للاستماع إلى تقرير مسيري الشركة عن السنة المالية المنصرمة وتقرير مندوبي الحسابات حول حسابات السنة المالية، والعناصر التي تستعمل لتحديد أجرة سندات المساهمة،

¹ المادة 715 مكرر 73 وما يليها من قانون تجاري.

ويحضر ممثلو جماعة حاملي السندات جمعيات المساهمين، ويمكن استشارتهم في جميع المسائل المدرجة في جدول الأعمال باستثناء المسائل المتعلقة بتوظيف مسيري الشركة أو إقالتهم، ويمكن التدخل أثناء الجمعية، ويكمن لهم الإطلاع على وثائق الشركة.

2-سندات الاستحقاق: سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية¹.

تكون الجمعية العامة للمساهمين مؤهلة وحدها لتقرير إصدار سندات الاستحقاق وتحديد شروطها أو السماح بذلك، ويجوز لها أن تفوض سلطاتها إلى مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين².

لا يسمح بإصدار سندات الاستحقاق إلا لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي أعدت موازننتين صادق عليهما المساهمون بصفة منتظمة، والتي يكون رأسمالها مسدد بكامله.

لا تطبق هذه الشروط على إصدار سندات الاستحقاق التي تستفيد إما ضمانا من الدولة أو من أشخاص معنويين في القانون العام أو ضمانا من شركات تستوفي الشروط المنصوص عليها في الفقرة أعلاه.

ولا تطبق هذه الشروط كذلك على إصدار سندات الاستحقاق المرهونة بموجب سندات دين على ذمة الدولة أو على ذمة الأشخاص العموميين في القانون العام³. وتكون سندات الاستحقاق حسب كل حالة، مقترنة بشروط أو بنود التسديد أو الاستهلاك عند حلول الأجل أو عن طريق السحب، وفي الحالات المنصوص عليها صراحة عند الإصدار، يمكن أن يكون لسند الاستحقاق دخلا دائما يسمح بدخل متغير وقابل للتحويل إلى رأس مال بدون

¹ المادة 715 مكرر 81 قانون تجاري.

² المادة 715 مكرر 84 قانون تجاري.

³ المادة 715 مكرر 82 قانون تجاري.

تعويض الأصل، وإذا لجأت الشركة علنية إلى الادخار، فيتعين عليها قبل فتح الاكتتاب، القيام بإجراءات إشهار شروط الإصدار¹.

3- سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم: يجوز لشركات المساهمة الموجود منذ سنتين والتي أعدت موازنتين صادق عليها المساهمون بصفة منتظمة، والتي يكون رأسمالها مسدداً بكامله، إصدار سندات استحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم².

ويرخص بإصدار هذه السندات الجمعية العامة بناءً على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين، وعلى تقرير خاص لمندوب الحسابات. وتخضع الاستحقاق القابلة للتحويل لنفس الأحكام المتعلقة بسندات الاستحقاق، ولا يجوز أن يكون سعر إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل أقل من القيمة الاسمية للأسهم التي تؤول إلى أصحاب سندات الاستحقاق في حالة اختيار التحويل، وتتم بصفة نهائية زيادة رأس المال التي أضحت ضرورية بالتحويل عن طريق طلب التحويل المرفق ببطاقة الاكتتاب، وعند الاقتضاء عن طريق الدفعات التي يسمح بها اكتتاب الأسهم النقدية.

يؤدي ترخيص الجمعية العامة لفائدة أصحاب سندات الاستحقاق إلى النازل الصريح للمساهمين عن حقهم التفضيلي في الاكتتاب في الأسهم التي تصدر بموجب تحويل سندات الاستحقاق، ولا يجوز التحويل إلا بناءً على رغبة الحاملين وفقط حسب شروط وأسس التحويل المحددة في عقد إصدار سندات الاستحقاق. ويبين هذا العقد بأن التحويل سيتم إما في فترة أو فترات اختيارية محددة وإما في أي وقت كان.

ويحظر على الشركة استهلاك رأسمالها أو تخفيضه عن طريق التسديد، كما يحضر عليه تغيير توزيع الأرباح ابتداءً من تاريخ تصويت الجمعية العامة التي ترخص الإصدار وما دامت سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم متوفرة.

¹ BOERE Jean –pierre, DEROIN Philippe, Titre et emprunts obligataires, op-cit p 31.

² المادة 715 مكرر 114 قانون تجاري وما يليها.

4- سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم: يجوز لشركات المساهمة التي تستوفي الشروط المطلوبة لإصدار سندات استحقاق، أن تصدر سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم. ويجوز لشركة ما إصدار سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم تقوم بإصدارها الشركة التي تملك بصفة مباشرة أو غير مباشرة أكثر من نصف رأسمالها. وفي هذه الحالة، يجب على الجمعية العامة العادية للشركة التابعة والمصدرة لسندات استحقاق أن ترخص بإصدار هذه السندات أما إصدار الأسهم فترخصه الجمعية العامة غير العادية، للشركة المدعوة لإصدار الأسهم¹.

تمنح قسائم الاكتتاب حق الاكتتاب في أسهم تقوم بإصدارها الشركة بسعر أو بأسعار مختلفة وفقا للشروط والأجال المحددة في عقد الإصدار، ولا يمكن أن تتجاوز مدة ممارسة حق الاكتتاب أجل الاستهلاك النهائي للقرض بأكثر من ثلاثة أشهر².

تبث الجمعية العامة في كفيات حساب سعر ممارسة حق الاكتتاب وفي المبلغ الأقصى للأسهم التي يمكن أن يكتتبها أصحاب القسيمات، ويجب أن يكون سعر ممارسة الحق في الاكتتاب مساويا على الأقل للقيمة الاسمية للأسهم المكتتبه بناء على تقديم القسيمات، وفي حالة إصدار سندات استحقاق جديدة ذات قسيمات اكتتاب أو سندات استحقاق قابلة للتحويل. تعلم الشركة أصحاب قسيمات الاكتتاب أو حاملها عن طريق إعلان ينشر وفقا للشروط المحددة عن طريف التنظيم قصد تمكينهم إن أرادوا المشاركة في العملية ممارسة حقهم في الاكتتاب في الأجل الذي يحدده الإعلان، وإذا كان أجل ممارسة الحق في الاكتتاب لم يفتح بعد، يكون سعر الممارسة الواجب اعتماده في أول سعر يوجد في عقد الإصدار، وتطبق أحكام هذا المقطع على كل عملية أخرى تتضمن حقا في الاكتتاب مخصص للمساهمين، غير أنه إذا كانت القسيمات تمنح الحق في الاكتتاب بالأسهم

¹ المادة 715 مكرر 126 وما يليها من القانون التجاري.

² المادة 715 مكرر 127 قانون تجاري

المسجلة في السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة. يجوز أن ينص عقد الإصدار، عوض التدابير المذكورة في المقاطع السابقة، على تصحيح شروط الاكتتاب المحددة أصلا قصد التكفل بأثر الإصدارات أو الإدراجات أو التوزيعات حسب الشروط ووفق كفيات الحساب التي تحددها السلطة المكلفة بتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وتحت رقابتها¹.

وفي الشهر الذي يلي كل سنة مالية، يثبت مجلس إدارة الشركة أو مجلس المديرين بها حسب الحالة، وإذا اقتضى الأمر العدد والمبلغ الاسمي للأسهم، ويدخل التعديلات الضرورية على شروط القوانين الأساسية المتعلقة بمبلغ رأسمال الشركة وبعده الأسهم التي تشكله، كما يجوز له في أي وقت، القيام بهذا الإثبات للسنة المالية الجارية، وإدخال التعديلات المناسبة على القانون الأساسي. وعندما يكون لصاحب قسيمات الاكتتاب الذي يقد سنداته، الحق في عدد الأسهم المتضمنة جزء من القيمة المنقولة بمقتضى إحدى العمليات المذكورة في المادتين 715 مكرر 127 و715 مكرر 129، فإن هذا الجزء يكون موضوع دفع نقدي حسب كفيات الحساب التي تحدد عن طريق التنظيم².

وإذا امتصت شركة ما الشركة التي تتولى إصدار الأسهم، أو اندمجت مع شركة أو عدة شركات أخرى لتكوين شركة جديدة، أو انشقت، يجوز لأصحاب قسيمات الاكتتاب أن يكتتبوا أسهما من الشركة الممتصة أو من الشركة أو الشركات الجديدة، ويحدد عدد الأسهم التي من حقهم اكتتابها عن طريق تصحيح عدد أسهم الشركة المصدرة والتي كان لديهم حق الاكتتاب فيها، بنسبة تبديل أسهم هذه الشركة الأخيرة مقابل أسهم الشركة الممتصة أو الشركة الجديدة، وتحل الشركة الممتصة أو الشركة الجديدة محل الشركة المصدرة للأسهم.

¹ AMMOUR Ben Halima, Pratique des techniques bancaires avec référence à l'algerie ;Edition Dahleb, Alger, 2000 ;p113.

² المادة 715 مكرر 128 قانون تجاري وما يليها.

ويجوز التنازل عن قسيماات الاككتاب أو التناول فيها بصفة مستقلة عن سندات الاستحقاق، إلا إذا نص عقد الإصدار على خلاف ذلك، وتلغى قسيماات اككتاب الأسهم التي اشترتها الشركة المصدرة وكذا القسيماات المستعملة في الاككتاب.

المطلب الثاني: عملية الادراج في البورصة :

تعتبر عملية اللجوء العلني للادخار هي انسب وسيلة للحصول على مستثمرين¹ لتمويل المشروع الاقتصادي، فعلى عكس الاككتاب المغلق يتوجه هذا الإجراء إلى الجمهور عامة وإلى السوق، وقد نظمت القواعد العامة لعملية اللجوء العلني للادخار بموجب نصوص القانون التجاري وذلك بمناسبة تأسيس الشركة² أو بمناسبة زيادة رأسمالها³، ثم تدخلت ل.ت.ع.ب.م بسن إجراءات خاصة لإتمام هذه العملية.

تتضمن عملية الإدراج في البورصة عملية تحضيرية تتم على مستوى الشركة الراغبة في اللجوء للادخار العلني، ثم مرحلة لاحقة تتعلق بقبول وإدخال القيم المنقولة المصدرة في البورصة، وهو ما سنتناوله من خلال العناصر التالية:

أولاً: المرحلة التحضيرية للادراج في البورصة:

أ/تنظيم عملية إصدار القيم المنقولة الموجهة للادخار العام: عرف المشرع الجزائري الجوء العلني للادخار من خلال نص المادة 43 من المرسوم التشريعي 93-10 التي نصت: "تعد من الشركات التي تلتجئ إلى التوفير علناً، الشركات المسجلة سنداتھا في التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة ابتداءً من تاريخ التسجيل، أو التي تلجا لتوظيف سنداتھا مهما يكن نوعھا اما الى البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء في

¹ « La recherche d'investisseurs se réalise essentiellement au moyen d'un appel public à l'épargne » Neuville Sébastien, Droit de la banque et des marchés financiers, op.cit, p303.

² المواد من 559 إلى 604 قانون تجاري.

³ المواد من 687 إلى 708 قانون تجاري.

عمليات البورصة، واما الى اساليب الاشهار عادي واما الى السعي المصفاي المباشر"، وهي المادة التي جرى تعديلها بالقانون 03-04 بالغاء اساليب الاشهار العادي والسعي المصفاي المباشر كوسائل للجوء للدخار العام، وللقيام بهذا الاجراء لابد من مرحلة تحضيرية تعتبر كالخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر، مهما كان شكله، قبل عملية الإدراج وتتضمن الخطوات التالية:

1- اتخاذ القرار بإجراء العملية: تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للدخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلا الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية¹.

2- الإعداد القانوني للشركة والأسهم: إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني ، و ذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي و الشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة².

3- تقييم الشركة: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه ، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة، ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم وهو ما تؤكد المادة 32 من النظام 97-03 التي تنص: "على الشركة التي تكون سندات محل طلب قبول، تقديم تقرير تقييمي لاصولها ينجزه عضو في المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير مندوب الحسابات للشركة او أي خبير اخر تعترف اللجنة بتقييمه عدا احد اعضائها".

ثانيا: مرحلة القبول في البورصة:

¹ المادة 691 قانون تجاري.

² المواد من 687 الى 708 قانون تجاري.

يشرف على عملية القبول في البورصة بالضرورة وسيط في عمليات البورصة وهي العملية التي تتطلب شروط واجراءات معينة يحددها النظام العام للبورصة رقم 97-03 المعدل والمتمم بالنظام 12-01 والتي سنتطرق لكل منها على حدى:

ا/شروط قبول القيم المنقولة في البورصة:يتطلب قبول القيم المنقولة في البورصة مجموعة من الشروط الواجب توافرها والتي نحاول اجمالها فيما يلي:

-يجب على الشركة التي تقدم طلب قبول سندات راسمالها في التداول في السوق الرئيسية الا تقل قيمة راسمالها الذي تم وفاؤه عن خمسمائة مليون دينار (500000000 دج)، وان توزع على الجمهور سندات تمثل 20% على الاقل من راسمال الشركة، وذلك يوم الادراج على ابعد تقدير¹.

-يجب توزيع سندات راس المال الموزعة على الجمهور على عدد ادناه مائة وخمسون مساهما وذلك يوم الادراج على ابعد تقدير²، ولعل قصد المشرع من ذلك هو تجنب ان يستأثر شخص واحد أو عدد محدود من الأشخاص بالاككتاب في النسب المقرر تقاديا للمضاربة وافتعال ارتفاع او انخفاض أسعار الأسهم وخلق اضطراب في البورصة³.

-اذا تعلق الامر بسندات الدين فان المادة 46-9 من النظام 12-01 تنص انه وباستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون، يجب ان يكون سعر السندات التي يطلب القبول بشأنها مساويا على الاقل لخمسمائة مليون دينار 500000000 دج وذلك يوم الادراج، وتم الغاء الشرط المتعلق بتوزيع هذه السندات على 100 حائز على الاقل الذي كانت تفرضه المادة 46من النظام 97-03 وهو ما يعد غير صائب في رأينا لتنافيه مع معايير اللجوء العلني للادخار خاصة الانتشار الموسع للسندات بين الجمهور.

¹ المادة 43 من النظام 97-03 المعدلة بالمادة 7 من النظام 12-01.

² المادة 44 من النظام 97-03 المعدلة بالمادة 8 من النظام 12-01.

³ عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص336.

-وجوب نشر الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تم خلالها تقديم طلب القبول، ما لم تقرر ل.ت.ع.ب.م خلاف ذلك¹.

-التزام الشركة التي تكون سندات محل طلب قبول تقديم تقرير تقييمي لاصولها ينجزه عضو من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير مندوب حسابات الشركة او اي خبير اخر تعترف اللجنة بتقييمه عدا احد أعضائها².

-يجب ان تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي تسبق طلب القبول ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك³.

-وجوب تبرير وجود هيئة للمراقبة الداخلية تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة، والا تلتزم الشركة بتتصيب هذه الهيئة خلال السنة المالية التي تلي قبول السندات في البورصة⁴.

-وجوب تقديم مذكرة إعلامية حول القيم المنقولة محل طلب القبول في البورصة مؤشرا عليها من قبل اللجنة⁵، ونستنتج من لفظ الوجوب الوارد في نص المادة تمسك المشرع بوجود فقط سوق منظمة لتداول الأوراق المالية في البورصة الجزائرية.

-كما ويتعين على الشركة التي تطلب قبول سنداتها أن تثبت إيداع هذه السندات لدى المؤتمر المركزي على السندات قبل الإدخال في البورصة⁶.

¹ المادة 31 من النظام 03-97.

² المادة 32 من النظام 03-97.

³ المادة 34 من النظام 03-97.

⁴ المادة 36 من النظام 03-97.

⁵ المادة 23 من النظام 03-97 وهو ما تكرسه المادة 41 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدلة بنص المادة 19 من القانون 03-04 والتي تنص: "يجب على كل شركة او مؤسسة عمومية تصدر اوراقا مالية او أي منتج مالي اخر باللجوء العلني للإدخال ان تنشر مسبقا مذكرة موجهة الى اعلام الجمهور تتضمن تنظيم الشركة ووضعيتها المالية وتطور نشاطها. ويجب على كل شركة تطلب قبول سندات لتداول في البورصة ام تنشر مسبقا مذكرة ويجب ان تؤشر ل.ت.ع.ب.م مسبقا على هذه المذكرة قبل نشرها".

ب/ إجراءات القبول في البورصة:

سعت كل القوانين رغم اختلافها الى توفير حماية خاصة للمدخر الملتزم منه الاكتتاب، وذلك عن طريق الزام المصدر بالحصول على ترخيص مسبق من قبل الهيئات الرقابية للسوق المالية قبل طرح القيم المنقولة للاكتتاب، وعلى ضوء نصوص الأنظمة الداخلية لبورصة القيم المنقولة الجزائرية يمكن تقسيم هذه الإجراءات إلى تقديم طلب القبول وصدور القرار عن ل.ت.ع.ب.م:

1- تقديم طلب القبول:

يعتبر أول إجراء للحصول على ترخيص بإدخال القيم المنقولة الى البورصة هو تقديم طلب بذلك إلى ل.ت.ع.ب.م، ويتعين إضافة لذلك على الوسيط في عمليات البورصة الذي يتصرف بصفة مستشار الشركة إبلاغ شركة تسيير بورصة القيم بنيتة تقديم طلب قبول قيم منقولة للتداول في البورصة حتى تكون بدورها على بينة بذلك، ويجب تقديم طلب القبول في اجل لا يتعدى ستين (60) يوما وذلك قبل تاريخ التسعيرة في البورصة مالم تقرر اللجنة خلاف ذلك¹، ويتضمن طلب القبول الوثائق القانونية والاقتصادية والمالية والمحاسبية للشركة، ويكون للجنة ان تحدد العناصر التي يجب ان يحتويها الملف ولها ان تطلب من الشركة صاحبة الطلب اي معلومة تكميلية².

ويجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على:

- طلب القبول.

⁶ المادة 21 مكرر من النظام 97-03 المضافة بموجب المادة 4 من النظام 12-01.

¹ المواد 19 و 20 من النظام 97-03.

² المواد 26 و 27 من النظام 97-03.

- محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار.

- مشروع المذكرة الإعلامية.

- مشروع الدليل.

- معلومات عامة عن الجهة المصدرة.

- معلومات عن التمويل.

- معلومات اقتصادية ومالية.

- الوثائق القانونية.

- تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم.

ويجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني..).

ويضاف الى ذلك انه يقع على عاتق الشركة صاحبة طلب القبول التزام بان ترفع الى علم اللجنة كل تعديل قد يطرأ على عنصر من العناصر المكونة للملف بين تاريخ الإيداع وتبليغ قرار اللجنة، وعليها ان ترسل كل البلاغات والإعلانات ذات الطابع المالي والنشرات التي تتولى الشركة توزيعها وكذا كل وثيقة للإعلام الاقتصادي او المالي التي قد تنشره الشركة، ويتعين عليها الحصول على تصديق اللجنة لتوزيع هذه الوثائق خلال مرحلة تقييم ملف القبول¹.

¹ المواد 25 و28 من النظام 97-03.

2- صدور قرار اللجنة: يكون قبول القيم المنقولة في عمليات التداول في البورصة محل مقرر يصدر عن اللجنة، وقبل ذلك وكمرحلة تمهيدية تدرس اللجنة مشروع المذكرة الخاضعة للتأشيرة المسبقة وتشير عند الاقتضاء الى البيانات الواجب تعديلها والمعلومات الإضافية الواجب إدراجها فيها، كما يمكن للجنة ان تطلب أي إيضاح او تبرير يخص المعلومات الواردة في مشروع المذكرة ،ويمكن للجنة رفض التأشير على المذكرة ما لم يستجب لطلبات التعديل وللجنة مهلة شهرين قبل ان تمنح تأشيرتها او ترفضها او تطلب معلومات إضافية او تعديلات¹.

ويصدر قرار اللجنة حول طلب قبول القيم المنقولة بالقبول او بالرفض، حيث يمكن للجنة رفض طلب قبول تداول سند إذا رأت أن الطلب مخالف لمصلحة السوق والمدخرين²، أما إذا كان الرد ايجابيا يرسل هذا المقرر الى شركة تسيير بورصة القيم من اجل نشره في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة، وتتخذ اللجنة قرارها في خلال اجل شهرين من استلام ملف طلب القبول وإذا طلبت اللجنة معلومة تكميلية تقلص المدة إلى شهر يلي استلام هذه المعلومة، وتكون صلاحية مقرر القبول أربعة أشهر إلا انه يجوز تمديد هذه المدة بطلب من الشركة العارضة³.

ويلاحظ إغفال المشرع الجزائري النص على إمكانية طعن الشركة المصدرة ضد قرار اللجنة المتضمن رفض التأشير على المذكرة او رفض قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، مما يدعو للتساؤل عن إمكانية لجوء الشركة صاحبة الطلب الى القضاء للطعن في القرار المتضمن للرفض طبقا لمبدأ قابلية الطعن أمام القضاء ضد القرارات الادارية، ام انه غير

¹ المادة 42 من المرسوم التشريعي 93-10.

² المادة 29 من النظام 97-03.

³ المادة 22 من النظام 97-03.

قابل للطعن كونه لا ينظر في مضمون العملية بل في مدى تطابق المذكرة والطلب مع النصوص التشريعية والتنظيمية للبورصة¹.

ثالثا: مرحلة الإدخال في البورصة:

إن إدخال قيمة منقولة جديدة في البورصة هو حدث خاص بالنسبة لحياة الشركة، خصوصا إذا تعلق الأمر بأسهمها، لأن الأمر هنا يتعلق بأسهمها الممثلة لرأسمالها وبحياتها المستقبلية، أما قيد سند قرض جديد في جدول التسعيرة فهو لا يمثل نفس الميزة ذلك أن سندات القرض توزع خلال فترة معينة وتبقى صالحة لمدة محددة ذلك أن بعض المصدرين قد يلجؤون باستمرار وكلما احتاجوا إلى سيولة إلى إصدار قروض أخرى، والأمر ليس نفسه بالنسبة للأسهم التي يحدث إدخالها للبورصة عادة مرة واحدة، وسنبين من خلال دراستنا لهذا الموضوع أهداف إدخال الشركة الى البورصة والى إجراءات هذا الإدخال.

وتلتزم الشركة التي حصلت على الموافقة بقيد قيمها المنقولة في البورصة بإيداع نسخة من طلب القبول مرفقا بالمذكرة الإعلامية المؤشر عليها لدى شركة تسيير بورصة القيم ، وتبرم الشركة اتفاقية تسجيل مع هذه الأخيرة بواسطة وسيط معتمد، بحيث تحدد هذه الاتفاقية تاريخ الإدخال، سعر الإدخال، والإجراء المناسب للإدخال، وتنتشر شركة تسيير البورصة نشرة خاصة تسمى مقرر الإدخال Avis d'introduction، تتضمن هذه النشرة السعر المرجعي للسندات والأسعار المقترحة من طرف الشركة في طلب القيد اذا كان الإدخال مرفقا بطرح قيم جديدة على الجمهور، والغرض من هذه النشرة هو السماح للجمهور بالاطلاع على تفاصيل الإدخال لتمكينهم من دراسة السوق وتقييم العملية لاتخاذ القرار الاستثماري

¹ حتى القانون الجديد رقم 04/03 لم يتطرق إلى إمكانية الطعن ضد قرار اللجنة المتضمن رفض منح التأشيرة مما يؤكد لدى البعض الفرضية الثانية وهي اتجاه نية المشرع نحو عدم السماح بهذا الطعن، راجع تحليل نواة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 315.

المناسب، ويمتاز هذا الإجراء بأنه يضمن للشركة المقيدة الحصول على سعر السوق وفقا لقاعدة العرض والطلب¹، او الحصول على الأقل على السعر الأدنى الذي عرضته.

وتجدر الإشارة إلى انه يجوز لشركة إدارة البورصة تقرير تأجيل إدخال القيم المقبولة إلى تاريخ لاحق لا سيما إذا لاحظت بأن السعر المحدد في نهاية التسعيرة، وبالنظر إلى أوامر الشراء المقدمة للسوق، قابل لأن يكون أعلى بصفة غير عادية من سعر العرض المعلن عنه، أو أنه قد يؤدي إلى تخفيض هام في أوامر الشراء المقبولة، وعليه تصبح جميع الأوامر المتعلقة بتلك القيمة باطل². وتقوم شركة إدارة البورصة بذلك لأن دورها الأساسي هو السهر على حسن سير السوق والحفاظ ما أمكن على أمنه واستقراره، ومن وراء ذلك الحفاظ على مصالح المتعاملين فيه.

وفي حالة التأجيل، كما سبق إيضاحه ، تحدد شركة إدارة البورصة إجراء إدخال جديد في تاريخ معين كما تحدد الشروط الجديدة المقررة، تم تقوم بتبليغ قرارها بتأجيل الإدخال والتاريخ المحدد لإدخال جديد عن طريق الإعلان ومن جديد في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة وتبيان العناصر السالف ذكرها بخصوص بيانات الإعلان عن إدخال القيم المنقولة في التداول.

وقد نظمت إجراءات الإدخال بموجب قواعد مهنية، تتمثل في كل من أنظمة ل.ت.ع.ب.م وكذا القرارات الصادرة عن ش.ت.ب.ق³، والتي ميزت بين ثلاث أنواع من الإدخال وهي:

- العرض العمومي للبيع بسعر ثابت.

¹ ESSOMBE MOUSSIO Jean-Jacque, « introduction en bourse procédures techniques et modalités contractuelles », Répertoire bourse et produits financiers, n° 1-1998, mis à jour en 2006, p8.

² المادة 54 من النظام 97-03.

³ نظام اللجنة رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام للبورصة المعدل والمتمم بالنظام 12-01، مرجع سابق، والقرار 98-01 الصادر عن ش.ت.ب.ق بتاريخ 22 مارس 1998 المتضمن اجراءات ادخال القيم المنقولة الى البورصة والمعلومات الواجب نشرها المعدل والمتمم بالقرار 99-05 الصادر في 22 جويلية 1999.

-العرض العمومي للبيع بسعر أدنى.

-الإجراء العادي.

أ/العرض العمومي للبيع بسعر ثابت: إن العرض العمومي للبيع هو إجراء تحيطه لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم دقيق خصوصًا فيما يتعلق بالالتزام بالإعلام والنشر أثناء إصدار قيم منقولة جديدة، فبالنظر إلى أهميته تخصه كل النظم القانونية ومنها النظام القانوني والتنظيمي الجزائي بإطار محدد الهدف منه أولاً وأخيراً ضمان أمن وسلامة السوق ومتعامليه، والإقتصاد الوطني ككل، ذلك أن العرض العمومي للبيع يمس مباشرة بمدخرات المعنيين التي يجب أن توظف على وجه أمثل سواء بالنسبة لعارضي الأموال أو لطالبيها¹، ولذلك أحيط هذا الإجراء بنظام إعلامي هام.

، وفي هذه الحالة يحدد الإعلان الذي تنشره شركة إدارة البورصة عن إدخال القيم المنقولة عن طريق العرض العمومي للبيع بسعر ثابت مايلي:²

-عدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور من قبل المدخلين.

-السعر الثابت المقترح لبيع هذه السندات.

-كيفية توزيع السندات بين المشترين.

-الشروط الخاصة بالإدخال، وكذا شروط قبول وتبليغ أوامر الشراء إلى شركة إدارة بورصة القيم.

ب/العرض العمومي للبيع بسعر أدنى: يختلف العرض العمومي للبيع بسعر أدنى عن العرض العمومي للبيع بسعر ثابت في أنه إجراء يتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور،

¹ ESSOMBE MOUSSIO Jean-Jacque, « introduction en bourse procédures techniques et modalités contractuelles »,op.cit.p 5.

² المادة 65 من النظام 97-03.

يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر أدنى يقبل عنده المدخلون التنازل عنها¹، ويشبه هذا الإجراء المزايدة الذي تحدد فيها الشركة السعر الأدنى الذي انطلقا منه تقبل التنازل عن سنداتها²، ويحدد الإعلان الذي تنشره شركة إدارة البورصة ما يلي³:

-شروط قبول وتبليغ أوامر الشراء إلى شركة إدارة البورصة.

-عدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور من قبل المدخلين.

-السعر الأدنى الذي يقبل عنده هؤلاء التنازل عن السندات المعروضة للبيع.

-كيفية توزيع السندات بين الأمرين.

-شروط الإدخال الخاصة بالعرض.

ج/الإجراء العادي لإدخال القيم المنقولة في البورصة: يسمى هذا الإجراء بالعادي لأنه إجراء يمكن بموجبه لشركة إدارة البورصة تسجيل قيمة في جدول الأسعار بطريقة مباشرة للتداول عليها ضمن شروط التسعيرة المطبقة في السوق، وذلك ابتداء من سعر إدخال تصادق عليه شركة إدارة البورصة على أساس ظروف السوق⁴، لكن هذا الإجراء مشروط بأن يكون رأس مال الشركة موزعا بين الجمهور بقدر كاف وبالنسبة للسندات التي تقيد لأول مرة فيكون سعر الإدخال هو السعر المرجعي الذي يحدده المصدر⁵.

ويستعمل الإجراء العادي عندما يتعلق الأمر بالقيم المثيلة لسندات سبق تحديد سعرها،

¹ المادة 59 من النظام 03-97.

² DE NAYER(M.C),La formation du prix dans les introductions en bourse et les privatisations,Edition Economica,1997,p 85.

³ المادة 60 من النظام 03-97.

⁴ المادة 56 من النظام 03-97.

⁵ المادة 10 من قرار ش.ت.ب.ق 01-98 المؤرخ في 22 مارس 1998 المتضمن اجراءات ادخال القيم المنقولة والمعلومات الواجب نشرها.

وكذا سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية وشركات الأسهم¹، بالإضافة الى القيم المثلثة للسندات التي سبق تسعيرها بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي سبق توظيفها لدى المستثمرين المؤسساتيين²، ويلتزم الوسطاء الذين تلقوا اوامر من زبائنهم بالبيع او الشراء بايداعها لدى ش.ت.ب.ق يوم الادخال على ابعد تقدير، ويجب ان تكون هذه الأوامر أوامر السوق *ordre au mieux* أو أوامر بسعر محدد *ordre a cours limité*.³

المبحث الثاني

عمليات تتعلق بسوق التداول

يكتسي موضوع تداول الأوراق المالية في البورصة أهمية بالغة، حيث تعتبر عمليات التداول بمثابة المرآة لقياس مستوى تطور أي بورصة، كما تعكس مدى تطور المعاملات المالية فيها، وحجم الاستثمارات ونسبة توظيف الرساميل، وكل ذلك لا يتأتى إلا بضمان وجود تاطير قانوني جيد لمختلف هذه العمليات للوصول الى تحقيق المصداقية والشفافية وحماية المستثمرين والاستثمار في البورصة على حد سواء.

وقد سعت مختلف التشريعات بما فيها التشريع الجزائري إلى محاولة ضبط هذا الجانب المهم من نشاط البورصة بوضع اطر قانونية وتنظيمية لحماية الادخار المستثمر في هذا المجال، ولضمان حسن سير العمليات وتنظيمها، حيث تم إنشاء هيئات خاصة تشرف على هذه العمليات والتي تتمثل في شركة تسيير بورصة القيم التي أوكل لها مهمة تسيير عمليات التداول في كل مراحلها و التي تعتبر محورية ولا يمكن تجاهلها في هذه المرحلة، كما أن الحديث عن نشاط التداول يجرنا مباشرة إلى الحديث عن إجراءات التسوية

¹ المادة 57 من النظام 97-03.

² اضيفت هذه الفقرة بموجب المادة 11 من النظام رقم 12-01 المعدل والمتمم لنظام 97-03.

³ المادة 09 من القرار 98-01 الصادر عن ش.ت.ب.ق.

والمقاصة من حيث نقل ملكية الورقة المالية محل التداول وما ينجر عن ذلك من آثار وهو الأمر الذي يشرف عليه جهاز خاص تم استحداثه بموجب القانون 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10 الخاص ببورصة القيم المنقولة وهو المؤتمر المركزي على السندات (الجزائرية للمقاصة)، وهو جهاز مكمل لشركة تسيير بورصة القيم وينشط كلاهما تحت سلطة ورقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وعليه يمكن القول بأن التداول في البورصة يتم على مراحل عدة يختص بتنظيمها وسيرها هيئات أنشئت خصيصا لهذا الغرض.

المطلب الأول: القواعد الإجرائية لأوامر التداول وعقد تسيير حافظة قيم منقولة

عرفت أوامر البورصة Les ordres de bourse على أنها وكالة يمنحها الزبون المستثمر للوسيط في عمليات البورصة ببيع أو بشراء قيمة معينة في البورصة، وهذا الأمر ضروري بالنسبة لهذا الأخير لمباشرة مهامه مراعى شروط عمليات التداول¹، وبالتالي لا يكون الأمر صالحا إلا إذا أعطي للوسيط الذي يتمتع بسلطة قانونية لإجراء العملية، إلا أنه يجوز توجيه الأمر إلى أحد مستخدمي الوسطاء المكلفين بالعمل في مقصورة التداول الذي ينقله بدوره إلى وسيط، وقد عرف المشرع الجزائري بدوره أوامر البورصة في المادة 89 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة 97-03 على أن "أمر البورصة هي تعليمة يقدمها الزبون إلى الوسيط، ويبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل".

الفرع الأول: أنواع الأوامر في بورصة القيم المنقولة

لقد حدد نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03 أنواع الأوامر التي يصدرها العملاء في بورصة الجزائر للقيم، وذلك عند تطرقه للشروط التي يمكن أن تتضمنها

¹ علي مقلد، المطول في القانون التجاري، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، 2008، ص 124.

هذه الأوامر من حيث سعر تنفيذها، أو من حيث مدة صلاحيتها، أو من حيث شروط التنفيذ، وأخيرا من حيث مصدر الأمر.

أولاً: من حيث سعر التنفيذ: وتصنف الأوامر في بورصة الجزائر للقيم وفق هذا المعيار إلى ثلاث أشكال من الأوامر¹:

1- أمر بسعر السوق: *ordre au prix du marché* هو الأمر الذي لا يتضمن أية إشارة للسعر ويجري تنفيذه على وجه السرعة وبالسعر الأفضل في السوق في حالة كان التعامل بالتسعير الثابت، بينما يجري تنفيذه تبعا للأوامر الموجودة في السوق في حالة التسعير المستمر².

2- أمر بسعر محدد: *ordre à cours limité* وهو الأمر الذي يحدد فيه المستثمر السعر الأقصى الذي يقدر على دفعه في حال الشراء والسعر الأدنى الذي يقبله نظير التنازل عن الأوراق المالية في حال البيع³.

3- أمر بأفضل سعر: *ordre au mieux* والأمر الذي لا يحدد فيه العميل السعر الأقصى للشراء ولا السعر الأدنى للبيع، ويتم تنفيذه بالأولوية وبأحسن الفرص المتاحة في السوق ومجال استخدام هذا الأمر يكون في نظام التسعير الثابت⁴.

ثانياً: من حيث مدة صلاحية الأمر: وتختلف الأوامر في هذا المعيار بحسب المدة المحددة للتنفيذ ونجد فيها ما يلي⁵:

¹ المادة 93 من النظام 97-03.

² محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، الطبعة الثانية، 1997، ص22.

³ GASTON DEFOSSE et PIERRE BALLEY, la bourse des valeurs et les opérations de bourse: que sais- je ? éd BOUCHEN, Alger, 16^{ème} édition mise à jour, 1993, p 27

⁴ Mansour, Mansouri, la Bourse des Valeurs Mobilières D'alger, Editions et Distribution Houma, Alger, 2002.p64.

1- الأمر الملغى: *ordre à révocation* هو أمر صالح إلى غاية آخر حصة التسعيرة للشهر الذي يرسل فيه الوسيط الأمر في عمليات البورصة، ويكون الأمر صالحا طيلة الشهر إذا تلقاه الوسيط في بدايته، أما إذا تلقاه في منتصف الشهر فيكون الأمر صالحا خلال النصف الثاني للشهر نفسه وفي جميع الأحوال يتم إلغاء الأمر في حال ¹.

2- أمر لليوم: *ordre de jour* هو أمر صالح خلال اجتماع البورصة الموالي لإرساله إلى الوسيط في عمليات البورصة.

3- أمر للتنفيذ: *ordre à exécution* وهو أمر غير محدد الصلاحية، وقد حددت مدة تقديمه إلى السوق بثلاث أسابيع.

4- أمر لمدة محددة: *ordre à durée limitée* وهو الأمر الذي يتضمن أجلا محددًا لا يتجاوز ثلاثي (30) يوما والذي يعد صالحا إلى غاية نهاية اجتماع البورصة المنصوص عليها، وفي حالة عدم وجود معلومات بخصوص الصلاحية يعد أمرا ليومه.

ثالثا: من حيث الكمية: وتقسم الأوامر حسب هذا المعيار إلى: ²

1- أمر غير محدد الكمية: وهي الأوامر التي يوجهها المستثمر للوسيط لتنفيذها بدون تحديد كمية الأوراق المطلوبة سواء في البيع أو الشراء وتنفذ الأوامر في هذه الحالة على أقصى كمية من الأوراق المالية.

2- أمر "الكل أو لا شيء": *ordre tout ou rien* ويلتزم الوسيط بموجب هذا الأمر بتنفيذه على كامل الكمية المطلوبة سواء بالبيع أو بالشراء، وبمفهوم المخالفة إذا لم تتوفر الكمية المطلوبة والمحددة في الأمر لا يتم تنفيذه، وعادة ما يستخدم هذا النوع من الأوامر في

⁵ المادة 94 من النظام 97-03.

¹ تحليل نؤارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 387.

² المادة 95 من النظام 97-03.

البورصات التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة في التداول من حيث الكم الهائل من العروض والطلبات.

الفرع الثاني: تنفيذ أمر التداول

من خلال ما سبق يتضح أن نجاح تنفيذ الأوامر في البورصة يتوقف على عدة اعتبارات، تضمنتها القواعد النصوص التنظيمية لا سيما النظام 97-03، حيث تم تحديد جملة من الشروط منها ما يتعلق بالإجراءات التي تسبق عملية التنفيذ وتسبق مرحلة إصدار الأمر، ومنها ما يتعلق بالشروط اللاحقة لمرحلة إصدار الأمر.

أولاً: الشروط السابقة لمرحلة إصدار الأمر: لكي يعتبر الأمر البورصي صحيحاً لا لبس فيه ألزم المشرع على مصدر الأمر أن يكون متمتعاً بالأهلية القانونية لإصدار الأمر كما يجب أن يكون الأمر متوافقاً مع الشكليات المطلوبة قانوناً، وأن تكون هنالك اتفاقية مسبقة بينه وبين الوسيط متمثلة في فتح الحساب.

1/ أهلية مصدر الأمر والشكليات المطلوبة: يترتب تنفيذ الأمر على عاتق صاحبه التزامات مختلفة، لذلك كان من الضروري أن يصدر عن شخص متمتع بالأهلية القانونية لمباشرة البيع أو الشراء بالإضافة لملكيته للورقة المالية في حالة البيع¹، وأن يكون رضاه سليماً وغير مشوب بأي عيب من العيوب التي قد تؤدي إلى الإبطال²، ويقع على عاتق الوسيط عند إنشاء العلاقة التعاقدية مع زبونه سواء كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً أن يتأكد من هوية الشخص وتوفر القدرات المطلوبة فيه، وإذا تعلق الأمر بشخص معنوي فعلى الشخص الطبيعي الذي يمثله أن يقدم للوسيط الوثيقة التي تخول له تمثيل الشركة صاحبة الأمر³.

¹ Mansour, Mansouri, la Bourse des Valeurs Mobilières D'alger, op.cit.p 60.

² Michel germain, philippe delebecque, traité de droit commercial, tome2, édition16.p 83.

³ المادة 20 من النظام 01-15.

ويصدر الزبون أمره بالبيع أو الشراء إلى الوسيط وحتى تستوفي الأوامر لشكلها القانوني المقبول فقد فرضت ش.ت.ب.ق أن يكون الأمر محررا وفق نموذج مشتمل على البيانات المتعلقة بنوع الأمر وسعر التنفيذ وتاريخ الصلاحية والكمية محل الصفقة وذلك وفق ما يلي¹:

1/ بيان اتجاه العملية (شراء أو بيع).

2/ تعيين القيمة محل التداول أو خصائصها.

3/ عدد السندات المزمع تداولها.

4/ إشارة أو حد السعر.

5/ مدة صلاحية الأمر.

6/ مرجع صاحب الأوامر.

ويمكن للجنة تقرير ضرورة توفر أي بيان لازم لحسن تنفيذ الأمر.

ب/فتح حساب خاص بين العميل والوسيط: يتولى الوسيط مهمة نقل الأوامر إلى مقصورة التداول في بورصة القيم المنقولة لتنفيذها بعد تلقيها من الزبائن، ولكن يسبق ذلك قيام الزبون بإبرام اتفاقية فتح الحساب مع الوسيط ماسك الحسابات وتوفير دفتر خاص بالزبون والذي على أساسه يتم تلقي أوامر الشراء والبيع، حيث تنص كل من المادة 18 و19 من النظام 01-15 على أنه يجب على وسطاء عمليات البورصة الذين يمثلون شركة تجارية وبغض النظر عن البنوك، حفظ الأموال التي استلموها من الزبائن في إطار توظيف وتداول الأسهم في البورصة في حساب مخصص لهذا الغرض على مستوى البنك، ويكون فتح حساب السندات بمقتضى الإمضاء على اتفاقية فتح حساب بين الوسيط في عمليات

¹ المادة 92 من النظام 03-97.

البورصة المخول بممارسة مسك الحساب وحفظ السندات وبين زبونه، وتحدد هذه الاتفاقية شروط استعمال الحساب وكذا حقوق وواجبات كل طرف.

وتجدر الإشارة إلى أنه وبإنشاء المؤتمر المركزي على السندات (الجزائرية للتسوية) بموجب القانون 04-03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة أصبحت من بين مهامه فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC) المتدخلين¹، حيث أنه ومنذ تنصيب نظام الجزائرية للتسوية تم التخلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة إذ صارت تُسجل في حسابات السندات وتدار من قبل ماسكي الحسابات- حافظي السندات، عن طريق الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية (ISIN) وهو الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية²، ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية /التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق). ويلتزم ماسك الحسابات- الحافظ بتسجيل العمليات التي يجريها لصالح العميل وبتعديل قيود الحساب بالخصم والإضافة وفقاً لتعليمات الزبون³.

ثانياً: الشروط اللاحقة لمرحلة إصدار الأمر:

تختلف أساليب تلقي الأوامر من الزبائن إلى الوسيط حسب ظروف التداول من حيث مسار الأسعار وتأثيرها على قرارات الزبون، وفي جميع الأحوال يستلزم إثبات هذا الأمر سواء من طرف العميل بإصداره أو من الوسيط بتلقيه والتي تمثل كفاءات تلقي الأمر، لتأتي بعد ذلك مرحلة إثبات تنفيذ الأمر.

¹ المادة 19 مكرر 2 من القانون 04-03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10-93.

² راجع في هذا الإطار موقع بورصة الجزائر فيما يخص عمليات التداول في البورصة www.sgbv.dz

³ المادة 14 من نظام ل.ت.ع.ب.م 02-03 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، الصادر بموجب قرار وزارة المالية المؤرخ في 15 سبتمبر 2003 المتضمن التصديق على قرار ل.ت.ع.ب.م 02-03، ج.ر. عدد 73 الصادرة في 30 نوفمبر 2003.

أ/ **كيفية تلقي الأمر من الزبون:** يتلقى الوسيط أوامر زبائنه بأي وسيلة كانت فيمكن تلقيها كتابة، كما يمكن أن تكون شفاهة أو عبر الهاتف في حالة الإستعجال أو بموجب رسالة إلكترونية أو بالفاكس في بعض البورصات، ويتعين على العميل في هذه الحالة تأكيد الأمر الصادر منه بإرسال أمر كتابي ، وتنص في هذا الاطار المادة 21 من النظام 15-01 على انه يجوز منح أوامر البورصة بكل الوسائل مع ترك أثر كتابي أو على وسائل الإعلام الإلكترونية أو تسجيل هاتفي وذلك وفقا للاتفاقية الموقع عليها مع الزبون، وبالنسبة للوسيط الذي يتولى تنفيذ الأوامر في إطار وكالة التسيير أو النشاط بمقابل فيجب أن تكون محل وثيقة مكتوبة مرسله من الشخص المكلف بتسيير محفظة الأوراق المالية للزبائن، أو الشخص المكلف بالعمليات ذات المقابل إلى الشخص المكلف بالمفاوضات¹، ويلتزم الوسيط بتسجيل الأوامر المرسله إليه من الزبون بالتاريخ والساعة التي استلمها منه، حيث تظهر أهمية هذا التسجيل عند الرجوع لأولية التنفيذ في جلسة التداول، وفي حالة قيام الزبون بأي تعديل طارئ على أمر التداول، فإن ذلك يؤدي إلى تراجع أولويتها في التنفيذ²، ويلتزم الوسيط المالي بالتقيد بالتعليمات الصادرة عن عميله، ويندرج التزامه هذا تحت التزام أكثر عمومية يتمثل في بذل العناية اللازمة في تنفيذ أوامر العميل والإسراع في ذلك.

ب/ **إثبات تنفيذ الأمر:** يقع على عاتق الوسيط في عمليات البورصة ان يقوم بتوجيه إعلام خطي يؤكد التنفيذ ويستطيع العميل طلب جدول مستخرج من السجل موقع من طرف شركة الوساطة الذي يعد سند إثبات، وهو ما تؤكد المادة 44 من النظام 15-01 التي تنص: "فور تنفيذ الأوامر يرسل الوسطاء في عمليات البورصة لزبائنهم خلال يومي العمل ابتداء من تاريخ التسديد/ التسليم إشعارا بالتنفيذ يحتوي على المعلومات الآتية:

- تعيين الأصل المالي.

¹ المواد 96 و 97 من النظام 97-03.

² المواد 98 و 99 من النظام 97-03.

- عدد الأصول المالية.

- سعر الوحدة.

- المبلغ الخام للعملية.

- المصاريف والمصاريف الأخرى.

- المبلغ الصافي للعملية.

- تاريخ العملية.

- تاريخ التسديد والتسليم."

الفرع الثالث: نشاط تسيير حافظة قيم منقولة لحساب الغير

تحتل محفظة الأوراق المالية مكانة بارزة في أسواق رأس المال، وتزداد أهمية مكانتها من يوم لآخر نظرا للتطورات الهامة التي تشهدها هذه الأسواق ولتنوع أدواتها المالية، الأمر الذي أدى إلى زيادة الإهتمام بها أكثر فأكثر، وتعتبر إدارة وتسيير محفظة قيم منقولة فردية وجماعية من بين أهم الوظائف التي يضطلع بها الوسيط، حيث تنص المادة 23 من النظام 01-15: "بإمكان الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين ممارسة نشاط تسيير حافظات القيم المنقولة طبقا للمادة 7 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 لمؤرخ في 23 مايو سنة 1993 تسيير حافظة للقيم المنقولة لحساب شخص طبيعي أو معنوي، أو هيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة بموجب توكيل التسيير"

أولاً: مفهوم عقد تسيير حافظة قيم منقولة وأطرافه:

تعرف حافظة القيم المنقولة "بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة، التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثلها هذه الأصول من أموال"¹.

وعليه يمكن القول بأن محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن توليفة لمجموعة أوراق مالية تختلف في قيمتها عائداتها، مدة إستحقاقها، نوعها...، يتم اختيارها بدقة بالاعتماد على خاصية التنوع، وذلك بغرض تعظيم عائداتها وتدنية خطرها أي تحسين العلاقة (عائد - خطر)، ولذلك نجد أن المحفظة المالية عادة ما تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، مشتقات مالية...الخ) تتباين وتختلف فيما بينها من حيث قيمتها، معدل العائد المتولد عنها، ومدة استحقاقها.

وعن تكييف المحفظة وبناءا على نقض فرنسي شهير²، اعتبرت المحكمة العليا الفرنسية بان تعدد الأوراق المالية في المحفظة لا يعني تعدد الأموال، بل هي عبارة عن وحدة واحدة وكل لا يتجزأ، على اعتبار أنها محتوية لمحفظة استثمارية واحدة بحيث ان الخسائر التي قد تنتج عن بعض الصكوك قد تعوضها الأرباح الناتجة عن صكوك أخرى.

أما فيما يتعلق بتعريف عقد تسيير محفظة قيم منقولة او ما يعرف بعقد ادارة الاستثمار لدى جانب كبير من الفقه والتشريعات فقد تطرقت اليه ل.ت.م.ع.ب من خلال الفقرة الثانية من المادة 23 من النظام 01-15 التي تنص: "توكيل تسيير الحافظة الممنوح للوسيط في عمليات البورصة يكون موضوع عقد يوقع عليه للموافقة من طرف صاحب الحساب ا لمسيّر ولقبول الوسيط في عمليات البورصة. ويجب أن تحدّد في العقد طبيعة العمليات وشروط تشغيل الحساب وأجرة المسيّر"

¹ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الاسهم والسندات، مؤسسة النشر الجامعية، مصر، 2005، ص267.

² n° 96-18.041, Bull. civ. I, n° 315, D. 1999, jur., p. 167, cité par Cass. 1re civ., 12 nov. 1998, Stéphane PIEDELIÈVRE, Remarques sur la responsabilité en matière de gestion de 2010, p77, portefeuille ; Revue Lamy Droit Civil

ثانيا /التزامات المسير ونطاق مسؤوليته:

إذا تعلق الأمر بعقد تسيير حافظة قيم منقولة، فإن حقوق الوسيط الناشئة عن هذه العلاقة هي حقوق واضحة و تتعلق اساسا بعمولة التسيير ، وذلك على عكس الالتزامات الملقاة على عاتقه والتي تبقى محل نقاش، ، الا ان الأمر المتفق عليه في هذا الإطار انه لا يمكن الإعفاء التام للوسيط من المسؤولية الأساسية المتعلقة بالتسيير العادي و الطبيعي

المتعارف عليه للحافظة، كما ان شرط الإعفاء لا يعتد به في حالة الخطأ الجسيم¹، ويمكن تقسيم الالتزامات الملقاة على عاتق الوسيط الى التزامين اساسيين:

1/إعلام ونصح العميل L'obligation d'information et de conseil: إن واجب الاعلام هو واجب عام حول كافة الخدمات المقدمة، وقد تم تكريسه على مر الزمن في قوانين البورصة، الا انه التزام يتضاعف في عقد تسيير الحافظة نظرا لعنصر الثقة الذي يجب ان يتوفر بين المسير والعميل².

2/الالتزام بالتسيير وفقا لمصلحة العميل.

المطلب الثاني: اجراءات المقاصة والتسوية

ان أهم أثر يترتب على عقد البيع الناشئ عن اوامر البورصة هو انتقال ملكية المبيع، عن طريق عملية التسوية والتسليم la règlementation et la livraison، إلى جانب المقاصة la compensation، التي تمثل الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات تمهيدا لتسويتها، ويتم هذا الحساب وفقا لمبدأ التصفية الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متداول، ويؤدي في النهاية لتحديد صافي الدائنية والمديونية للمتداولين، اما التسوية فيقصد بها اتمام اجراءات الصفقة بقيام البائع بتحويل

¹ Stéphane PIEDELIÈVRE, Remarques sur la responsabilité en matière de gestion de portefeuille ;op-cit,p78.

² Michel STORCK, Le contrat de gestion de portefeuille,op-cit,p91

الاصل المالي للمشتري في مقابل قيام المشتري بتحويل مبلغ الصفقة إلى البائع، وتبدأ هذه الإجراءات بعد تمام المقاصة وفق تنظيم معين تديره شركة مختصة بالتسوية والمقاصة¹، وبالتالي فإن الأثر الناقل للملكية لا يترتب إلا بعد انعقاد العقد.

وبما أن البورصة الجزائرية عبارة عن سوق فورية فإن تسوية وتسليم السندات تتم مباشرة في مدة أقصاها ثلاثة أيام (03) من إقفال حصة التداول²، أما بالنسبة لعقود التداول المؤجلة فتتم تسويتها غالبا مرة واحدة في كل شهر وذلك قبل اخر جلسة من جلساتها ويتم تسوية الصفقات نهائيا بيعا وشراء فيدفع الثمن وتسلم الأوراق المالية رسميا خلال عدة أيام من تاريخ التسوية.

وهذه الصفقة، والتي يتم تسجيلها في نظام التداول، تتحول مباشرة إلى ما يعرف بعملية المقاصة La Compensation بالشكل الذي يسمح بربطها بحساب الوسيط المالي والذي سيعمل، سواء كان في مركز المشتري أم البائع، على متابعة تنفيذ هذه الصفقة. وبصرف النظر عن إجراءات التنفيذ التي تختلف باختلاف طبيعة الأوراق المالية محل عقد التداول³، وتتضمن عملية تسوية عقود التداول في السوق الفورية بمفهومها الواسع عملية المقاصة ونقل ملكية الأوراق المالية (الفرع الأول) وعملية التسوية المالية (الفرع الثاني)

الفرع الاول: عملية المقاصة ونقل ملكية الاوراق المالية

أسندت مهمة التسوية في عمليات التداول الجارية في البورصة الجزائرية للمؤتمن المركزي على السندات⁴ وذلك من خلال القانون 03-04 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي 93-

¹ محمد بن ابراهيم السحيباني، اليات نقل الملكية في الاسواق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية الاسلامية، المجلد 14، العدد 1، ص 65.

² Guide Introduction en Bourse, Commision D'organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, 2015, pour voir le site www.cosob.org, p09.

³ رشا محمد تيسير خطاب، عقد التداول في البورصة -دراسة قانونية مقارنة-مرجع سابق، ص 122

⁴ تحدد الفقرة الثانية من المادة 19 مكرر 2 المضافة بموجب القانون 03-04 على مهام المؤتمن المركزي على السندات والتي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة او بالتراضي على النحو التالي:

10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وذلك بعدما كانت من اختصاص ش.ت.ب.ق، بينما احتفظت هذه الأخيرة بمهمة المقاصة ، وغاية المشرع في ذلك هو مواكبة التحولات الحاصلة في الأسواق المالية، ومن إعطاء تنظيم أكثر فاعلية للسوق وكذا ضمان تسوية أكثر سرعة وسلامة بإنشاء جهاز مختص في التسوية ونقل الملكية.

اولا:عملية المقاصة:

ويقصد بالمقاصة جميع الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات، تمهيداً لتسويتها ويتم هذا الحساب في الغالب وفق مبدأ التصفية netting ، الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متعامل، ويؤدي في النهاية إلى تحديد صافي الدائنية أو المديونية لكل المتعاملين المشتركين في عملية التصفية، ويترتب على عملية المقاصة حينئذ تحديد ما إذا كان المتدخل مستلماً أو مسلماً للورقة المالية محل التعامل، مع مراعاة حجم الأوراق التي لا يمكن استخدامها في عملية المقاصة (لكونها مقرضة أو مرهونة)، وتحديد المبالغ النقدية الدائنة والمدينة المترتبة على الصفقات بالنسبة لجميع المتدخلين .

الا ان الغريب في الامر وبالرجوع للقانون الجزائري ، نجد ان عملية المقاصة لاتزال من مهام ش.ت.ب.ق رغم وجود المؤتمر المركزي على السندات، وهو ما تؤكدته المادة 18 من المرسوم التشريعي 93-10 التي تحدد من بين مهام الشركة مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة والتي لم يطلها تعديل 2003، بالاضافة لصراحة المادة 128 من النظام العام للبورصة 97-03 التي تنص : " تكلف ش.ا.ب.ق بتنظيم عمليات مقاصة المعاملات

-حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.

-متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب الى اخر .

-ادارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.

-الترقيم القانوني للسندات.

-نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

في البورصة ومراقبتها"، ورغم ان هاتين المادتين قد وجدتتا قبل انشاء جهاز المؤتمن المركزي على السندات بموجب القانون 03-04 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي 93-10 الخاص ببورصة القيم المنقولة ، الا انها لم تلغ بالتعديلات اللاحقة، والامر الاغرب هو ان التقرير السنوي لل.ت.ع.ب.م لسنة 2010 المقدم لمجلس الحكومة يسمي المؤتمن المركزي Algérie clearing بالجزائرية للتسوية تارة، وبالجزائرية للمقاصة تارة اخرى¹، وهو ما يشير الالتباس والاستغراب رغم ان كلمة Clearing بالانجليزية تعني المقاصة بالدرجة الاولى.

ثانيا:نقل ملكية الورقة المالية:

ترتبط مسالة نقل ملكية الورقة المالية في البورصة بمسالة ايداعها لدى هيئة ايداع مركزية، وبالنسبة للبورصة الجزائرية لا تطرح هذه الاشكالية نظرا للزامية ايداع الاوراق المالية المطروحة للتداول من طرف الشركات المصدرة لدى المؤتمن المركزي على السندات ، وهو ما تؤكد المادة 21مكرر المضافة بموجب النظام 12-01 المعدل والمتمم للنظام العام للبورصة 97-03²، كما وتنص المادة 130 من النظام العام للبورصة 97-03 على المبدأ العام لتاريخ نقل ملكية الورقة المالية بنصها: "في اليوم الذي يتم فيه تنفيذ امره، يصبح الزبون المشتري مالكا للسندات المعنية ويفقد البائع ملكيته عليها".

الفرع الثاني:عملية التسوية والتسليم:

تشمل عملية التسوية كل العمليات الجارية في السوق المنظمة قانونا، كما تشمل العمليات الجارية خارج الأسواق المنظمة، وما يهمنا في هذا الشأن هو تسوية العمليات في السوق المنظمة، فبعد تأكيد التنفيذ تتم التسوية وفق مراحل مجسدة في أنظمة فرعية ، و هي

¹ التقرير السنوي لسنة 2010 المنشور على الموقع الالكتروني www.cosob.org الصفحة 75 وما يليها.

² تنص المادة 21مكرر من النظام 12-01: "يجب على الشركة التي تطلب قبول سنداتها في عمليات التداول في البورصة ان تثبت ايداع سنداتها لدى المؤتمن المركزي على السندات قبل الادخال في البورصة"

النظام الفرعي لضبط الأوامر، والنظام الفرعي لحل العمليات، ونستبعد بذلك النظام الفرعي للقرن الذي يختص بتسوية عمليات التداول المبرمة خارج السوق المنظمة.

1-النظام الفرعي لضبط الاوامر **le sous-système d'ajustement**: وهو نظام يختص بتسوية العمليات الجارية في السوق المنظمة، فبعد إقفال حصة التسعيرة يقوم الوسيط المتداول بارسال اشعار بالتنفيذ لكل عملية تداول قام بها الى الوسيط جامع الاوامر الذي يجيب برسالة موافقة او رفض¹، ويجب على هذا الأخير أن يقدم رده في أجل محدد قانونا، وفي حالة عدم الرد خلال الأجل الممنوح يتم التصديق على الإشعار بالتنفيذ بواسطة النظام، وفي سياق متصل يتولى م.م.ل.س إعلام المتداولين يوميا بالوضعية التي الت اليها اشعاراتهم بالتنفيذ ان كانت مقبولة او قيد التصديق ام محل رفض، وفي حال الموافقة عليه يكون غير قابل للرجوع فيه، ويترتب عن الموافقة على الإشعار بالتنفيذ إصدار النظام أمرا بالتسليم مقابل الدفع موجه لحساب الطرفين المعنيين، ثم يرسل هذا الأمر بعد ذلك إلى النظام الفرعي لحل العمليات بمجرد إصداره².

2-النظام الفرعي لحل العمليات **le sous-système de dénouement**: يتلقى هذا النظام أوامر التسليم مقابل الدفع الصادرة عن نظام الفرعي لضبط الأوامر، كما يتلقى أوامر التسليم الأخرى الصادرة عن النظام الفرعي للقرن المتعلق بالعمليات خارج السوق المنظمة³. ويتولى النظام الفرعي لحل العمليات معالجة الحركات التي يحل تاريخ الخصم الحسابي لها بواسطة أطوار متتالية يتم خلالها دراسة عمليات التسوية والتسليم سطرًا سطرًا، تتجسد هذه الدراسة في معاينة مدى كفاية الرصيد من السندات بالنسبة للمسلم البائع والنقود بالنسبة

¹ المادة 44 فقرة 1 من النظام 01-03.

² المادة 44 فقرة 3 و4 و5 من النظام 01-03.

³ المادة 54 فقرة 1 من النظام 01-03.

للمستلم المشتري ثم التصديق عليها عند كفايتها ، ولكن في حال عدم كفاية الرصيد من السندات أو النقود تبقى العمليات معلقة في انتظار طور المعالجة الموالية¹.

ويعتبر التصديق على العمليات المنجزة اعتبارها مختتمة كليا، ونتيجة لذلك يقوم م.م.ل.س بتبليغ بنك الجزائر بوضعية السيولة النقدية للمشاركين لكي يتم بصفة متلازمة ب قيد ما يأتي في دفاتر الحسابات وهو ما يعرف بالتسوية المزدوجة .

1- يتولى م.م.ل.س عملية التحويل الخاصة بتسليم السندات في الحسابات الجارية للمشاركين التي تكون تحت إدارته.

2- يتولى بنك الجزائر التسوية النقدية بقيد حركات النقود المطابقة في حسابات التسوية للمشاركين والتي تكون تحت إدارة هذا الأخير².

¹ المادة 56 من النظام 01-03.

² المادة 57 من النظام 01-03.

المحور الرابع

جرائم البورصة

لا تزال البورصة في منظور القانون الاقتصادي المعاصر فضاءً يجمع بين الحرية والمخاطرة المشروعة من جهة، والسلوكيات الإجرامية المقنّعة من جهة أخرى، فقد أفرز النمو المتسارع لأسواق رأس المال عالمياً نمطاً خاصاً من الجرائم يمتاز بالتعقيد التقني والتستر وراء مظاهر المشروعية، حتى أضحت جرائم البورصة مصدر قلق بالغ للتشريعات المقارنة جميعها.

المبحث الأول

الاطار المفاهيمي لجرائم البورصة

المطلب الأول: تعريف جرائم البورصة :

لم يفرد المشرّع الجزائري تعريفاً جامعاً لجرائم البورصة، مكتفياً بتعداد السلوكيات المحظورة وتحديد العقوبات المقابلة لها، إلا أن الفقه القانوني جاء بتعريفات متعددة إذ يذهب بعضهم إلى أن جرائم البورصة هي: "تلك الجرائم التي ترتكب في نطاق التعاملات المالية المنظمة على الأوراق المالية المتداولة في السوق الرسمية، وتطال سلامة هذه السوق وعدالة التنافس بين المتعاملين فيها"¹.

ويتّسع هذا المفهوم ليشمل كل فعل أو امتناع يمسّ بمبدأي الشفافية والمساواة اللذين يُمثّلان الركيزتين الأساسيتين لأي سوق مالية سليمة. فالشفافية تقتضي توفير المعلومات الكافية والصحيحة لجميع المتعاملين، والمساواة تستوجب تكافؤ الفرص بينهم، ومن ثمّ فإن كل إخلال بأيّ من هاتين الركيزتين يُرجّح أن يُفضي إلى جريمة بورصة.

وتتميّز جرائم البورصة عن بعض الجرائم الاقتصادية المجاورة من حيث ميدانها وأركانها؛ فهي تختلف عن جرائم الشركات العامة في كون ميدانها محدداً بالسوق المنظمة دون غيرها،

¹ منير بوريشة- المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة-، دار الجامعة الجديدة للنشر-، الاسكندرية، 2007، ص 22.

وتتميز عن جرائم الأموال العامة في انصبابها على المصالح الخاصة للمستثمرين إلى جانب النظام العام الاقتصادي، كما تفترق عن الغش التجاري العادي في كون العنصر المادي فيها يتصل بالأوراق المالية والمعلومات المتعلقة بها لا بالسلع المادية.

المطلب الثاني: خصائص جرائم البورصة:

تمتاز جرائم البورصة بجملة من الخصائص التي تجعلها في وضع مستقل نسبيا داخل الفقه الجنائي الاقتصادي، ويمكن إجمالها فيما يلي:

أولاً: الطابع الفني والتخصصي: تستلزم جرائم البورصة في الغالب إلماماً عميقاً بآليات السوق المالية وأدواتها، كالأوراق المالية بأنواعها من أسهم وسندات وأدوات مالية مشتقة، ومن تداول الأوامر وتنفيذها وتسوية المعاملات. وهذا الطابع التقني يجعل اكتشاف هذه الجرائم والإثبات فيها أمراً عسيراً يستدعي خبراء متخصصين.

ثانياً: إفلاتها الكثيف من الملاحقة القضائية: يلاحظ أن جرائم البورصة تتميز بمعدل اكتشاف منخفض نسبياً مقارنة بالجرائم التقليدية، ويعزى ذلك إلى صعوبة التمييز بين التعامل المشروع والمحظور، وإلى تقاطع الجريمة مع خبرات مهنية مشروعة يتمتع بها مرتكبوها عادة، فضلاً عن صعوبة إثبات الركن المعنوي في جرائم كالتلاعب بالأسعار.

ثالثاً: تعدد جهات الملاحقة والإجراءات المزدوجة: لا تخضع جرائم البورصة لقضاء جنائي حصري، بل يلاحق مرتكبوها أمام جهتين: الجهة الجنائية التي تطبق أحكام قانون العقوبات والقوانين الخاصة، والجهة الإدارية المتمثلة في هيئة تنظيم السوق (الكوسوب في الجزائر) التي تملك صلاحية توقيع جزاءات إدارية مستقلة. وقد يؤدي ذلك إلى الجمع بين المسؤولين في ضوء مبدأ التراكم الذي يقبله المشرع الجزائري في هذا الشأن.

رابعاً: ذات الطابع العابر للحدود: رغم تواضع حجم البورصة الجزائرية، فإن الطابع الرقمي لتعاملات الأوراق المالية يفتح الباب أمام بُعد دولي محتمل لبعض هذه الجرائم، مما يطرح

إشكالية القانون الواجب التطبيق والاختصاص القضائي في حال تشعب الجريمة عبر حدود متعددة.

المبحث الثاني

أنواع جرائم البورصة والجزاءات المترتبة عنها

يتعلق الامر بصفة خاصة بما يلي:

المطلب الأول: جريمة المضاربة غير المشروعة او التلاعب بالأسعار:

للمضاربة المشروعة في سوق الأوراق المالية أهمية كبيرة في تحقيق التوازن في أسعار الأوراق المالية¹، حيث أن الغاية من الدخول في معاملات البورصة هو تحقيق الربح، الا ان أسعار الأسهم في سوق المال ليست دائماً مستقرة مما يجعل الربح غير مضمون في بعض الأحيان، وفي سبيل الكسب المضمون قد يسعى بعض الوسطاء الماليين الى محاولة التأثير على السوق للدفع بالأسعار للارتفاع او الانخفاض بطريقة مفتعلة غير الخضوع لقانون العرض والطلب وهو ما يعرف بالتلاعب بأسعار البورصة²، حيث تعتبر المضاربة غير مشروعة وسيلة للتحكم في تحديد الأسعار بدلاً من التنبؤ بها باتباع اساليب احتيالية بهدف التأثير على أسعار تداول الأوراق المالية، ويكون من شأن ذلك الأضرار بكل أو بعض المتعاملين في سوق الأوراق المالية³.

¹ بن تركي ليلي، الجرائم الواقعة على البورصة في التشريع الجزائري، حوليات جامعة الجزائر، العدد 32، الجزء 3، 2018، ص 598.

² ايت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 424.

³ جمال عبد العزيز عثمان، الافصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، مرجع سابق، ص 385.

ويتطلب في الغالب هذا النوع من الجرائم لأساليب مبتكرة ومتنوعة يمكن حصر أهم صورها في ما يلي¹:

- البيع الصوري: ويقصد به خلق تعامل مظهري نشط على ورقة ما في وقت لا يوجد فيه تعامل فعلي لخلق سعر زائف بهدف تحقيق الربح في مراحل لاحقة.

- الشراء بقصد الاحتكار: وهو العمل على شراء كل الكميات المعروضة من ورقة مالية ما بقصد تحقيق نوع من الاحتكار يمكنه من التحكم في سعرها مستقبلاً.

- اتفاقيات التلاعب: وهي انضمام شخصين أو أكثر من المتعاملين في البورصة في صفقات محددة بغرض التأثير في سعر ورقة مالية معينة.

وبالرجوع للتشريع الجزائري نجد النص على هذه الجريمة من خلال المادة 60 من المرسوم التشريعي 93-10 والمعدلة بالمادة 22 من القانون 03-04 والتي تنص في فقرتها الثالثة: "يعاقب بالحبس من 6 أشهر إلى 5 سنوات، وبغرامة قدرها 30000 دج ويمكن رفع مبلغها ليصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه، أو بإحدى هاتين العقوبتين: كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس مباشرة أو عن طريق شخص آخر، مناورة ما بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تضليل الغير"، والجدير بالذكر أن النتيجة المترتبة عن عملية التلاعب بالأسعار في البورصة لا تمثل عنصراً من عناصر الركن المادي للفعل، حيث أن هذا الأخير يقوم حتى ولو لم تتحقق النتيجة المرغوبة، وهو ما يفهم من عبارة المادة 60 "كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس...مناورة بهدف عرقلة السير المنتظم للسوق..فيكفي مجرد ارتكاب هذه المناورة بغض النظر عن تحقق النتيجة، فالجرائم

¹ صالح بن إبراهيم عبد الله التويجري، مسؤولية الوسيط في سوق الأوراق المالية في النظام السعودي -دراسة مقارنة-

مرجع سابق، ص 123.

الاقتصادية عموما لا تتطلب وقوع الضرر بل يكفي مجرد التهديد بوقوع الضرر¹، الا انه يشترط توفر القصد الجنائي الخاص الذي يستوجب توفر عنصري العلم والارادة وهي الاخلال بالسير العادي للسوق وإيقاع الغير في الخطأ².

المطلب الثاني: جريمة نشر معلومات خاطئة ومضللة:

لقد تناول المشرع الجزائري هاته الجريمة في فقرة الثانية من المادة 60 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل بالقانون 03-04، حيث تنص على أن "يعاقب. كل شخص يكون قد تعمد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى، عن منظور أو وضعية مصدر تكون سنداته محل تداول في البورصة، او عن منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة من شأنه التأثير على الأسعار"، وهو الفعل الذي قد يشكل جريمة المضاربة غير المشروعة المنصوص والمعاقب عليها في مادة 172 فقرة 1 من قانون العقوبات.

فالمعلومة في المجال الاقتصادي تترجم فورا إلى قرار يجلب الربح إذا كانت صحيحة، ويضيع معها رأس المال إذا كانت خاطئة، فيكفي فقط نشر خبر مغلوط يتم تسريبه بطريقة أو بأخرى، لترتفع أسعار سهم معين إلى عنان السماء ويحقق البائع منه أرباحا خيالية، كما قد يحدث تسريب شائعة سيئة عن وضعية شركة ذات اسهم مسعرة في البورصة لتتهوي بالسهم إلى سعر متدن ويستفيد المشتري من هذا التدني المفتعل، وفي الحالتين يحقق صاحب الشائعة المكاسب من وراء الزبائن الذين يصدقون ما يسمعون أو يقرؤون، ولقيام هاته الجريمة لا بد ان تكون المعلومة التي وقع عرضها وسط الجمهور من طرف الجاني كاذبة او مغالطة وذلك لا يكون الا بتوفر عنصريين:

¹ ايت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 427.

² نفس المرجع السابق، ص 429.

-ان تكون المعلومات كاذبة او المضللة اي من شان نشرها ايقاع المستثمر في الخطا ومن ثم يتعرض للغش بشكل انه لو عرف حقيقة الوضع المالي لمصدر الاسهم لما اشتراها

-ان تكون هذه المعلومة الكاذبة او المغالطة محددة اي تتعلق بأشياء معينة في الشركة المصدرة للاسهم.

و عليه يمكن تفسير المعلومات الخاطئة على انها ترويج للشائعات الكاذبة بشأن الأوراق المالية وتداول معلومات مزيفة عنها والتلاعب للتاثير على الاسعار بطريقة غير مشروعة فهذا يعد كافيا في كثير من الاحيان لزعزعة الثقة في اسواق القيم المنقولة وفي انحسار الاستثمار ومن شانها ايقاع المستثمر في الخطا، و يمكن القول ان الاشاعة او المعلومات الخاطئة يمكن ان تمارس التاثير على سعر القيم المنقولة المدرجة في البورصة خاصة ان كانت تتعلق بحياة الشركة الاقتصادية ونجاحها او تقدمها او كانت تتعلق بالاطار الاقتصادي كاشاعة ان هناك تغيير في النظام اوفيا يتعلق بفرض رسوم معينة¹.

وبالرجوع الى نص المادة 60 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم نجد ان النص القانوني لم يحدد طريقة نشر معينة للمعلومة، وعليه فهي قد تكون بشتى الطرق كالمناشير والبيانات الاعلامية والحوارات والمحاضرات وحتى مجرد التعليق في وسيلة من وسائل الاعلام المختلفة، والعبرة في ذلك هو وصولها للجمهور وتأثيرها على سعر الورقة المالية²، وعليه فقد ذهب القضاء في فرنسا الى ان المعلومة الداخلية L'information interne الموجهة للعاملين في الشركة لا تستوفي الشروط المذكورة اعلاه، كما يشترط سوء نية ناشر هذه المعلومة وعلمه بانها كاذبة ومضللة وغير حقيقية³.

¹ منير بوريشة- مرجع سابق ص 170.

² VERON Michel, Droit pénal des affaires, 2ème édition, édition dalloz, 1997, p228.

³ ايت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 421.

اما بالنسبة للعقوبة فحسب المادة 60 هي نفس عقوبة جريمة التلاعب بالاسعار وهي الحبس من 6 أشهر إلى 5 سنوات، وغرامة قدرها 30000 دج ويمكن رفع مبلغها ليصل الى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه دون ان تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه، او بإحدى هاتين العقوبتين.

المطلب الثالث: جريمة الاستغلال غير المشروع للمعلومات الداخلية *délit d'initié*:

يمكن تعريف جريمة الاستغلال غير المشروع للمعلومات الداخلية بواقعة استغلال أو توصيل معلومات مميزة، من جانب المطلعين عليها بحكم وظائفهم، في فترة زمنية يتعين عليهم فيها حفظ هذه المعلومات، وهي تمثل انتهاكاً صارخاً لمبدأ المساواة والعدالة بين المتعاملين في سوق رأس المال¹، ولا يعتبر الحصول على معلومة عن شركة من الشركات أمراً ممنوعاً في حد ذاته، لكن الممنوع هو الحصول على معلومة سرية متميزة قبل وصولها إلى باقي المتعاملين قد تستخدم في تحقيق أرباح مادية على حساب الآخرين، فهي بهذا تعد أداة للممارسات غير المشروعة في البورصات.

والمراد بالمعلومة التمييزية او السرية الداخلية هي تلك المعلومات التي تتعلق بالوضع الحالي والتصورات المستقبلية لمصدر أوراق مالية متداولة في سوق منظمة، أو تتعلق بتطور مستوى أحد الأدوات المالية المعتمدة في سوق منظمة، وهي معلومات لا بد أن تتصف بخصائص معينة لتكون مميزة وهي كما يلي²:

1- أن تكون المعلومة سرية.

¹ احمد بن محمد الخليل، جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، مجلة جامعة الامام، الرياض، العدد التاسع، سبتمبر

2009، ص 29.

² احمد بن محمد الخليل، جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، مرجع سابق، ص 30 و31.

2- أن تكون المعلومة محددة تحديداً كافياً، فمجرد القول بأن شركة ما تمر ببعض الصعوبات لا تعتبر معلومة مميزة لأنها غير محددة، بخلاف معرفة الأرباح التي حققتها الشركة، وكذلك معرفة أن الشركة تعاني من خسارة فادحة معينة، فالمعلومات المحددة تعتبر مميزة.

3- أن يكون من شأن المعلومات التأثير على سعر الأوراق المالية المتعلقة بها لو وصلت إلى علم الجمهور.

وفي هذا الإطار تنص الفقرة الأولى من المادة 60 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم على هذه الجريمة بنصها "يعاقب... كل شخص تتوفر له، بمناسبة ممارسته مهنته أو وظيفته معلومات امتيازية عن منظور مصدر سندات أو وضعيته، أو منظور تطور قيمة منقولة ما فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق أو يعتمد السماح بانجازها إما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك، قبل أن يطلع الجمهور على تلك المعلومات"، حيث يعد التعامل بناءً على معلومات جوهرية غير معلنة قبل وصولها إلى الجمهور يمثل انتهاكاً لمبدأ المساواة بين المتعاملين في السوق، وعليه فقد سعت العديد من التشريعات إلى التصدي لذلك بتجريم استغلال المعلومة المتوصل إليها بحكم الوظيفة أو المهنة واستغلالها للحساب الخاص أو الغير، وهو ما اصطلح الفقه الفرنسي على تسميته بجنحة العارفين ¹ Délit d'initié.

واهم ما يميز جريمة استغلال المعلومات التمييزية أن المشرع على غرار نظيره الفرنسي يستلزم توفر صفة خاصة في الفاعل وهو كل شخص تتوفر له بمناسبة ممارسته مهنته أو وظيفته معلومات امتيازية عن مصدر السندات، حيث تعتبر فئة العارفين واسعة جداً بهذا المفهوم، وهي تشمل أشخاص متعددين سواء من داخل المصدر أو من خارجه، فالعارف هو

¹ إيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 432.

كل شخص يحوز معلومة ويقوم باستغلالها لانجاز عمليات في السوق، وهناك من يقسمهم الى عارفون داخليون insider، وعارفون خارجيون¹ outsider، وتتمثل الطائفة الاولى في الأشخاص الذين بمناسبة ممارستهم لوظيفتهم في الشركة المعنية يطلعون على معلومات سرية ويقومون باستغلالها وهم اساس الرئيس، والمديرون العامون، أعضاء مجلس الإدارة، الأشخاص الطبيعية او المعنية العاملة داخل الشركة التي تمارس وظيفة الإدارة، عضو مجلس المراقبة والممثلين الدائمين للأشخاص المعنية، وتقع عليهم قرينة قاطعة بالعلم بالمعلومة التمييزية، اما الفئة الثانية فهم غير العاملين داخل المصدر والذين يحصلون على معلومات بسبب ممارستهم لمهنتهم كمحامي الشركة والخبير المحاسب، بالإضافة للوسيط في عمليات البورصة، الا ان الطبيعة الامتيازية للمعلومة في هذه الحالة يجب الا تكون ناتجة عن مجرد تحليل مالي قامت به احدى الجهات المختصة كما هو الحال بالنسبة للوسطاء الذين يسعون للتعرف على مختلف معطيات السوق في فترة معينة ويتوصلون من خلالها لنتائج معينة²، بل يجب ان تكون المعلومة سرية ودقيقة كما سبق بيانه.

وتعتبر العقوبة القانونية المقررة لهذه الجريمة هي ذات العقوبة المقررة لما سبقها وهي الحبس من 6 أشهر إلى 5 سنوات، وغرامة قدرها 30000 دج ويمكن رفع مبلغها ليصل الى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه دون ان تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه، او بإحدى هاتين العقوبتين.

¹ ايت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 444.

² منير بوريشة- المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة-، مرجع سابق، ص 149.

***قائمة المراجع**

أولاً: النصوص التشريعية والتنظيمية:

1- المراسيم والقوانين:

-المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 34، المعدل والمتمم بالقانون رقم 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10.

-المرسوم التنفيذي رقم 96-102 المؤرخ في 11 مارس 1996، الجريدة الرسمية عدد 18.

-المرسوم التنفيذي رقم 98-170 المؤرخ في 20 ماي 1998 المتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجريدة الرسمية عدد 34.

2-الأنظمة الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

-نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 97-02 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة.

-نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام للبورصة، المعدل والمتمم بالنظام 12-01.

-نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 03-01 المؤرخ في 18 مارس 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، ج.ر عدد 73 الصادرة في 30 نوفمبر 2003.

-نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 03-02 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات.

-نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 03-04 الصادر في 9 سبتمبر 2004 الخاص بصندوق الضمان.

-نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 01-15 المؤرخ في 15 أفريل 2015 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم، الجريدة الرسمية العدد 55.

ثانياً: الكتب

-الياس ناصيف، الشركات التجارية، الجزء الثالث، الطبعة الثالثة، دار العويدات للطباعة والنشر، بيروت، 1998.

-انطوان الناشف و خليل هندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، الموسوعة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان.

-حنفي عبد الغفار و قرياقص رسمية، أسواق رأس المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.

-د. عبد الغفار حنفي، د. رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.

-عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

-علي مقلد، المطول في القانون التجاري، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2008.

-عمار عوابدي، النظرية العامة للمنازعات الإدارية في النظام القضائي الجزائري، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014.

- القليوبي سميحة، الشركات التجارية، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- محمد الصغير بعلي، القانون الإداري، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2004.
- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، الطبعة الثانية، 1997.
- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مؤسسة النشر الجامعية، مصر، 2005.
- منير بوريشة، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2007.
- نشأت عبد العزيز ومحمد صلاح سالم، سوق السندات في مصر: توصيف للواقع ومقترحات للتطوير، مجلة كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 150، مؤسسة الأهرام، القاهرة، جويلية 2000.
- صلاح أمين أبو طالب، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية: دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995.

ثالثا: الرسائل الجامعية:

- ايت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة دكتوراه في العلوم القانونية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، الجزائر، 2012.

رابعا: المقالات:

- أحمد هيشور، "لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في الجزائر: الضابط القانوني للسوق المالية"، مجلة البحوث القانونية والسياسية، المجلد 3، العدد 1، 2021.

- أسماء سايعي، "الاختصاص التنظيمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ووسائل ممارسته"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة 1، العدد 49، 2018.
- احمد بن محمد الخليل، "جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية"، مجلة جامعة الإمام، الرياض، العدد التاسع، سبتمبر 2009.
- بن تركي ليلي، "الجرائم الواقعة على البورصة في التشريع الجزائري"، حوليات جامعة الجزائر، العدد 32، الجزء 3، 2018.
- سويقي حورية، "التسيير الفردي والجماعي لحافضة القيم المنقولة على مستوى البورصة"، دائرة البحوث والدراسات القانونية والسياسية، المجلد 5، العدد 2، 2021.
- محمد بن إبراهيم السحيباتي، "آليات نقل الملكية في الأسواق المالية"، مجلة الدراسات الاقتصادية الإسلامية، المجلد 14، العدد 1.
- نوال إيرين، "لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كآلية لتفعيل السوق المالية"، دفاتر البحوث العلمية، المجلد 2، العدد 2، 2014.

خامسا: الكتب والمؤلفات الأجنبية

- AMMOUR Ben Halima, Pratique des techniques bancaires avec référence l'Algérie, Edition Dahleb, Alger, 2000.
- BOERE Jean-Pierre, DEROIN Philippe, Titre et emprunts obligataires, Tome 1, Banque Editions, Paris, 1998.
- BONNEAU Thierry et DRUMMOND France, Droit des marchés financiers, édition Dalloz

- DE NAYER (M.C), La formation du prix dans les introductions en bourse et les privatisations, Edition Economica, 1997.
- ESSOMBE MOUSSIO Jean–Jacque, "Introduction en bourse : procédures techniques et modalités contractuelles", Répertoire bourse et produits financiers, n° 1–1998, mis à jour en 2006.
- GASTON DEFOSSE et PIERRE BALLEY, La bourse des valeurs et les opérations de bourse, Que sais–je ?, éd. Bouchen, Alger, 16e édition mise à jour, 1993.
- GERMAIN Michel, Traité du droit commercial, Tome 1, Volume 16, Librairie générale du droit et de jurisprudence, Paris, 1996.
- GERMAIN Michel, DELEBECQUE Philippe, Traité de droit commercial, Tome 2, édition 16.
- Mansour Mansouri, La Bourse des Valeurs Mobilières d'Alger, Editions et Distribution Houma, Alger, 2002.
- Neuville Sébastien, Droit de la banque et des marchés financiers, Presse universitaire de France, Paris, 2005.
- PIEDELIEVRE Stéphane, "Remarques sur la responsabilité en matière de gestion de portefeuille", Revue Lamy Droit Civil, 2010.
- SALAH Mohammed, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, édition Ibn Khaldoun, Alger, 2001.

-VERON Michel, Droit pénal des affaires, 2e édition, édition Dalloz,
1997..

خامسا: المواقع الإلكترونية والتقارير

-التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة 2010، متاح على
: www.cosob.org

-Guide Introduction en Bourse, Commission d'Organisation et de
Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB),
2015, www.cosob.org

-موقع بورصة الجزائر www.sgbv.dz :

2	مقدمة عامة.....
5	المحور الأول: أجهزة البورصة.....
6	المبحث الأول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.....
6	المطلب الأول: الإطار المفاهيمي والهيكل للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها... ..
13	المطلب الثاني: مهام واختصاصات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.....
25	المبحث الثاني: شركة تسير بورصة القيم المنقولة.....
26	المطلب الأول: تأسيس شركة تسير بورصة القيم.....
29	المطلب الثاني: مهام شركة تسير بورصة القيم المنقولة.....
31	المبحث الثالث: المؤتمن المركزي على السندات.....
31	المطلب الأول: تعريف وأهمية المؤتمن المركزي على السندات.....
33	المطلب الثاني: تأسيسه ومهامه.....
36	المحور الثاني: المتدخلين في البورصة.....
37	المبحث الأول: الوسطاء في عمليات البورصة.....
38	المطلب الأول: ماهية وخصائص الوساطة المالية.....
46	المطلب الثاني: شروط وإجراءات اعتماد الوسطاء ومهامهم.....
57	المبحث الثاني: هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.....
58	المطلب الأول: تعريف هيئات التوظيف الجماعي وبيان أهميتها.....
59	المطلب الثاني: أنواع هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.....

62	المحور الثالث: عمليات البورصة.....
63	المبحث الأول: عمليات تتعلق بسوق الإصدار.....
63	المطلب الأول: القيم المنقولة محل الادراج في البورصة.....
76	المطلب الثاني: عملية الادراج في البورصة.....
87	المبحث الثاني: عمليات تتعلق بسوق التداول.....
88	المطلب الأول: القواعد الإجرائية لأوامر التداول وعقد تسيير حافظة قيم منقولة.....
97	المطلب الثاني: اجراءات المقاصة والتسوية.....
103	المحور الرابع: جرائم البورصة.....
104	المبحث الأول: الاطار المفاهيمي لجرائم البورصة.....
104	المطلب الأول: تعريف جرائم البورصة.....
105	المطلب الثاني: خصائص جرائم البورصة.....
106	المبحث الثاني: أنواع جرائم البورصة والجزاءات المترتبة عنها.....
106	المطلب الأول: جريمة المضاربة غير المشروعة او التلاعب بالأسعار.....
108	المطلب الثاني: جريمة نشر معلومات خاطئة ومضللة.....
110	المطلب الثالث: جريمة الاستغلال غير المشروع للمعلومات الداخلية.....
113	قائمة المراجع.....