

جامعة محمد لمين دباغين

سطيف 2

كلية الحقوق والعلوم السياسية

مطبوعة:

مقياس قانون بورصة القيم المنقولة

اعداد:

الدكتور : قرواش رضوان

ألقيت على طلبة السنة الثالثة حقوق خلال السنوات الجامعية:

2014/2013

2015/2014

2016/2015

مقدمة:

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم لاسيما الدول المتقدمة، وجاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركية قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور سوق الأوراق المالية والتي تعرف حاليا ببورصات المالية.

وكان التعامل بالصكوك في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا و إنجلترا وأمريكا، ثم استقر في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية، ففي فرنسا مثلا ظهرت أول سوق للأوراق المالية سنة 1724 بموجب أمر ملكي وأصبحت هذه الأسواق تحظى باهتمام بالغ الأهمية في الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء .

فالبورصة إذا هي بمثابة جهاز لقياس قوة أو ضعف اقتصاد بلد ما صفة مستمرة أو هي آلية أساسية من الآليات التي تساهم في تمويل قطاعات النشاط الاقتصادي وهذا باعتبارها سوقا للبضائع أو الذهب والعملات الصعبة، أو الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات، من أجل هذا كله كانت البورصة محل اهتمام الكثير من الدول بما فيها تلك السائرة في طريق النمو والمتخلفة.

وعليه سوف نحاول من خلال هذه المطبوعة التطرق الى دراسة النظام القانوني للبورصة في القانون الجزائري من خلال عدة محاور كما يلي:

- المحور الأول: ماهية البورصة.
- المحور الثاني: نشأة وهياكل بورصة الجزائر.
- المحور الثالث: المتعاملون في بورصة الجزائر المنقولة.
- المحور الرابع: الأوراق المالية القابلة للتداول في البورصة.
- المحور الخامس: طرق تداول القيم داخل البورصة.
- المحور السادس: نظام التسوية.
- المحور السابع: جرائم البورصة.

- المحور الأول: ماهية البورصة.

أولاً: تعريف البورصة.

هناك عدة تعاريف للبورصة نورد بعضها فيما يلي:

1- التعريف الأول: تعد البورصة سوقا يلتقي فيه كل من البائع والمشتري لإتمام عملية تبادل من المبادلات المختلفة، ومن ثم فإنّ نشاط البورصة يتسع ليشمل كافة أنواع المعاملات والأنشطة التي يمارسها البشر ويحتاجون إليها لإشباع حاجاتهم ورغباتهم¹.

2- التعريف الثاني: البورصة هي 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 هما²:

- المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون للبيع والشراء.

- مجموع العمليات التي تتعقد فيه.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأنّ مفهوم البورصة يتمثل فيما يلي: تركيز رؤوس الأموال المدخرة ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل تحصل فيها الفوائد بالمضاربة بالأوراق المالية أو بيع وشراء المحاصيل الزراعية حيث يتم التعامل فيها وفق قوانين تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات بين البائع والمشتري.

ثانياً: نشأة البورصة.

تعود كلمة البورصة إلى القرن 15م نسبة إلى عائلة Vander Bourse التي كانت تملك فندقا كان يجتمع فيه التجار القادمين من فلورنسيا إلى مدينة بريج البلجيكية، والتي كان يؤمه التجار من كافة المناطق حيث تطورت التعاملات فيه، ونظرا لعدم اصطحاب التجار بضائعهم معهم كانت تتم الارتباطات في شكل عقود وتعهدات، ومن ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على الثقة المتبادلة بين الأطراف المتعاملة.

وأتى لفظ Bourse ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين معهم، لإبرام الصفقات والعقود والإنفاق الحاضر أو الآجل عليها وبالطبع كانت هناك أماكن أخرى يجتمع فيها

1 شمعون شمعون، البورصة، دار هومة، الجزائر، الطبعة الثانية، 1999، ص.7.

2 مروان عطوان، الأسواق المالية والنقدية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص.216.

التجار قبل هذا التاريخ ولم تكن قد سميت بالبورصات بعد، فعلى سبيل المثال كان الفراغة في مصر يسمحون للتجار بعرض بضائعهم والاتفاق عليه وتحديد أسعارها لدى عزيز مصر حيث كان يجتمع كل التجار لديه وتتم الصفقات أمامهم، كما عرف تجار العرب نظام بورصات السلع من خلال الشيخ "بندر التاجر" وتمويلها والاتفاق لأجل عليها¹.

وأول بناء أنشأ للبورصة وعرف بهذا الاسم هو بناء مدينة Amers في بلجيكا عام 1460 وفي هذا الصدد يجب أن نشير إلى أنها قامت عام 1952 بنشر تسعيرة الأسعار المسجلة ثم تلتها بعد ذلك ظهور العديد من البورصات في أوروبا، حيث تعتبر مدينة Lyon بفرنسا أول من نظمت بورصات للقيم ثم جاءت بورصة تولوز بباريس عام 1549 - 1563 ثم بورصة روما بإيطاليا عام 1566 لتأتي بعد ذلك بورصة بوردو بفرنسا 8 سنوات بعد ظهور بورصة باريس ثم ظهرت بورصة أمستردام بهولندا عام 1608 وفي بال عام 1683 وفي فيينا عام 1762 أم في بريطانيا فظهرت بورصة لندن عام 1773 وفي نيويورك عام 1792 التي تعتبر أهم بورصة للقيم في العالم نظرا لحجم التبادلات اليومية.

وتجدر بنا الإشارة إلى أنه في القرن السابع عشر ميلادي قام العاملون في البستنة في هولندا عقود آجلة بغية تغطية مخاطر انخفاض الأسعار.

ثالثا: وظائف البورصة.

تؤدي أسواق الأوراق المالية عددا من الوظائف سواء للمستثمر الفرد، أو لشركات الأعمال أو الاقتصاد الوطني:

1- التعامل في الأوراق المالية: إن أول وظيفة في سوق الأوراق المالية، هي بيع وشراء الأسهم وسندات الشركات الخاصة والحكومية كما أنها تحقق السعر الحقيقي للأوراق شروط العلانية في عقد الصفقات وفي تسجيل الأسعار في مكان ظاهر ونشرها في النشرة اليومية بعد مراجعتها من قبل اللجنة المختصة، كل ذلك يعطي للسوق قوتها ليضمن سلامة العمليات التي تعقد بها.

2- استثمار رؤوس الأموال: يمتاز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بمرونة التعامل في السوق وسهولة البيع والشراء مقارنة بصعوبة الاستثمار في شراء الأراضي الزراعية أو العقارات كما يتميز بإمكان استثمار أي مبلغ كبيرا كان أو صغيرا، ولأي مدة طالت أو قصرت كما لا يتطلب الاستثمار في الأوراق المالية أي خبرة خاصة ففي مقدور أي شخص استثمار أمواله في أسهم أي

1 شمعون شمعون، المرجع السابق، ص.29.

شركة زراعية كانت أم عقارية ويستفيد من نجاحها بصرف الأرباح كما يستفيد من ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة تقدم أعمال الشركة.

أخيرا يمتاز الاستثمار في الأوراق المالية أنه يتيح الفرصة لتنويع الاستثمار إذ يمكن توزيع رأس المال المستثمر في سندات حكومية وفي أسهم شركات صناعية أو عقارية هذه الميزة تضمن عدم ضياع كل رأس المال في حالة فشل المشروع الوحيد الذي يركز فيه المستثمر رأسماله.

3- تشجيع الادخار وتجميع الأموال: من المعلوم أن المدخر لا يستبدل نقوده بسلع أو خدمات لإشباع رغبة عاجلة، إنما ليستفيد بها في سد حاجة للمستقبل وهناك وسائل متعددة لتشجيع الادخار منها: الإعفاءات الضريبية، تشجيع إنشاء مؤسسات التوفير وشركات التأمين وصناديق التوفير، أي نشر الوعي الادخاري بين أفراد الشعب وتوجيهه إلى سوق الأوراق المالية عن طريق إذاعة أسعار الأوراق المالية ونشرها، كل ذلك من أجل توجيه الأنظار إلى التعامل في شراء الأسهم والسندات وجذب مدخرات الشعب وذلك يتيح للدولة تنفيذ الكثير من المشروعات الإنتاجية التي تعود فائدتها على الجميع علاوة على الفائدة التي يتمتع بها المكتتبون.

4- توجيه الاستثمار: عندما يقل سعر الفائدة بالبنوك عن الفائدة التي تقلها الأوراق المالية يسحب الجمهور ودائعه من البنوك وتنتقل رؤوس الأموال من البنوك إلى سوق الأوراق المالية والعكس بالعكس عند زيادة معدل الفائدة.

5- خلق رؤوس أموال جديدة: يضع المستثمر أوراقه المالية لدى البنوك يمكنه الاقتراض بضمانها مبلغا لشراء أوراق جديدة وذلك نظير فائدة معينة تقل غالبا عن الفائدة التي تقلها الأوراق وعندما يشتري المستثمر أوراق جديدة وترتفع أسعارها يزيد رأسماله الحقيقي.

6- ضمان سيولة أموال المستثمرين: البورصة هي وحدها التي تيسر للمستثمرين سبيل التخلص من الأسهم بالبيع وبذلك يستطيع أن يسترد أمواله، أما إذا استثمر أمواله في إحدى الشركات وكانت في حالة ضيق مالي لا يستطيع المستثمر أن يطلب من الشركة استيراد أمواله لأنها تحولت إلى موجودات ثابتة تتمثل في الأراضي والآلات ومواد أولية.

إضافة الى الوظائف السابقة تقو كذلك البورصة بما يلي:

- تؤمن البورصة سوق مستمر للتداول الأمر الذي يوفر للمستثمرين درجة عالية من السيولة.

- يشجع وجود البورصة بنوك الاستثمار على الإقدام على ضمان إصدارات أوراق مالية.

- تقوم البورصة بتقييم وتحديد أسعار الأوراق المالية على ضوء آخر المعلومات عنها من خلال عمليات تداول ما بين المستثمرين.
 - تمثل البورصة سلطة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة السياسات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها.
 - تلزم قوانين أسواق رأس مال الشركات المساهمة في الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها وعن الأوراق المالية التي ترغب في إصدارها مما يوفر للمستثمرين المعلومات الآنية والدقيقة لاتخاذ قرارات الاستثمار.
 - تراقب إدارات أسواق الرأس المال عمليات التداول في مراكز البورصة أو على شاشات الكمبيوتر لضمان التداول العادل في السوق والحيلولة دون حدوث أي تلاعب في الأسعار والهدف الأساسي هو حماية المستثمرين خاصة الصغار منه.
 - تساهم البورصات في عمليات الادخار والاستثمار في المجتمع.
 - يؤدي تزايد عمليات الادخار والاستثمار في المجتمع إلى تسارع معدلات النمو الاقتصادي.
- رابعاً: أنواع البورصات.**

هناك أنواع عديدة من البورصات تمارس نشاطها في الدول المختلفة ويلاحظ أنه كلما كانت الدولة متقدمة كلما ازدادت وتنوعت البورصات العاملة فيها ويمكن أن تفرق بين ثلاثة أنواع من البورصات:

- 1- بورصة البضائع:** وهي سوق منظم تتركز فيها المبادلات التجارية الخاصة بالمنتجات الطبيعية ذات استهلاك كبير كالبن والقطن والقمح والسكر... الخ.
- وتسمى بورصة البضائع بالبورصة التجارية وتعتبر أقدم عهد من البورصات الأخرى إذ أنها تؤسس تسيير من طرف غرفة التجارة في المكان الذي تتواجد فيه، وبجدر بالذكر على أنه يتم الاتفاق عند عقد الصفقة على ما يلي¹:
- بالنسبة للسلعة: نوعيتها، كميتها، سعر الوحدة.
 - بالنسبة للتسليم: التاريخ أو الفترة وطريقة الشحن.
 - بالنسبة للدفع: نقداً أو على دفعات.

1 عبد الباسط وفاء محمد حسين، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام للمالية الفردية، دار النهضة، مصر، 1996، ص. 5، 6.

وأشهر بورصات البضائع في الوقت الحالي هو:

- بالنسبة لمادة البن هي بورصة لندن وباريس ونيويورك.

- بالنسبة لمادة السكر هي بورصة شيكاغو، لفربول، كنساس سيتي.

2- بورصة الذهب والعملة الصعبة: بورصة الذهب والمعادن النفيسة في سوق منظمة لها وجود مادي في قاعات خاصة حيث تتم المفاوضات حول المعادن النفيسة من قبل أعوان الصرف وتختلف أسعار هذه المعادن اختلافا كبيرا بالنسبة لمصادرهم (أمريكا، روسيا، جنوب إفريقيا البرازيل وغيرها)، بسبب اختلاف طرق الحصول عليها وشحنها والتأمين عليها ودرجة الشوائب فيها، أما بورصة العملة الصعبة التي تسمى أيضا سوق الصرف فهي سوق عالمية يتم فيها تبادل العملات، كما يتم تحديد أسعار صرفها أو أسباب ارتفاعها أو انخفاضها.

وهي سوق تلغي أي تدخل خارجي فهي تنظم نفسها بنفسها والمتعاملون فيها ينشطون طيلة أيام الأسبوع وخلال مدة 24/24 ساعة.

3- بورصة القيم المنقولة: هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق¹ أو بعبارة أخرى هي من الأسواق التي يتم فيها عرض الأموال وتداولها. إذا فبورصة القيم المنقولة المسجلة في البورصة وتمثل هذه القيم المنقولة حقوق الشركاء (أسهم) أو المقرضين على المدى الطويل (السندات).

وهي أيضا سوق منظمة يلتزم فيها المتعاملون بمراعاة القوانين واللوائح التي تنظم تعامل فيها حيث تقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على مراعاة هذه القوانين واللوائح.

خامسا: أنواع أسواق رأس المال.

يمثل سوق رأس المال الفضاء الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للتجارة برؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل، كالأوراق المالية والقروض بأنواعها... الخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوو العجز المالي والذين هم في حاجة للأموال، وذوو الفائض الذين يبحثون عن توظيف أموالهم واستثمارها في أجال طويلة الأجل. أو هي السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، بهدف توفير التمويل اللازم لإقامة المشروعات الاستثمارية، كالمصانع والمزارع والمرافق... الخ، فهي السوق التي يلجأ إليها للبحث عن رؤوس أموال متوسطة وطويلة الأجل لتمويل نفقاتهم الاستثمارية¹

1 F Leroux, Marcher internationaux des capitaux Montréal, 2eme édition, 1995, p.03.

ونظرا لتعدد المعايير التي تتحكم في أسواق رأس المال فإن الاقتصاديين يقسمونها إلى عدة أنواع وفقا للمعايير التي تتحكم فيها، وذلك على النحو التالي:

1- التصنيف وفق نوعية وطبيعة الأصل المالي: تنقسم أسواق رأس المال من حيث المعاملات وفقا لنوعية وطبيعة الرأس المالي إلى قسمين رئيسيين هما :

أ- **القسم الأول:** معاملات متوسطة وطويلة الأجل عن طريق الأوراق المالية والتي ترتبط بنظم وقواعد العمل والتشريعات والقوانين الخاصة بها، لما لها من أشكال محددة متعارف عليها والمتمثلة في الأسهم والسندات.

ب- **القسم الثاني:** معاملات متوسطة وطويلة الأجل عن غير طريق الأوراق المالية (سوق القروض طويلة الأجل)، وتتمثل في القروض التي تقدمها مؤسسات التمويل التي تتمثل في المؤسسات المصرفية، والتي تضم البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال، بالإضافة إلى المؤسسات غير المصرفية كشركات التأمين ومؤسسات التأمين الاجتماعي، وصناديق التأمين والادخار، وذلك لتدعيم القدرة على إقامة المشروعات، أو القيام بعمليات التوسع والإحلال في حالة المشروعات القائمة. وقد تكون هذه القروض محلية داخل المجتمع الواحد، أو خارجية، كالتالي تمنحها البنوك أو المؤسسات التمويلية الدولية، كالبنك الدولي لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

2- التصنيف وفقا للتعامل على الأصول المالية: يعتمد هذا التصنيف من ناحية على ما إذا كان التعامل على الورقة المالية للمرة الأولى أم للمرة الثانية و من ناحية أخرى على طبيعة هذا التعامل من حيث كونه إصدارا أم تعاملًا وتبعًا لذلك تنقسم إلى قسمين¹:

أ- **السوق الأولي (سوق الإصدار):** وهو السوق الذي تم فيه إصدار الأوراق المالية (أسهم، سندات) أول مرة وبيعها للمشتري الأول، ويرتبط العمل بالسوق الأولي أو سوق الإصدار باحتياج مؤسسات الأعمال أو الحكومات إلى الأرصدة النقدية لتمويل عملياتها الاستثمارية، ومن ثم تلجأ إلى إصدار أصول مالية تمثل التزاما على الدخل المستقبلي لها، وقد يكون هذا الالتزام في شكل مساهمة يكون لصاحبه الحق في نتائج أعمال الجهة المصدرة، مع حق في أصولها (الأسهم)، وفي شكل قرض يكون لصاحبه الحق في قيمته وفقا لتاريخ الاستحقاق بالإضافة إلى مبلغ محدد يرتبط بمدة القرض (السندات).

1 عاطف النقلي، الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 87 ، 1994، ص.19.

والتبادلات في سوق الإصدار تنطوي على استلام مصدر الأصل المالي للأرصدة النقدية المطلوبة لتمويل نفقاته من المشتري الأول للأصل، وإعطائه في مقابل ذلك ملكية هذا الأصل بما يحمله من مزايا.

ب- السوق الثانوي (سوق التداول): وهو السوق الذي يتم التعامل فيه على الأوراق المالية التي سبق إصدارها، و تسمح للمستثمرين أو حاملي الأوراق المالية بتحويلها إلى نقود عن طريق بيعها إلى مستثمرين آخرين، ولكن من الملاحظ أنه من الممكن أن يكون هناك منشآت تقوم بعمليات البيع والشراء للأوراق الجديدة، وكذلك للأوراق السابق إصدارها مثل البنوك التجارية التي تتلقى طلبات الاكتتاب للأوراق المالية الجديدة التي تصدرها الشركات، وفي نفس الوقت تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية السابق إصدارها لحسابها أو لحساب عملائها، وبالتالي فهي تكون جزء من السوق الأولي والثانوي في نفس الوقت¹.

3- التصنيف وفقا لتوقيت التعامل على الأصل المالي: وتنقسم حسب هذا التصنيف إلى أسواق حاضرة وأسواق مستقبلية:

أ- الأسواق الحاضرة (الفورية): ويقصد بها تلك الأسواق التي تتعامل في الأصول المالية طويلة الأجل، على أن يتم تبادل الأصل المالي بقيمته السوقية بصورة فورية ترتبط بوقت إتمام الصفقة.

ب- الأسواق المستقبلية: يرتبط التعامل في الأسواق المستقبلية بتوقيت الحاجة إلى محل التعاقد، والتكلفة المرتبطة بتوفيرها، ويمكن القول بأن محور الأسواق المستقبلية يدور حول تقادي التقلبات في أسعار السلع محل التعاقد، حتى يحين موعد التسليم، ويرتبط العمل بنوعين رئيسيين من العقود، أولهما يعرف بالعقود الآجلة وثانيهما يعرف بالعقود المستقبلية وما يحكم التفرقة بينهما نية طرفي التعاقد.

ف نجد في العقود الآجلة أن طرفي التعاقد يتعاملان في السلعة محل التعاقد و يرغبان فيها، فهي نوعية من التبادل يلتزم فيها البائع بتسليم المشتري كمية من سلعة محددة في تاريخ مست قبلي، بسعر محدد وقت التعاقد.

أما العقود المستقبلية فظهرت نتيجة لدخول منظمات و أفراد لا يرغبون في السلعة، بمعنى رغبتهم في المضاربة و تحقيق مكاسب من تقلبات الأسعار المحتملة مستقبلا.

1 السيد الطيبي، أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص في خطة التنمية، من المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر للاقتصاديين المصريين، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع القاهرة 1989 ، ص.9.

4- التصنيف وفقا لتنظيم السوق: إن الأسواق الثانوية تنقسم بدورها لتكون إما منظمة يحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية، أو أسواق غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات، ويحددون الأسعار وفقا للعرض والطلب¹، والذي يمكن تقسيم الأسواق المالية من خلاله إلى:

أ- السوق المالية المنظمة: وهي التي يتم التعامل فيها من خلال البورصات الرسمية وفقا للقواعد واللوائح المنظمة، والتي يتعامل فيها بيعا وشراء لكافة أنواع و أشكال الأسهم والمستندات، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات².

ويلاحظ أنه لكل بورصة قواعدها من حيث القيد والبيع و الشراء، وتنظيم العلاقات بين السماسرة والمتعاملين ويعتمد العمل في هذه البورصات على أسلوب المزايدة من خلال المتعاملين المعتمدين في شكل شركات أو أفراد، وتقوم سوق الأوراق المالية على ثلاثة عناصر³:

- السوق أو المكان الذي يتم فيه التعامل بين المقترضين و المقرضين والذي يتم فيه شراء أو بيع الأوراق المالية البورصة⁴.

- السلع التي يتم التعامل بها في البورصات وهي الأوراق المالية، ويطلق عليها أيضا الأدوات المالية.

- القائمين بالوساطة بين المقترضين والمقرضين ويعرفوا باسم الوسطاء الماليين.

ب- السوق المالية غير المنظمة: يطلق اصطلاح الأسواق المالية غير المنظمة على المعاملات التي تجري في خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة وتعرف أيضا بالسوق غير الرسمية، ويتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية، ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات، ولكن تتم من خلال شبكة اتصال قوية خطوط هاتفية، أنترنت، الفاكس (تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين) ومن أهم ما تتصف به هذه السوق هو عدم خضوعها لتنظيمات محددة، ولا تتوفر

1 صبري حسن نوفل، الاستثمار في الأوراق المالية مقدمة للتحليل الفني والأساسي، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 100 ، ماي 1996 ، ص.81.

2 مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص.216.

3 سيد الطيبي، مرجع سابق، ص.18.

4 محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1992 ، ص.268.

فيها كفاءة التداول من حيث عدالة الأسعار، حيث تخضع السوق لسلوكيات الوسطاء، والسماسة والمستثمرين والمضاربين الذين لهم دور فعال ومؤثر في تحديد وتحريك الأسعار، من خلال التأثير المباشر في العرض والطلب.

سادسا: عمليات البورصة.

تنقسم عمليات البورصة سواء في البيع أو الشراء إلى عمليات عاجلة وعمليات آجلة.

1- العمليات العاجلة: وتتميز بأنها تتم فورا فيجري دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة حالا أو خلال فترة وجيزة جدا، يجب أن تتضمن أوامر البورصة في العمليات العاجلة العناصر التي من شأنها أن تعين بكل وضوح الصفقة كبيان نوع وصفة الورقة المالية وكمية الأوراق المالية المطلوبة أو المعروضة وتحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة أن ينفذ أوامره بموجبه، ويجري تحديد نوع الورقة المالية موضوع الصفقة بكل دقة (أسهم عادية، أسهم تمتع، أسهم امتياز) أو سندات قروض.

أما أسعار الأوراق المالية فيحددها قانون العرض والطلب نظرا لتوفر حرية المنافسة، يعتمد المضاربون في البورصة إلى شراء الأوراق المالية بالسوق العاجلة ويعمدون إلى بيعها عند تحسن السوق للحصول على الربح الناتج عن بيعها مرة ثانية وبإمكانهم أيضا جمع الهدفين معا فيحصلون على الفوائد لدى بقاء هذه الأوراق بحوزتهم وعلى الأرباح لدى بيعها مجددا عند تحسن أسعارها.

إذا كان المضارب يمتلك كمية كبيرة من الأوراق المالية تخوله أن يعقد صفقاته في السوق الآجلة فهو يفضل دوما أن يبيع في السوق الآجلة بأسعار أعلى من أسعار السوق العاجلة ويجري إعادة إعلام العميل بالصفقات المعقودة لحسابه من قبل السمسار خلال 24 ساعة من إغلاق البورصة فإذا لم يعترض العميل على الصفقة بعد تبليغه هذا الإشعار أعتبر الأمر مبرما وترتب عليه إبرام الصفقة.

2- العمليات الآجلة: تتميز العمليات الآجلة في أن دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية لا يتمان لدى عقد الصفقة بل بعد فترة تُعين مسبقا تدعى موعد التصفية وتجرى هذه التصفية عادة في كل شهر مرة، وكذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوى الصفقات نهائيا بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعا وشراء، ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية ولما كان دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية في العمليات الآجلة يتم بعد فترة يختلف بدؤها حسب الاتفاق المعقود بين الطرفين، فإن أنظمة البورصة اشترطت على المتعاملين في السوق الآجلة تقديم تأمين مالي حتى إبرام الصفقة نهائيا بشكل لا يلحق الضرر بأحد المتعاقدين.

- المحور الثاني: نشأة وهياكل بورصة الجزائر.

أولاً: نشأة بورصة الجزائر.

في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأ سنة 1988 ظهرت فكرة إنشاء هذه البورصة والذي بدأ التحضير الفعلي لها سنة 1990 ومنذ ذلك الحين مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية¹:

1- المرحلة التقريرية 1990-1992: نص المرسوم التنفيذي 101/90 المؤرخ في 1990/03/17 على امكانية مفاوضة قيم الخزينة في المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن إصدارها من طرف الشركات العمومية وسمح باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى .وفي أكتوبر من نفس السنة تم إنشاء " شركة القيم المتداولة"، وفي شهر نوفمبر قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات أسهم برأسمال يقدر 320000 دج موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية².

وفي سنة 1992 ونظرا لبعض الصعوبات تم الرفع من رأسمالها إلى 932000000 دج كما غير اسمها إلى " بورصة الأوراق المالية كما صدر سنة 1991 المرسوم التنفيذي رقم 91 /170 الذي يحدد أنواع القيم والذي ينظم العمليات على القيم المنقولة، والرسوم رقم 91 المنقولة وشروط إصدار شركات المساهمة لها.

2- المرحلة الابتدائية 1993-1996: بموجب المرسوم التنفيذي رقم 08/93 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم والقيم المنقولة ، حيث سمح بإمكانية تأسيسها والرفع من رأسمالها عن طريق العرض العمومي للادخار، كما نص على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة، وهو ما يتوافق وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر³

3- مرحلة الانطلاق الفعلي (1996-1999): مع نهاية 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها، وتم اختيار الوسطاء وتم إصدار أول ورقة مالية بالجزائر في نهاية 1997 والمتمثلة في

1 زيدان محمد وآخرون :دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر -المعوقات والأفاق-، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية -بسكرة، 2006 ، ص.4.

2 youcef debbouh , le nouveau mécanisme économique en Algérie, OPU, Alger,2000, P.15.

3 شمعون شمعون، المرجع السابق، ص.78.

القرض السندي لشركة سوناطراك، لتقوم بعد ذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأسمالها.

4- العوائق التي حالت دون قيام البورصة: يمكن حصر العوائق التي حالت دون انطلاق البورصة في عملها في الآتي:

- عدم ملائمة المحيط الاقتصادي، رغم وجود هيكل البورصة إلا أن الشركات المعنية بالدخول لم تحضر نفسها إلى هذه العملية.

- غياب المتخصصين في هذا النوع من النشاطات.

- غياب الوسطاء الماليين.

- وضعية المؤسسات العمومية الاقتصادية التي لا تفي بشروط التعامل داخل هذا السوق، فأغلبية الشركات المعنية هي شركات عمومية، وأسهمها لا يمكن أن تقتنيها إلا صناديق المساهمة، بمعنى آخر انتقال ملكية الأسهم يتم من صندوق إلى آخر أي بطريقة إدارية¹.

- ولتجنب هذا الإشكال صدر المرسوم التنفيذي رقم 08/93 والذي بموجبه تخضع المؤسسات العمومية لقواعد القانون التجاري بما في ذلك إمكانية شهر إفلاسها كما تم إصدار المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم حيث منحها اسم "بورصة الجزائر".

ثانيا: هياكل بورصة الجزائر.

يتكون هيكل بورصة الجزائر حسب المادة 3 من المرسوم التشريعي 10/93 والمعدلة بالمادة 2 من القانون 04/03، من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة إدارة بورصة القيم المتداولة، والمؤتمن المركزي على السندات، وذلك كما يلي:

1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:

تعد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الهيئة العليا للسوق المالي في الجزائر، وهي سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

تهدف هذه اللجنة إلى حماية المستثمرين في القيم المنقولة وحسن سير العمليات داخل البورصة وشفافيتها، كما تسعى أيضا إلى مراقبة وترقية سوق القيم المتداولة.

1 شمعون شمعون، المرجع السابق، ص.80.

وهي لجنة مستقلة، لها مصداقيتها، تسعى لإرساء الإطار القانوني والمؤسساتي لسوق رؤوس الأموال، إذ هي مكلفة بإعداد وتحضير النصوص التنظيمية التي تشكل محيطا لسوق مالي حقيقي.

1- تكوينها: تتكون هذه اللجنة من رئيس وستة (6) أعضاء¹.

أ- الرئيس: يعين الرئيس بموجب مرسوم تنفيذي يتخذ في مجلس الحكومة باقتراح من وزير المالية²، لمدة نيابية تدوم أربع (4) سنوات، يقوم بممارسة مهمته كامل الوقت، ولا يجوز له ممارسة مهن أخرى كالوظيفة الحكومية أو الوظيفة العمومية باستثناء أنشطة التعليم أو الإبداع الفني أو الفكري، وتنتهي مهامه بنفس الطريقة.

ب- الأعضاء الآخرون للجنة: وهم أعضاء يعينون لمباشرة عملهم لنفس المدة أي أربع (4) سنوات حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم وتبعا للتوزيع الآتي:

- قاضي يقترحه وزير العدل.

- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.

- استاذ جامعي يقترحه وزير التعليم العالي

- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.

- عضو يختار من بين المسيرين للأشخاص المعنوية المصدرة للقيم المنقولة.

- عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

يتم تعيينهم بقرار من الوزير المكلف بالمالية وتنتهي مهامهم بنفس الكيفية.

وتجدر الإشارة إلى أن نصف أعضاء اللجنة يتجددون كل سنتين على الأقل باستثناء

الرئيس، ولا يجوز لهم التعامل في القيم المنقولة للبورصة. ويسمح لهم في المقابل بمباشرة أنشطة تعليمية، فنية وإبداعية دون الوظيف العمومي أو العمل في السلك الحكومي.

2- مهام اللجنة:

حسب المادة 30 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدلة بالمادة 14 من القانون 04/03،

فان لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تتولى مهمة تنظيم سوق القيم ومراقبتها وبالسهر خاصة على :

1 المادة 20 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدلة بالمادة 12 من القانون 04/03 سابق الذكر.

2 GUIDE DE L'INVESTISSEUR, COSOB, NOVEMBRE 1997, p.11.

- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة او المنتجات المالية الأخرى التي تتم في اطار اللجوء العلني للادخار، وفي هذا الاطار تقوم اللجنة بالتأشير على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة تلجا علنا للادخار بمناسبة اصدار القيم المنقولة وذلك في اطار المراقبة القبلية. كما تقوم زيادة على ذلك وفي اطار المراقبة البعدية بالرقابة على الشركات المقبولة في جدول التسعيرة وتتصب على المنشورات القانونية والكشوف المالية والتقارير السنوية.

وفي هذا الاطار لا تخضع لرقابة اللجنة المنتجات المالية المتداولة في السوق والتي هي تحت سلطة بنك الجزائر.

- السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها، حيث تهدف من خلال مراقبة السوق أساسا الى ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وامنها من خلال مراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة وماسكي الحسابات وشركة تسيير بورصة القيم، والمؤتمن المركزي على السندات، وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، حيث تسمح لها هذه الرقابة من التأكد مما يلي:

* مدى احترام الوسطاء في عمليات البورصة للقواعد الرامية الى حماية السوق من كل سلوك تدليسي او غير منصف.

* سير السوق حسب القواعد التضمن الشفافية وحماية المستثمر.

* القيام بإدارة السندات وتسييرها وفقا للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكمها.

3- وظائف اللجنة:

مكن المشرع اللجنة من عدة وظائف حتى تتمكن من أداء الدور المنوط بها، وتتمثل هذه الوظائف فيما يلي:

أ- **الوظيفة القانونية:** تعتبر هذه الوظيفة أهم الوظائف حيث تخص الجانب القانوني لتنظيم وسير بورصة القيم المنقولة. وعلى ضوء هذه الوظيفة، تقوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات بسن تقنيات تتعلق على وجه الخصوص بما يلي¹:

- نوعية رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.
- نطاق مسؤولية الوسطاء في عمليات البورصة ومحتواها والضمانات الواجب الوفاء بها اتجاه زيائنه.

1 المادة 31 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، والمعدلة بالمادة 15 من القانون 04/03 سابق الذكر.

- الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدون من الخدمات المقدمة من طرفه والمحددة بالمادة 19 مكرر 2 من القانون 04/03.
 - القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للسندات.
 - القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات.
 - شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات.
- تصدر اللجنة هذه التقنيات في شكل لوائح او تنظيمات تتم الموافقة عليها بموجب قرار يصدر من وزير المالية ثم تنشر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.
- وفي إطار نشاطها هذا عملت اللجنة على إعداد الأنظمة التالية:
- النظام رقم 01/97 المرتبط بمساهمة الوسطاء في عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المتداولة.
 - النظام رقم 03/97 المتعلق بسير بورصة الأوراق المالية.
 - النظام رقم 04/97 الخاص بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
 - النظام رقم 05/97 المرتبط باتفاقيات الحساب بين الوسطاء في العمليات البورصية وعملائهم.
- كما أعدت في نفس هذا الإطار التعليم رقم 97/01 المؤرخة 1997/11/31 المحددة لكيفيات اعتماد الوسطاء في العمليات البورصية.
- كما يمكن للجنة وفي إطار وظيفتها القانونية أن تقدم للحكومة مقترحات نصوص تشريعية وتنظيمية تخص:
- إعلام حاملي القيم المنقولة والجمهور.
 - تنظيم بورصة القيم المنقولة وسيرها.
 - الوضعية القانونية للوسطاء في عمليات البورصة.
- ب- **وظيفة المراقبة والرقابة** : نصت على هذه الوظيفة المواد من 35 الى 50 من المرسوم التشريعي 93-10 والمواد 16 و 17 من القانون 03-04 المعدلتين للمادة 41 و 43 من المرسوم التشريعي 93-10، هذه السلطة تسمح للجنة من القيام بأعمال الرقابة التالية:
- يلتزم أعضاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وأعاونها بالسهر على تناسق قواعد سوق القيم المتداولة مع مختلف النصوص القانونية والتشريعية التي تحكم السوق وذلك بالاطلاع على جميع الأعمال التنظيمية قصد مراقبتها، وكذا ضمان تنفيذها طبقاً للأحكام التشريعية.

- التأكد من أن الشركات المقبول تداول قيمها المنقولة في بورصة الجزائر تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها لا سيما في مجال القيم المنقولة، وعقد الجمعيات العامة، وتشكيله أجهزة الإدارة والرقابة على عمليات النشر القانونية¹.

كما لها ان تامر الشركات عند الاقتضاء بنشر استدراقات فيما اذا لاحظت حالات سهو في الوثائق المنشورة او المقدمة لها. كما لها نشر الملاحظات أو المعلومات التي يمكن للجنة ان تسجلها او أي اعلام اخر قد يهم الجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة أو في أي أداة إعلامية أخرى².

- وفي إطار هذه الوظيفة، يتوجب على اللجنة أيضا مراقبة تطبيق واجبات النظام الإعلامي وعليه، فإنه يجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر قيما منقولة بالتجائها إلى التوفير علنا، أن تنشر قبل ذلك مذكرة لإعلام الجمهور تتضمن البيانات الإلجبارية المنصوص عليها في القانون التجاري. يجب أن تؤشر اللجنة هذه المذكرة قبل نشرها³.

- كما يمكن للجنة وفي اطار مهام الرقابة ان تتولى التأشير على المذكرة الموجهة الى اعلام الجمهور والتي استلزمها المشرع على كل شركة او مؤسسة عمومية تريد اصدار اوراقا مالية او أي منتج مالي اخر عن طريق اللجوء الى الادخار العلني والمتعلقة بتنظيم الشركة ووضعها المالي وتطور نشاطها، حيث يجب ان تؤشر اللجنة على هذه المذكرة قبل نشرها. وهنا يمكن للجنة عند دراسة مشروع المذكرة ان تشير عند الاقتضاء إلى البيانات الواجب تعديلها، أو المعلومات الإضافية الواجب إدراجها فيها⁴. كما يمكن لها ان تطلب أي ايضاح او تبرير يخص المعلومات الواردة فيها، كما يمكن لها ان ترفض التأشير على هذه المذكرة مالم تتم الاستجابة لطلبات التعديل، ويكون للجنة مهلة شهرين قبل ان تمنح تأشيرتها او ترفض او تطلب معلومات اضافية.

- للجنة ان تجري عن طريق مداولة خاصة التحقيقات حول الشركات التي تلجأ إلى التوفير العلني والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة، ولدى الاشخاص الذين يقدمون نظرا لنشاطهم المهني مساهمات في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة او في المنتجات المالية المسعرة او يتولون ادارة.

1 المادة 35 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 سابق الذكر.

2 Anales de la COSOB, Op.cit, p.62.

3 المادة 41 من نفس المرسوم.

4 Dérivé de règlement N° 96-02 relatif à l'information.

- يمكن للجنة وفي اطار التحقيقات التي تجريها وعقب مداولة خاصة أن تستدعي أي شخص من شأنه أن يقدم لها معلومات في القضايا المطروحة عليها، او ان تامر احد اعوانها باستدعائه، ويحق هنا لكل شخص تم استدعاؤه ان يستعين بمستشار من اختياره. وفي اطار اعمال التحقيق هذه يمكن للأعوان المؤهلين ان يطلبوا امدادهم بأية وثائق وان يحصلوا على نسخ منها كما يمكنهم الوصول الى جميع المحال ذات الاستعمال المهني. وفي هذا الاطار يلزم اعضائها والاعوان المؤهلين بالسر المهني فيما يخص الوقائع و الاعمال والمعلومات والوثائق التي اطلعوا عليها بحكم وظيفتهم، كما يلتزم بذلك الاعوان الخارجيون عن اللجنة والت تستعين بهم تحت طائلة العقوبات الجزائية.

- يمكن لرئيس اللجنة، في حالة وقوع عمل يخالف الأحكام التشريعية أو التنظيمية، وكان من شأن هذا العمل الإضرار بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة، أن يطلب من المحكمة إصدار أمر للمسؤولين بامتنال لهذه الأحكام ووضع حد للمخالفة أو إبطال آثارها، ويحيل نسخة على المجلس القضائي لتفصل فيه بشكل مستعجل ويمكن لها هنا ان تامر تلقائيا باتخاذ أي اجراء تحفظي تحت طائلة الغرامة التهديدية لفائدة الخزينة العامة. ويمكن لرئيس اللجنة في هذا الاطار ان يتأسس كطرف مدني في حالة وقوع جرائم جزائية.

- يمكن للجنة ان تتخذ قرارها بشأن قبول القيم المنقولة في المفاوضات أو شطبها. كما يمكن لها ان تامر بتعليق تحديد سعر الاسهم ضمانا للإعلام وحماية المدخرين.

- تجري اجتماعات البورصة تحت مراقبة مراقب تفوضه اللجنة، وتكون له سلطة التدخل في اجتماعاتها لتسوية الاحداث او النزاعات العارضة ذات الطابع التقني والتي من شأنها ان تعوق سير اجتماعاتها وله ان يقضي خلال الاجتماعات بتعليق تحديد سعر او عدد من اسعار الاوراق المتداولة

- كما يمكن للجنة ان تعلق لمدة لا تتجاوز خمسة 05 ايام كاملة عمليات البورصة اذا ما حدث حادث كبير ينجر عنه اختلال في سير البورصة او حركات غير منتظمة لأسعار البورصة، واذا كان هذا الحادث مما يتطلب تعليقها لمدة تتجاوز خمسة 05 ايام كان ذلك من اختصاص وزير المالية.

- كما تسهر اللجنة ولحماية السوق على مراعاة قواعد اخلاقيات المهنة التي تفرض نفسها على المتعاملين في السوق والتي تحدد عن طريق لائحة تصدرها اللجنة:

* وجوب معاملة الجميع على قدم المساواة.

* الاولوية لمصلحة الزبون.

* تنفيذ الاوامر بأحسن شروط السوق.

* عدم تسريب معلومات سرية في غير محلها.

ج- **الوظيفة التأديبية والتحكيمية:** حسب المادة 51 من المرسوم التشريعي 93-10 تنشا ضمن

اللجنة غرفة تأديبية وتحكيمية، تتألف زيادة على رئيس اللجنة الذي يتولى رئاسة الغرفة من¹:

- عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة طوال مدة انتدابهما.

- قاضيين يعينهما وزير العدل، ويختاران لكفاءتهما في المجالين الاقتصادي والمالي.

تختص هذه اللجنة في مجال التحكيم لدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين

واللوائح السارية على سير البورصة. ويمكن لها أن تتدخل بين الأطراف كما يلي²:

- بين الوسطاء في عمليات البورصة.

- بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة إدارة بورصة القيم.

- بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأسهم.

- بين الوسطاء في عمليات البورصة والامرين بالسحب في البورصة.

كما تختص اللجنة في المجال التأديبي لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات

المهنة من جانب الوسطاء، وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

وحسب المادة 46 من المرسوم التشريعي 93-10 تعمل هذه اللجنة بناء على طلب من:

* بناء على طلب اللجنة.

* طلب من المراقب المذكور في المادة 46 والذي تجري اجتماعات البورصة تحت مراقبته.

* بطلب من الاطراف المذكورة بالمادة 52 من المرسوم 93-10.

* بناء على تظلم من أي طرف له مصلحة.

أما العقوبات التي تصدرها الغرفة في مجال التأديب فهي حسب درجة المخالفة كالاتي:

- الإنذار.

- التوبيخ.

- حظر النشاط كله أو جزئه مؤقتا أو كليا.

1 وهو رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

2 لمادة 52 من الرسوم التشريعي رقم 10/93 سابق الذكر.

- سحب الاعتماد.

- و أو فرض غرامات مالية تحدد إما على أساس قيمة المبلغ المحتمل تحقيقه من جراء المخالفة أو الخطأ المرتكب، أو تحدد بضعف قيمة الورقة المالية المعنية بالمخالفة أو أن قيمة الغرامة في بعض الأحيان تقدر بقيمة عشرة (10) ملايين دينار جزائري تدفع الى صندوق الضمان المحدد بالمادة 64 من المرسوم التشريعي 93-10.

ولا تصدر الغرفة العقوبة مالم يتم الاستماع الى الممثل المؤهل للمتهم او ما لم يدع قانونا للاستماع اليه، وتعد قرارات اللجنة هنا قابلة للطعن بالإلغاء امام مجلس الدولة خلال شهر واحد من تاريخ تبليغ القرار موضوع الاحتجاج على ان يتم البت فيه خلال اجل ستة 6 اشهر من تاريخ تسجيله. اما بالنسبة للمخالفات الأخرى ترفع امام الجهات القضائية المختصة العادية.

ثانيا: شركة تسيير بورصة القيم.

وهي الجهاز الثاني في البورصة تتولى اساسا القيام بالتسيير المادي لبورصة القيم.

1- تأسيس شركة تسيير بورصة القيم:

تؤسس لدى بورصة الجزائر شركة تسمى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ، تتخذ شكل شركة ذات اسهم تتولى تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة¹، يمثل رأسمالها الاجتماعي أسهم مخصصة ليكتتب فيها الوسطاء في عمليات البورصة، بحيث لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة اعتمادا فعليا الا بعد ان يقتني او يكتتب في قسط من رأسمال هذه الشركة أن الاعتماد الفعلي لهؤلاء الوسطاء مشروط بالاكنتاب في جزء من رأسمال الشركة² وهكذا يصبحون الأعضاء المؤسسين لها³.

رأس مال هذه الشركة مفتوح وقابل للزيادة في حالة اعتماد وسيط جديد في عمليات البورصة. أما في حالة انسحاب أحد الوسطاء فتعاد شراء حصته بحصص متساوية من طرف الوسطاء والمساهمين الآخرين في الشركة.

هذا ويخضع وضع القانون الاساسي وتعديلاته وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين لهذه الشركة الى موافقة الوزير المكلف بالمالية بعد اخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، كما يمكن عزل المدير بناء على تقرير معلل من طرف اللجنة وبصفة احتياطية يمكن

1 شمعون شمعون، المرجع السابق، ص.162.

2 انظر المادة 19 مكرر من القانون 03-04 سابق الذكر.

لوزير المالية عزله وعزل المسيرين الرئيسيين واستحلافهم في انتظار تعيين مدير عام جديد او مسيرين جدد من طرف مجلس الادارة¹. كما تخضع القوانين الأساسية للشركة وكذا نظامها الداخلي وكل تعديل محتمل الى التأشيرة المسبقة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

2- مهام شركة تسيير بورصة القيم:

لقد أوكل المرسوم التشريعي رقم 10/93 سابق الذكر في المادة 18 لشركة إدارة بورصة القيم المهام الأساسية التالية:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة و اجتماعاتها.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة.
- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة.
- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدھا.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
- إصدار نشرة رسمية لجداول التسعيرة تحت مراقبة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتتضمن هذه النشرة ما يلي:

* معلومات حول السوق.

* معلومات حول القيم ذات السعر القار

* المعلومات الضرورية لحسن سير السوق.

كما أن الشركة تتولى مهمة تسهيل العمليات ما بين الوسطاء عن طريق خاصة:

- تطبيق النظام العام في شكل نشرات ومقررات.
 - عرض هذا النظام على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة للتصديق عليه.
 - وضع وتطبيق نظام للتحكيم وفض النزاعات.
 - وضع تنظيم مادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها.
- تمارس شركة إدارة بورصة القيم مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة¹. وتتلقى عمولات عن العمليات التي تجرى في البورصة. وتضبط اللجنة قواعد حساب هذه العمولات وتنتشرھا في النشرة الرسمية لجداول التسعيرة.

1 انظر المادة 19 مكرر من القانون 03-04 سابق الذكر.

ثالثا: المؤتمر المركزي على السندات.

يندرج إنشاء المؤتمر المركزي على السندات ضمن إطار استكمال البناء المؤسسي للسوق، ويهدف خصوصا إلى تحديث نظام تسوية المعاملات التي تقع على داخل البورصة أو خارج التسعيرة، وذلك بوضع حيز التطبيق نظام مؤسسي جديد للإيداع والقيود المركزي للسندات وتسييرها من خلال إنشاء مؤتمر مركزي على السندات وإحداث نشاط مسك الحسابات وحفظ السندات². وتتمثل وظيفة المؤتمر المركزي على السندات في حفظ السندات لحساب المنخرطين فيه وتنفيذ عمليات التسليم مقابل التسوية النقدية. كما يتولى المؤتمر المركزي نقل ملكية السندات تنفيذًا لعقود التداول في البورصة بالتحويل بين حسابات العملاء لدى ماسكي الحسابات حافظي السندات المفتوحة لدى المؤتمر المركزي.

إن القيد في الحساب مرتبط بإزالة الكيان المادي للقيم المنقولة³. حيث أنه من المعروف أن العمليات التي تتم على القيم المنقولة في البورصة ما هي في الحقيقة إلا عبارة عن عقود بيع بغرض نقل ملكية السندات المطروحة في سوق التداول، ونقل الملكية لا يتم إلا بتنفيذ المتعاقدين لالتزام كل منهما تجاه الآخر، بأن يسلم الوسيط البائع السندات والوسيط المشتري الثمن في الوقت نفسه، وهو ما يطلق عليه "تسوية العملية"، لذا كان لا بد من وجود نظام لتسوية العمليات بسرعة وكفاءة ويحقق لأطرافها الحصول على حقوقهم على نحو واضح مما يؤدي في نهاية الأمر إلى استقرار سوق القيم المنقولة وزيادة إقبال المستثمرين على التعامل فيها. فضلا عن وجود مخاطر كبيرة ناتجة عن احتمال تزوير أو تلف الأوراق أو احتمال سرقتها، بالإضافة إلى بطء دورة التداول في السوق وعدم توافق مثل هذا النظام مع المعايير المتبعة من قبل أسواق المال العالمية. كما يسهل هذا النظام حصول مالكي السندات على حقوقهم المالية في مواجهة الجهة المصدرة، وإتمام عمليات البيع والشراء بينهم في وقت قصير ومقبول وبأمان كامل، ودون الحاجة إلى إجراءات كثيرة .

كما أن هذا النظام يوفر للجهة المصدرة العديد من المزايا مثل توفير بيانات دقيقة عن مالكي السندات، وتنفيذ العمليات المقررة على القيم مثل توزيع الأرباح والمستحقات المالية.

1 المادتين 15 و18 من المرسوم التشريعي 10/93 سابق الذكر.

2 المادتان 19 مكرر 1 و 19 مكرر 2 من المرسوم التشريعي 10/93 سابق الذكر.

3 Bull. COSOB, N° 4 (Numéro spécial), Juillet 2003, p.13

كما يسمح بتفادي النفقات الباهظة التي تتكبدها الجهة المصدرة في طباعة الأوراق المالية أو كذلك حماية الأوراق المالية للجهة المصدرة من خطر التزوير والسرقة والتلف والضياع وتخفيف الأعباء الملغاة عليها بقيد نقل ملكية الورقة المالية في دفاترها، ومتابعة العمليات المقررة عليها¹. كما أن التعامل على القيم في ظل هذا النظام يؤدي إلى عدم انتقال ملكية الأوراق فيه بالتسليم المادي لها وإنما من خلال تسوية العمليات من خلال القيد الدفترى - المحاسبي.

كل هذه المزايا التي يوفرها النظام الجديد من سرعة تداول الورقة المالية وحصول حاملها على المستحقات المالية في المواعيد المحددة، تؤدي إلى تشجيع المستثمرين على توظيف مدخراتهم في السوق المالي.

كما ويحقق نظام الإيداع المركزي أيضا السيطرة الكاملة على القيم من خلال تحويلها من حالتها المادية إلى مجرد قيود دفترية.

ومن خلال كل ذلك نستخلص أن نظام الإيداع المركزي يرمي إلى تحقيق غايات عديدة من بينها تجميع الأوراق المالية وحفظها مركزيا، تحويلها إلى قيود حسابية، تنفيذ عقود التداول بين الوسطاء الماليين بصفة جماعية عن طريق تسوية السندات وتسليمها.

وسعى إلى تحقيق الأهداف السابقة، أنشأ المشرع مؤتمنا مركزيا على السندات وأسند له مهام تتمحور في إدارة نظام الإيداع المركزي.

1- تأسيس المؤتمر المركزي على السندات : تتضمن المادة 19 مكرر 1 و المادة 19 مكرر 2 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 مبدئين هامين: الأول هو تحول الأوراق المالية ذات الدعامات المحسوسة إلى قيود حسابية تحفظ وتدار بمعرفة وسطاء ماليين مرخص لهم بذلك، والثاني هو حلول الوسطاء الماليين محل عملائهم في تنفيذ عقود التداول الواردة على القيم المنقولة. وتحقيقا لذلك أقام المشرع نظاما قانونيا للإيداع المركزي، على رأسه شركة مهنية ذات طابع خاص ويكون من أعضائه الوسطاء والجهات التي يتعلق نشاطها بحفظ وإدارة وتداول الأوراق المالية وتنفيذ الالتزامات المتفرعة عنها.

أ- النظام القانوني للمؤتمن المركزي على السندات: تنص المادة 19 مكرر 2 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم على انه: "تمارس وظائف المؤتمر المركزي على السندات

1 فضلى هشام، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2005 ، ص.11، 12.

من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم...". فبموجب هذا النص استحدثت المشرع نظام الإيداع والقيود المركزي كضمانة للأطراف ووسيلة مساعدة للتسوية.

ان المؤتمر المركزي على السندات شركة مهنية ذات طابع خاص، خصها المشرع بأحكام قانونية خاصة، وهذا أمر طبيعي نظرا لأهمية الشركة اقتصاديا، وأثرها على السوق المالية بصفة خاصة والاقتصاد الوطني بصفة عامة. ونظرا لكون المشرع قد اشترط أن تتخذ الشركة شكل شركة مساهمة، فإن الأحكام القانونية لهذه الشركة تنطبق في الأصل على تكوينها، لذا فإننا سوف نكتفي بالقواعد الخاصة للمؤتمر المركزي على السندات، تاركين القواعد العامة التي تنطبق على شركات المساهمة بصفة عامة.

فالمؤتمر المركزي على السندات شركة مهنية تحمل تسمية تجارية¹: "الجزائر كليرينغ (Algérie) clearing" تتسم بخصائص معينة من حيث شكلها وإجراءات تأسيسها وملكية أسهمها. فالمؤتمر المركزي يتخذ شكل شركة مساهمة يتم تأسيسه وفقا للأوضاع والإجراءات المقررة قانونا. لكن يلاحظ أنه يخضع وضع القانون الأساسي وتعديلاته إلى موافقة وزير المالية بعد أخذ رأي لجنة تسيير بورصة القيم الشيء الذي يجعلنا نقول أنه شركة ذات نظام خاص. ويتكون رأس ماله المقدر بخمسة وستين مليون دينار من مساهمات مؤسسيه وهم: البنك الخارجي، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي، مؤسسة الرياض سطيف. ولا يفتح رأس مال شركة المؤتمر المركزي إلا لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الشركات المصدرة للسندات، الوسطاء في عمليات البورصة.

وتعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في الشركة بقوة القانون، ويمكنهما ممارسة هذا الحق بناء على طلبهما، ويخضع كل طلب جديد للمساهمة في رأس مال المؤتمر المركزي إلى موافقة اللجنة بناء على اقتراح من مجلس الإدارة².

وبناء على ذلك، يتأكد بأن المؤتمر المركزي شركة مهنية ذات طابع خاص، لأن المشرع يحصر ملكية أسهمها على مساهمين محددين مسبقا. وتكون أسهم الشركة مملوكة لهم حسب قدر مساهمتهم. حيث حدد كما رأينا الرأس مال الاجتماعي الأدنى للشركة، كما تم تحديد المساهمة

1 www.cosob.dz, p 2. Consultation du 10/09/2014.

2 المادة 19 مكرر 3 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 سابق الذكر.

الدنيا في رأس المال الاجتماعي للمؤتمن المركزي من طرف اللجنة¹، الذي يقدر بمليوني دينار، وفي حالة قبول مساهم جديد، يزداد الرأس مال الاجتماعي بمقدار الحصة التي يقدمها هذا المساهم الجديد، ولا يجوز التصرف في أسهم شركة المؤتمن المركزي، حيث أنه في حالة انسحاب مساهم يعاد شراء حصته في الرأس مال الاجتماعي للمؤتمن المركزي من طرف المساهمين الآخرين.

هذا وتدار شركة المؤتمن المركزي بواسطة مجلس إدارة، ويخضع كذلك تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي اللجنة، وهو الشيء الذي لا نجده في شركات المساهمة الأخرى، وبصفة احتياطية يمكن لوزير المالية بناء على تقرير معمل من اللجنة عزل المدير العام و أو المسيرين الرئيسيين واستحلافهم، في انتظار تعيين مدير عام جديد و أو مسيرين جدد من طرف مجلس الإدارة²، ونظرا لأهمية الشركة اقتصاديا بحكم المهام الموكلة لها، فإننا نجد أن المشرع أخضع ممارسة أنشطة الشركة لرقابة سلطة السوق أي اللجنة³.

ب- الانخراط في المؤتمن المركزي على السندات: أقام المشرع نظاما قانونيا للإيداع المركزي، على رأسه شركة المؤتمن المركزي على السندات، ويكون المنخرطين فيه هم الوسطاء والجهات التي يتعلق نشاطها بحفظ وإدارة القيم المنقولة وتنفيذ الالتزامات المتفرعة عنها. ويكون عضو الإيداع المركزي أي المنخرط في المؤتمن المركزي على السندات، هو الأصل أمام شركة الإيداع في التصرفات المتعلقة بالورقة المالية، فالشركة لا تتعامل مع مالكي الأوراق وإنما مع الوسطاء، ولذلك فإننا يجب أن نفرق بين مستويين من العلاقات القانونية: المستوى الأول، هو علاقة الوسيط أو الجهة التي يتصل نشاطها بالورقة المالية مع العملاء، وهي علاقة تعاقدية يحكمها العقد وما ورد في قانون سوق المال والقوانين الأخرى. أما المستوى الثاني، هي علاقة الوسيط أو الجهة التي يتصل نشاطها بالورقة بشركة المؤتمن المركزي على السندات. وفي هذا المستوى، فإن الوسيط المالي لا يعد وكيلا عن عملائه، وإنما هو أصيل في شركة حفظ وتداول الأوراق المالية، وبهذه الصفة يكتسب عضوية الإيداع المركزي⁴.

1 نظام لجنة رقم 05/03 المؤرخ في 2003/03/18 يتعلق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات، الجريدة الرسمية عدد 73 الصادرة بتاريخ 2003/11/30.

2 المادة 19 مكرر 2 و3 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 سابق الذكر.

3 المادة 19 مكرر 4 من نفس المرسوم .

4 فضلى هشام، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2004 ص.97.

هذا ويسمح الانخراط في المؤتمر المركزي على السندات للوسطاء الماليين بالانضمام إلى النظام الذي تديره الشركة، والذي يشمل تجميع الأوراق وحفظها مركزيا، تحول القيم المنقولة إلى قيود حسابية، إتمام عمليات التسوية وتسليم السندات بصفة جماعية.

وتطبيقا لنص المادة 31 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 حدد نظام اللجنة رقم 01/03 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، علاقات المؤتمن المركزي والمستفيدين من خدماته.

- **الجهات المرخص لها بالانخراط:** تنص المادة 6 من النظام السالف الذكر، على أنه يمكن أن ينخرط في المؤتمر المركزي كل من البنوك والمؤسسات المالية، الوسطاء في عمليات البورصة، المتخصصون في قيم الخزينة العامة المرخص لهم لممارسة النشاطات المتعلقة بتنفيذ الأوامر لحساب الغير وبالتداول لحسابهم الخاص وبالتوظيف وبالاكتتاب في مجموع السندات المصدرة وبمسك الحسابات وبالمقاصة ويحفظ السندات أو إدارتها، الأشخاص المعنويون المصدرون لسندات مقبولة في عملياته، المؤتمنون المركزيون على السندات الأجانب. كما يمكن الانخراط لكل المؤسسات الأخرى الجزائرية أو الأجنبية التي تشبه نشاطاتها النشاطات التي تمارسها المؤسسات السالف ذكرها.

- **إجراءات الانضمام:** تتقدم الجهة طالبة الانخراط بتقديم ملف إداري إلى شركة المؤتمر المركزي، يتضمن بالخصوص حسب نص المادة 7 من نظام اللجنة رقم 01/03 السابق على:

- طلب قبول.

- أسماء الأشخاص المؤهلين للتعامل مع المؤتمر المركزي.

- نسخة محينة من القانون الأساسي.

هذا ويحدد المؤتمر المركزي محتوى الملف والبيانات الضرورية لقبول المنخرط. ويتخذ مجلس إدارة شركة المؤتمر المركزي قرار انخراط عضو ما، ويبلغ هذا القرار في غضون الشهرين اللذين يليان تاريخ استلام مجموع المستندات المكونة للملف¹.

هذا ويلاحظ أن الأحكام القانونية لم توضح هل يمكن لصاحب الشأن التظلم على قرار رفض الانخراط وجهة التظلم، والمدة المقررة لرفعه. هذا السكوت يجعلنا نفهم أن النصوص

1 المادة 8 من نظام اللجنة رقم 01/03 السابق الذكر.

القانونية لم تمنح لشركة المؤتمن المركزي أية سلطة تقديرية إزاء الطلب المقدم. فعضوية الإيداع المركزي تكون للجهات المنصوص عليها في النظام السالف الذكر، متى توافرت الشروط المحددة. هذا ومتى توافرت في الوسيط المالي الشروط التي تتطلبها النصوص القانونية، فإنه يحق له الانضمام إلى عضوية الإيداع. ويتعين في هذه الحالة إبرام اتفاق مكتوب بين المنخرط وشركة لمؤتمن المركز حيث يكون قبول منخرط ما موضوع اتفاقية انخراط تربطه بالمؤتمن المركزي. وتحدد هذه الاتفاقية على الخصوص واجبات ومسؤوليات كل من المؤتمن المركزي والمنخرط، وكذا تعريفات الخدمات وكيفية التسديد. وتحدد عن طريق اتفاقيات القواعد الخاصة التي تحكم العلاقات والحقوق والواجبات بين المؤتمن المركزي من جهة، والكيانات المسيرة للأسواق وغرف المقاصة والمؤتمنين المركزيين الأجانب من جهة أخرى، كما يعد المؤتمن المركزي نظاما داخليا يدرج فيه قواعد الأخلاقيات المطبقة على الأشخاص الموضوعين تحت مسؤوليته أو العاملين لحسابه، ويخضع وضع النظام الداخلي وتعديلاته إلى التأشيرة المسبقة للجنة¹. وبعد ذلك يفتح المؤتمن المركزي حسابا جاريا أو أكثر من السندات لكل مؤسسة قبل انخراطها، ويرمز إلى كل حساب جار برمز المنخرط المخصص له². هذا ويسدد المنخرطون سنويا حق الانخراط في المؤتمن المركزي، الذي يقرر جدول حقوق الانخراط³.

- **الشطب من العضوية:** يفقد عضو الإيداع المركزي صفة العضوية ويتم شطبه من المؤتمن المركزي حسب نص المادة 9 من النظام رقم 01/03 في الحالات التالية:

- بناء على طلبه، إما أن يتخلى عن النشاطات التي انخرط من أجلها في المؤتمن المركزي وإما باعتباره ماسك حسابات حافظ، فيقرر توكيل ماسك حسابات حافظ آخر للقيام بكل المهام المنوطة بنشاط الحفظ أو جزء من هذه المهام، وإما باعتباره مصدرا، فالقيم التي أصدرها قد تم شطبها من المؤتمن المركزي.

- بموجب عريضة من كل سلطة منحت الاعتماد، عندما يصبح المنخرط غير مستوفٍ لشروط التأهيل المطلوبة لممارسة نشاطاته وعندما يتوقف منخرط في المؤتمن المركزي عن ممارسة نشاطه، أو باعتباره ماسك حسابات حافظ ويعطي توكيلا إلى ماسك الحسابات حافظ آخر للقيام

1 أنظر المواد 3 و 4 و 5 من نفس النظام.

2 المادة 20 من نفس النظام.

3 المادتين 58 و 61 من نفس النظام.

بكل المهام المتصلة بنشاط الحفظ أو جزء من هذه المهام، فإنه يعلم في هذه الحالة المؤتمر المركزي بذلك، وهذا بموجب رسالة موسى عليها مع وصل الاستلام في أقرب الآجال.

ويقوم المؤتمر المركزي في حالة إنهاء نشاط المنخرط بإقفال حساباته الجارية بمجرد أن تصل هذه الحسابات إلى درجة الرصيد اللاغي¹. ويترتب عن الحسابات الجارية التي يفتحها المؤتمر المركزي للمنخرطين لديه تحصيل عمولة تسيير تعد على أساس عدد وقيمة السندات الموجودة في الحسابات التي فتحها المؤتمر المركزي باسم المنخرطين لديه، وكذلك عمولة الحركة ويتم تحصيلها على كل كتابة محاسبية في الحساب الدائن أو المدين تقيد في حساب المنخرطين.

2- مهام المؤتمر المركزي على السندات: إن نظام الإيداع المركزي يقوم على فكرة تحول السندات من شكلها المادي المحسوس إلى قيد حسابي، يتم نقل ملكيتها بالتحول من حساب إلى حساب آخر. وتتمحور مهام المؤتمر المركزي الواردة في نص المادة 19 مكرر 2 فيما يلي:

أ- حفظ السندات وتسيير الحسابات الجارية وإدارتها: إن قيد السندات في الحساب مرتبط بالقيم المنقولة دون الأوراق التجارية والأوراق الأخرى، كما يجوز أن يشمل نشاط الشركة على القيم المنقولة الأجنبية. وعلى هذا الأساس نصت المادة 12 من نظام اللجنة رقم 01/03 على انه: "يمكن أن يقبل المؤتمر المركزي في عملياته:

- الأسهم وغيرها من السندات التي تتيح أو يمكن أن تتيح الوصول، مباشرة أو غير مباشرة، إلى الرأسمال أو إلى حقوق التصويت والقابلة للتحويل عن طريق التسجيل في حساب أو المناولة باليد.
- سندات الدين المستحق الذي يمثل كل منها حق الدائنية على الشخص المعنوي الذي يصدرها والقابلة للتحويل عن طريق التسجيل في حساب أو المناولة باليد باستثناء الأوراق التجارية وسندات الصندوق.

- حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

- السندات من نفس الطابع المصدرة على أساس الحقوق الأجنبية".

هذا ويتم قبول السندات المقيدة بالبورصة بقوة القانون لدى المؤتمر المركزي، حيث جاء في نص المادة 13 من النظام نفسه أن "يتم قبول السندات بقوة القانون عندما تكون مسجلة في سوق مقننة جزائرية، ولا تكون قابلة للتحويل إلا عن طريق التسجيل في حسابات بموجب القانون أو الأحكام القانونية الأساسية أو عقد الإصدار".

1 المادتان 10 و 11 من نفس النظام.

ويقوم المؤتمر المركزي بالترقيم القانوني للسندات التي قبلها وتكون محل حفظ، وتبدأ عملية الإيداع المركزي بقيام الشخص المعنوي المصدر للورقة المالية بقيدها لدى المؤتمر المركزي الذي يقبلها في عملياته¹، فبالنسبة للإصدارات السابقة، فإذا أراد مالكا بيعها فعليه اختيار ماسك حسابات حافظ السندات الذي يقوم بفتح حساب لصاحبها بعد التوقيع على اتفاقية حساب تحدد مبادئ سير حساب السندات²، فإذا كان يحوز الشخص على سندات في شكل شهادات مادية، وقرر المصدر تسجيل هذه السندات في الحساب (إزالة الطابع المادي)، فيجب زيادة على ذلك تقديم طلب تسجيل في الحساب وتسليم الشهادات الإسمية التي بحوزته، ويسلم له ماسك الحساب وصلا بذلك. وبعد تصديق الشركات المصدرة على شهادات مالكا، يقيدها ماسك الحسابات في الجانب الدائن لحساب الشخص ويسلمه كشف حساب يشهد على تسجيل السندات التي تم تسليمها في شكل شهادات مادية³. وعلى ذلك يلتزم مالك الورقة المالية بتسليمها للمؤتمر المركزي عن طريق أحد ماسكي الحساب حافظي السندات المنخرطين فيه.

وبتسليم السندات إلى المؤتمر المركزي بالنسبة للإصدارات القديمة، أو إذا قررت الشركة إصدار سندات مقيدة في الحساب، فيتم تحويل السندات إلى قيود حسابية يجري تداولها بطريق التحويل من حساب إلى آخر.

وفي إطار مهمة حفظ السندات يتكفل المؤتمر المركزي في محرراته الحسابية، ضمن حساب إصدار، بمجموع السندات التي يتألف منها كل إصدار لسندات كتابية مقبولة في عملياته، على ذلك يتأكد المؤتمر المركزي من أن مبلغ حساب الإصدار يساوي في كل وقت مبلغ السندات المبينة في الحسابات الجارية للمنخرطين فيه، مع مراعاة السندات الموجودة قيد التخصيص والمسجلة في الحسابات المؤقتة. هذا وتنص المادة 17 من نظام اللجنة رقم 01/03 على أنه: "لا يكون إصدار السندات المقبولة في عمليات المؤتمر المركزي كتابيا يحتفظ المؤتمر المركزي ماديا، في خزائنه، بالسندات المودعة لديه. وعندما تكون هذه السندات إسمية فقط، فإنها تسجل باسم المؤتمر المركزي الذي يتصرف في هذه الحالة كوكيل لمالكيها الحقيقيين". وتضيف المادة 18 من النظام نفسه على أنه: "عندما يكون صدار السندات المقبولة في عمليات المؤتمر المركزي إصدارا

1 أنظر المواد 12 و 13 و 14 من نظام لجنة 01/03 سابق الذكر.

2 المادة 9 من نظام اللجنة رقم 02/03 المؤرخ في 18/03/2003 يتعلق بمسك الحسابات حفظ السندات، الجريدة الرسمية عدد

73 الصادرة بتاريخ 2003/11/30.

أجنبيا، فإن المؤتمر المركزي يحتفظ بالسندات حسب طريقة تداولها، إما ماديا في خزائنه وإما في حساب مفتوح باسمه لدى مؤتمر مركزي أو مؤسسة بنكية أجنبية. وعندما تكون هذه السندات إسمية فقط، فإنها تسجل إما مباشرة باسم المؤتمر المركزي الذي يتصرف في هذه الحالة كوكيل لمالكها الحقيقيين، وإما باسم مؤتمر مركزي أو مؤسسة بنكية يفوضها المؤتمر المركزي لهذا الغرض. يوضع المؤتمر المركزي، فيما يخص كل إصدار من إصدارات السندات الأجنبية المقبولة، الشكليات الواجب القيام بها لكي تقيّد في الجانب الدائن لحساب جار لسندات مكتسبة في سوق أجنبية".

أما بالنسبة للإصدارات الجديدة، تتحول السندات إلى قيود حسابية يجري تداولها بطريق التحويل من حساب إلى آخر. ويكون القيد الحسابي للسندات مزدوجا مرة لدى المؤتمر المركزي، ومرة أخرى لدى ماسك الحسابات الحافظ، لذلك تكون الحسابات المفتوحة للعملاء لدى ماسك الحسابات متطابقة مع الحساب المفتوح لماسك الحسابات لدى المؤتمر المركزي¹. ومن خلال ذلك فالمؤتمر المركزي لا يتعامل مباشرة مع العملاء، حيث يتم الإيداع عن طريق قيام المالك بإيداع الأوراق المالية لدى ماسك الحسابات المنخرط الذي يقوم بإعادة إيداع هذه الأوراق في حسابه الجاري المفتوح لدى المؤتمر المركزي، حيث أن ماسك الحسابات تربطه علاقة عقدية مع زبونه الذي يفتح حساب لصالحه، وتربطه كذلك علاقة مع المؤتمر المركزي التي تكون موضوع اتفاقية انخراط تحدد واجبات ومسؤوليات كلاهما، وكذا تعريفات الخدمات وكيفيات التسديد. حيث يقوم المؤتمر المركزي بفتح حسابات لديه للمنخرطين، حسب تنص المادة 20 من نظام اللجنة رقم 01/03 .

وتستوجب المادة 21 من النظام نفسه أن تقوم شركة المؤتمر المركزي بتحريك القيود الحسابية بين الحسابات المفتوحة لديها، فتقيّد في الجانب الدائن للحسابات السندات المحولة لفائدة المنخرط صاحب الحساب أو التي يودعها هذا الأخير لدى المؤتمر المركزي. وتقيّد في الجانب المدين السندات التي يحولها المنخرط لفائدة منخرط آخر أو يسحبها بناء على طلبه. فيكون تحريك القيود الحسابية بموجب أوامر التحويل من حساب إلى آخر، سواء كانت مصدرة مباشرة من صاحب الحساب المدين، وإما مصدرة من المؤتمر المركزي في إطار معالجة العمليات على

1 المادة 19 من نظام لجنة 01/03 سابق الذكر.

السندات التي قررها المصدرون، وإما متأتية آليا عقب إتمام نظام تسوية السندات وتسليمها الذي يسيره المؤتمر المركزي¹.

أما فيما يخص إدارة الحسابات فإنه حسب نص المادة 31 من النظام رقم 01/03 السابق يتخذ المؤتمر المركزي كل التدابير للسماح بممارسة الحقوق المتصلة بالسندات المقيدة في الحساب، فيمكن له أن يحصل في حساب مفتوح لدى مؤسسة بنكية مباشرة من المصدر أو وكيله، لحساب المنخرطين لديه، المبالغ المستحقة لهم بعنوان القيام بدفع حصة أرباح أو فوائد، أو سداد سندات دين مستحق لهم، أو أي منتج آخر يتصل بالأرصدة التي يحوزونها في حساب جار. كما يمكن أيضا للمؤتمر المركزي أن يفتح للمنخرطين لديه حسابات قسائم لحصص أرباح أو فوائد، أو حسابات سداد دين مستحق لهم أو أي منتج آخر يتصل بالأرصدة التي يحوزها في حساب جار. كما يوفر المؤتمر المركزي للهيئة المصدرة المعلومات الإسمية أي المعلومات الخاصة بتعريف الحائزين على سنداتها².

ب- تسيير نظام تسوية السندات وتسليمها: تعتبر عملية التسوية من أهم العمليات التي تتم في سوق بورصة القيم المنقولة، فهي من أهم المراحل التي يمر بها نظام تداول القيم المنقولة، ولها تأثير ملحوظ وفعال على زيادة كفاءة السوق. فالتسوية هي العملية اللازمة لاكتمال تداول القيم المنقولة وانتقال ملكيتها وحصول أطراف الصفقات على حقوقهم لأن العمليات التي تتم في البورصة، ما هي في الحقيقة إلا عقود بيع بغرض نقل ملكية القيم المعروضة في سوق التداول. ونقل الملكية لا يتم إلا بتنفيذ المتعاقدين لالتزام كل منهما تجاه الطرف المقابل بأن يسلم البائع السندات والمشتري الثمن، وهذا ما يطلق عليه تسوية سوق البورصة تتوقف على سرعة العملية أي تنفيذ عملية البيع، ولما كانت نجاعة العمليات المنجزة فيها وتأمينها، فإنه ظهر من الضروري إيجاد نظام لتسوية العمليات التي تتسم بالسرعة والنجاعة، الشيء الذي يحقق لأطراف تلك العمليات الحصول على حقوقهم لأنه في نهاية الأمر، تأمين عمليات التداول وضمنان نقل الملكية له تأثير على استقرار السوق المالية وزيادة إقبال المستثمرين على التعامل فيها.

إن عمليات التسوية هي آخر حلقة من سلسلة إجراءات عمليات تداول القيم المنقولة، ولها درجة من الأهمية، الشيء الذي دفع المشرع الجزائري ليعيد النظر في الإطار القانوني المنظم

1 المادتان 23 و 24 من نظام اللجنة 01/03 سابق الذكر.

2 المادتان 33 و 34 من نفس النظام.

للسوق المالية من أجل العمل على تطويره واستكمال ما نقصه من أحكام وقواعد لازمة لسيره، ومن ذلك أفراد عمليات تسوية السندات والتسليم والإيداع والقيود المركزي بأحكام خاصة. إن المشرع الجزائري استحدث بموجب القانون 03/04 نظام الإيداع المركزي كضمانة للأطراف ووسيلة مساعدة للتسوية، وكان ذلك تماشيا ومواكبة للأسواق المالية للدول المتطورة، الشيء الذي يزيد من ثقة المستثمرين، من خلال معرفتهم على أنهم يتدخلون في سوق مالية تضمن لهم نظام آمن لتسوية عمليات تداول القيم المنقولة بما يشمله من تيسير نقل ملكية السندات وتحويل الأموال. ويمكن تعريف التسوية بأنها: "مجموعة الإجراءات التي علق القانون على إتمامها نقل ملكية الأوراق المالية محل التداول في بورصات الأوراق المالية"¹.

فإذا كانت إجراءات التداول هي تلك الإجراءات التي تتم قبل أن يلتقي الإيجاب والقبول في البورصة وتنتهي بتمام هذا الالتقاء، فإن إجراءات التسوية هي تلك التي تبدأ من نهاية إجراءات التداول في البورصة وحتى تمام التسديد في السجلات. وعلى ذلك فإذا كانت إجراءات التداول هي إجراءات إنشائية لعملية البيع، فإن إجراءات التسوية هي إجراءات تنفيذية لعملية البيع ذاتها². ولما كانت إجراءات التسوية مستقلة عن إجراءات التداول، خصها نظام اللجنة رقم 03-01 بأحكام مميزة ومفصلة. فمن خلال تفحص أحكام هذا النظام يمكن استنتاج خصائص إجراءات التسوية على أنها إجراءات إلزامية، وتتسم بالسرعة، وتسمح بالإنجاز الآلي والامتثال لتسوية السندات التي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء المؤهلين وتسليمها، وهي إجراءات تكتمل بموجبها عملية التداول والتعامل، وتستقر المراكز القانونية لأطرافها بما يجعلها إجراءات ختامية.

إن عملية التسوية لا تجرى بين أطراف عقود البيع أو الشراء، أو بين الوسطاء الماليين كل منهم في مواجهة الوسيط الآخر مباشرة، بل تجري بين وسيط مالي من جانب وشركة المؤتمن المركزي من جانب آخر، على أساس مجموع عمليات البيع والشراء التي أجزاها في نهاية كل حصة تداول في البورصة، بمعنى أنها إجراءات تقوم بها هيئات أو أجهزة منفصلة ومستقلة عن أطراف عملية التداول.

وحسب نص المادة 38 من النظام السالف الذكر، يركز نظام التسوية والتسليم على وظيفتين أساسيتين:

1 الضبع أشرف، مرجع سابق، ص.164.

2 المرجع نفسه، ص.165.

- التصديق على العمليات.

- قيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية بسندات المؤتمن المركزي، وفي حسابات جارية نقدا في بنك الجزائر.

وتتم هاتان الوظيفتان، من جهة بواسطة نظامين فرعيين للتصديق على العمليات، نظام فرعي لضبط الأوامر بين المتداولين والوسطاء المؤهلين مصدري الأوامر ونظام فرعي للقرن بين طرفي الصفقة ومن جهة أخرى نظام فرعي لحل العمليات.

وعلى ذلك تمر عمليات التسوية بإجراءات عدة حتى تمام انتقال ملكية القيم المنقولة المتداولة ودفع الأموال التي تمثل قيمتها. وتبدأ عملية المقاصة التي تكلف بتنظيمها شركة تسيير بورصة القيم¹، بسلسلة من الخطوات والإجراءات لاستكمال عملية نقل ملكية السندات ودفع ثمنها بأمان². وتتضمن هذه العملية الخطوات الرئيسية الآتية:

- التصديق أو التأكيد على تفاصيل عملية تداول القيم المنقولة.

- تسليم القيم المنقولة من البائع إلى المشتري.

- دفع الأموال من المشتري إلى البائع.

وتتم عملية التسليم مقابل الدفع، وبانتهاء عمليتي التسليم والدفع يكون تمام عملية التسوية.

فبعد أن يتم تثبيت التداولات المنجزة في حصة البورصة، ضمن الآجال والشروط التي تأمر بها شركة تسيير بورصة القيم³، يسمح النظام الفرعي لضبط الأوامر (وهي إحدى النظم الفرعية للتصديق التي يسيرها المؤتمن المركزي) للوسطاء جامعي الأوامر وللمتداولين بالاتفاق على الأوامر المنفذة في الأسواق المنظمة قانونا، حيث يرسل المتداول، بعد كل صفقة، إشعارا بالتنفيذ إلى الوسيط جامع الأوامر الذي يجيب برسالة موافقة أو رفض. ويجب على الوسيط جامع الأوامر أن يقدم رده في أجل مضبوط قانونا يكون أقل من أجل التسليم المعمول به. وفي غياب الرد في حدود الأجل صدق على الإشعار بالتنفيذ بفعل الواقع بواسطة النظام. كما يعلم المؤتمن المركزي المتداولين يوميا بوضعية إشعارهم بالتنفيذ: إن كان مقبولا أم قيد التصديق أمر مرفوضا من طرف جامعي الأوامر. والموافقة على الإشعار الذي يسجله النظام يعتبر غير قابل للرجوع فيه.

1 المادة 128 من نظام اللجنة 03/97.

2 المادة 130 من نفس النظام.

3 المادة 131 من نظام اللجنة 03/97 سابق الذكر.

ويترتب عنه إصدار النظام الفرعي، الذي يسيره المؤتمر المركزي لحساب الأطراف المعنية،" أمرا بالتسليم مقابل الدفع وترسل هذه الأوامر إلى النظام الفرعي لحل العمليات بمجرد إصدارها، التي يتلقاها إضافة إلى أوامر التسليم مقابل الدفع التي ترسلها إليه الأسواق المنظمة قانونا¹.

ويعتبر حل العمليات آخر مرحلة وآخر إجراء في نظام تسوية السندات وتسليمها، أي آخر مرحلة لاكتمال عملية التسوية، حيث يتم فيه قيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية بسندات المؤتمر المركزي، ويقوم بنك الجزائر بالتسديد النقدي. حيث تكون مشاركة بنك الجزائر في نظام التسوية والتسليم محل اتفاقية مع المؤتمر المركزي².

هذا وتنص المادة 56 من نظام اللجنة رقم 03/01 على ما يلي : "يعالج النظام الفرعي لحل العمليات يوميا الحركات التي يحل تاريخ الخصم الحسابي لها بواسطة أطوار متوالية تتم في غضون دراسة عمليات التسوية سطرًا سطرًا.

ويتمثل كل طور في التصديق على حل العمليات التي عين النظام بشأنها وجود رصيد كاف في شكل سندات فيما يخص المسلم وفي شكل نقود فيما يخص المستلم. وتتمثل مراكز السندات المرجعية في أرصدة الحسابات الجارية للسندات التي تم إقفالها عقب الطور الأخير. وتتمثل مراكز النقود المرجعية في المبالغ التي أرسلها بنك الجزائر.

وفي حالة عدم كفاية الرصيد من السندات أو النقود تبقى العمليات معلقة في انتظار طور المعالجة الموالي".

وتضيف المادة 57 ما يلي: "على إثر كل طور ينجزه النظام الفرعي لحل العمليات، تعتبر العمليات التي خضع اختتامها للتصديق مختتمة نهائيا بموجب النظام. ونتيجة لذلك، يبلغ المؤتمر المركزي بنك الجزائر بوضعية السيولة النقدية للمشاركين لكي يتم القيام بصفة متلازمة بقيد ما يأتي في دفاتر الحسابات:

- عمليات التحويل الخاصة بتسليم السندات في الحسابات الجارية للمشاركين، وهي الحسابات التي يديرها المؤتمر المركزي.

1 أ المواد 43 و 44 و 45 من نظام اللجنة 01/03 سابق الذكر.

2 المادة 36 من نفس النظام.

- وحركات النقود المطابقة في حسابات التسوية للمشاركين، وهي الحسابات التي يديرها بنك الجزائر". هذا وفي حالة عدم التسوية والتسليم، تنص المادة 141 من نظام اللجنة رقم 03/97 علي ما يلي: "في حالة عدم تسليم سندات أو نقود وسيط في عمليات البورصة في التاريخ المنصوص عليه في النظام، تضع شركة ادارة بورصة القيم وضعيات الوسيط المعني التي لا يمكن حلها وضعية مقاصة معلقة".

وتضيف المادتان 142 و 143 من النظام نفسه أنه تتولى شركة تسيير بورصة لقيم بانتظام مراقبة تسوية رؤوس الأموال وتسليم السندات التي تبقى معلقة، وتتخذ التدابير المناسبة عندما ترى أن الآجال التنظيمية لم يراعها الوسيط. إن تهاون الوسيط عن إتمام معاملة في البورصة في الأجل المسموح به من طرف شركة ت.ب.ق.م يصرح بخلله، ويمكن تصفية المعاملة وفق إجراء العرض الذي تحدده شركة تسيير بورصة القيم، التي تخبر اللجنة فوراً بإجراء إعادة شراء العرض الذي يتم مباشرة. ويتحمل الوسيط المخل كل خسارة أو ضرر يلحق بالطرف المقابل في المعاملة من جراء عدم تسوية رؤوس الأموال أو تسليم السندات.

ومن خلال ما سبق ذكره، نستخلص أن نقل ملكية الأوراق المالية يتم بالقيود الدفترية أو الحسابي، حيث يلتزم المؤتمن المركزي بتحديث القيود الحسابية والمدفوعات النقدية بين الحسابات المفتوحة، عقب إتمام عملية التسوية. ويقع عليه التزام بإجراء أعمال المطابقة والمراقبة للقيود الحسابية.

وأهم المبادئ التي يقوم عليها نظام التسوية الذي يسيره المؤتمن المركزي هي:

- التسليم مقابل الدفع.
- وساطة شركة المؤتمن المركزي بين الوسطاء الماليين في تنفيذ الالتزامات الناشئة عن عمليات التداول، والمتعلقة باستلام القيم وسداد قيمتها.
- وفي الأخير يمكن القول أن الدافع الرئيسي إلى إنشاء المؤتمن المركزي على السندات الذي استحدثه المشرع سنة 2003 ، هو تشجيع وحماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة من خلال السعي إلى تحقيق الأهداف الآتية: سرعة تداول القيم المنقولة، وتقليص الفترة الزمنية اللازمة لانتقال ملكية القيم المنقولة، تقليل المخاطر الناتجة عن تسليم واستلام القيم ذات الكيانات المادية، تطبيق مبدأ التسليم مقابل الدفع.

- المحور الثالث: المتعاملون في بورصة الجزائر المنقولة.

يتمثل أهم المتعاملون الذين ينشطون على مستوى سوق القيم المنقولة في الجزائر في:

- المستثمرون (Investisseurs).

- المصدرون (Emetteurs).

- الوسطاء في عمليات البورصة.

أولاً: المستثمرون.

يوجد عناك نوعين من المستثمرين في القيم المنقولة، وهم صغار المستثمرين وكبار المستثمرين، بالنسبة لصغار المستثمرين وتمثلهم العائلات، لا تتوفر لديهم إمكانيات على الادخار بالنظر إلى القدرة الشرائية الضعيفة. وعليه لا يمكن الاعتماد عليهم من اجل ترقية البورصة، على الأقل في الوقت الراهن.

اما الفئة أخرى من المستثمرين وتتمثل في مؤسسات الاستثمار مثل هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، صناديق التقاعد و شركات التأمين إلخ، يمتلكون رؤوس أموال هامة يمكن استثمارها في الأسواق المالية. ولتحفيز هؤلاء على الدخول إلى البورصة والتعامل في مجال القيم المنقولة، لا بد من منحهم امتيازات وتسهيلات.

1- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

أسست هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في الجزائر في إطار السوق المالي، بمقتضى الأمر 96-08 المؤرخ في 10/01/1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

تهدف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة إلى تكوين حافضة للقيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير، وهي مؤهلة لجمع الادخار مهما يكن قليلا لاستثماره في السوق المالية حسب سياسة توظيف محددة.

يتمثل المدّخرون المعنيون في أولئك الذين لا يرغبون في استثمار ادخارهم مباشرة في السوق المالية، باختيار هذا السند أو ذاك، فيعهدون حينئذ بادخارهم إلى مسير محترف يقوم بتوظيف ذلك في السوق.

يمكن أن يُستثمر الادخار الذي تجمعته هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة في مختلف أنواع القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى (أسهم، سندات دين، سندات دين قابلة للتداول) والتي تصنف على أساسها هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة كما يلي¹:

- (ه.ت.ج.ق.م) ذات أسهم: % 60 من الحافظة تتكون من أسهم.
- (ه.ت.ج.ق.م) ذات سندات دين: % 60 من الحافظة تتكون من سندات دين وسندات أخرى شبيهة بها.

- (ه.ت.ج.ق.م) النقدية: % 60 من الحافظة تتكون من أدوات السوق النقدية.
- (ه.ت.ج.ق.م) المتنوعة: لا تحدد أية نسبة من السندات المحمولة في الحافظة، فهي تستند إلى مبدأ التسيير النشط للحافظة وفق الفرص التي تتيحها السوق.

أ- انواع هيئات التوظيف الجماعي:

ويميز المشرع بين نوعين من هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وهما شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير والصناديق المشتركة للتوظيف²، ولا يوجد أي فرق في طريقة عملهما، ويكمن وجه الاختلاف الوحيد في طبيعتهما القانونية³.

- تعرف شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير: بأنها شركة أسهم ذات رأس مال متغير⁴. وهدفها تسيير حافظة القيم المنقولة وسندات دين قابلة للتداول يصبح كل مستثمر يشتري أسهما مساهما وله أن يدلي برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعيات العامة، وهي تخضع لأحكام الشركات في القانون التجاري⁵.

يخول وضع المساهم لصاحبه عددا معينا من الحقوق مثل حق التصويت في الجمعيات العامة، والحق في الإعلام، والحق في أن تُدفع له حصة من الأرباح...الخ.

- ويعرف الصندوق المشترك للتوظيف بأنه: ملكية مشتركة لقيم منقولة يشترك في امتلاكه حاملي الحصص التي يتكون منها رأس مال هذا الصندوق، لا يتمتع بالشخصية المعنوية عكس شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير، ويصدر حصصا، وليس لحامل الحصص أي حق من الحقوق

1 <http://www.cosob.org/ar/relatifs-aux-opcvm>.

2 انظر المادة 1 من الامر 96-08 سابق الذكر .

3 Bulletin de la commission d'organisation et de la surveillance des opération en bourse Alger, 1999, P.9.

4 حددت طريقة وشروط تأسيسها المادتين 6 الفقرة 2 و 18 الفقرة 2 من الامر 96-08 سابق الذكر.

5 انظر المادة 2 من الامر 96-08 سابق الذكر .

المخولة للمساهم، وتتولى تسيير الصندوق المشترك للتوظيف شركة تسيير تتصرف باسم حملة الحصص وفي صالحهم دون سواهم¹.

ب- مزايا التوظيف في هيئات التوظيف الجماعي²:

وتتمثل هذه المزايا فيما يلي:

- إمكانية الشراء والبيع في أي وقت.
- الحصول من خلال الحافظة المستثمرة، على أنواع شتى من السندات.
- تسيير يقوم به محترفون.
- قواعد استثمار واضحة تنوع المخاطر
- توجيه التوظيف منصوص عليه في وثيقة الإعلام بالمنتج (البيان الإعلامي).
- إطار قانوني وتنظيمي مأمون فيما يخص المكتتبين، وذلك بفضل آلية المراقبة الموضوعة.

ج- تأسيس هيئات التوظيف الجماعي:

يتطلب تأسيس شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير في البداية إيداع مؤسسيها ملف اعتماد لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها³، ويتضمن محتوى ملف الاعتماد خصوصا ما يلي:

- مشروع القانون الأساسي للشركة.
- الموارد المالية، البشرية والتقنية المخصصة لهذه الشركة.
- الميزانيات وحسابات الاستغلال.
- وثائق الإعلام المنشورة من طرف الشركة.
- تقوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، بعد دراسة الملف وخلال مدة لا تتجاوز شهرين من استلامه بقبول أو رفض منح الاعتماد. وفي حالة القبول، يلتزم مؤسسو الشركة بمجموعة من الإجراءات للقيام بها وهي⁴:

- إيداع نسخة من القانون الأساسي لدى المركز الوطني للسجل التجاري.
- نشر مذكرة إعلامية في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية.

1 حسب المادة 13 من نفس الامر.

2 <http://www.cosob.org/ar/relatifs-aux-opcvm>.

3 انظر المادة 5 من نظام اللجنة رقم 97-04 سابق الذكر.

4 Guide des organismes de placement collectif en v mobilières COSOB, Novembre 1997, p.40..

- إيداع نسخة من شهادة الدفع التي تقر بإيداع رأس مال لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- إيداع نسخة عن تقرير تقييم المساهمات العينية الذي يحرره مندوب الحسابات لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

في حالة إخلال مؤسسو الشركة بالالتزامات والواجبات السابقة الذكر أو عدم إتمامها على أكمل وجه خلال فترة أقصاها ثلاثة (3) اشهر ابتداء من تاريخ الحصول على الاعتماد، يصبح هذا الأخير باطلا¹.

بينما يتطلب تأسيس الصندوق المشترك للتوظيف على غرار شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، إلا بموافقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تمنح الاعتماد إلى الصندوق بعد دراسة مشروع النظام المحرر بمبادرة المسير والمؤسسة المؤتمنة² المقدم لها، ويجب أن يتضمن هذا المشروع على الأقل المعلومات التالية:

- اسم المسير والمؤسسة المؤتمنة.
- سياسة التوظيف للصندوق المشترك للتوظيف لا سيما الأهداف الخاصة والمعايير التي تستوحى منها.

- طرق و دورية حساب القيمة التصفوية.

- مبلغ رأس المال الأصلي.

- طرق الإصدار وإعادة شراء الحصص.

- المبلغ الأقصى لعمولات الاكتتاب وإعادة شراء الحصص.

- المبلغ الأقصى لمصاريف التسيير.

- طرق توزيع النتائج والمدخيل.

- طرق تعديل النظام.

- طرق انحلال، تصفية وإعادة تكوين الصندوق المشترك للتوظيف.

نسخة من القوانين الأساسية للمسير والمؤسسة المؤتمنة ونسخة من شهادات التسجيل التجاري.

1 حسب المادة 22 من نظام اللجنة 97-04 سابق الذكر.

2 المؤسسة المؤتمنة هي حسب المادة 36 من القانون 96-08 السابق مؤسسة تتولى حراسة اصول هيئات التوظيف الجماعي تختار على اساس قائمة اشخاص معنويين يحددها الوزير المكلف بالمالية، وعلى هيئات التوظيف الجماعي ان تعين هذه المؤسسة ضمن قوانينها الاساسية.

وبعد الحصول على الاعتماد تحرر حصص الصندوق كليا، ويتوجب على المسير: القيام
بالإجراءات التالية¹:

- نشر ملخص للملف المودع لدى المركز الوطني للسجل التجاري في إحدى الجرائد المؤهلة
لقبول الإعلانات القانونية.

- تقديم نسخة من شهادات الإيداع المسلمة من طرف المؤسسة المؤتمنة إلى لجنة تنظيم ومراقبة
عمليات البورصة في أجل أقصاه ثلاثة (03) أشهر.

- تقديم نسخة عن تقرير تقييم المساهمات العينية المحررة من طرف مندوب الحسابات إلى اللجنة
وذلك في أجل أقصاه ثلاثة (03) أشهر وإلا سحب الاعتماد.

د- مراقبة هيئات التوظيف الجماعي:

تتولى مراقبة هيئات التوظيف الجماعي هيئتان هما:

* المؤسسة المؤتمنة لهيئات التوظيف الجماعي التي تراقب قانونية أعمال التسيير، ومحافظ
الحسابات المكلف بالتصديق على الكشوف المالية.

* لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي يمكن أن تأمر في أي وقت بمهام التفتيش والتحقق
في نشاط هيئات التوظيف الجماعي، كما تقوم بزيادة على ذلك بمراقبة المعلومات
التي تنشرها هيئات التوظيف الجماعي هذه على الجمهور.

هـ- واجبات هيئات التوظيف الجماعي في الإعلام²:

يتعين على هيئات التوظيف الجماعي في الإعلام أن تضع تحت تصرف المساهمين فيها
وحملة الحصص، الكشوف المالية لنهاية السنة المالية، جدول حساب النتائج، الكشوف الملحقة
والتقرير عن التسيير الذي يبين سياسة التسيير والنتائج المسجلة، ويمكن أن ترسل هذه الوثائق
إلى المعنيين بناء على طلبهم.

كما يتعين على هيئات التوظيف الجماعي في الإعلام أن تعلم بواسطة البريد أو البلاغات
الصحفية المساهمين فيها أو حملة الحصص، بكل تغيير أو فعل يؤثر في تسييرها أو في حياتها
عموما. وعلى سبيل المثال، يمكن ذكر تغيير المسير، والمؤتمن، والشروع في عملية دمج.

1 انظر المواد 21، 22، 23 من نظام اللجنة 97-04 سابق الذكر.

2 المادة 46 من الامر 96-08 سابق الذكر.

ثانياً: المصدرون.

وهم أشخاص معنويون، يتدخلون في البورصة من خلال عملية إصدار القيم المنقولة . الهدف من التدخل هو استقطاب رؤوس الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتهم المتعددة وذلك عن طريق اللجوء علنا للاذخار العمومي، تتمثل هذه الأشخاص المعنوية في:

- الدولة، وتأتي في المرتبة الأولى من حيث طلب الحصول على الأموال، وتتدخل الدولة في السوق المالي، بهدف تمويل العجز المالي الناتج عن عدم كفاية الإيرادات الجبائية، والموارد الأخرى لتغطية التكاليف، أو كذلك من أجل تحقيق تمويل المشاريع ذات الطابع العام والمنفعة العامة مثل بناء الهياكل القاعدية، المدارس، المستشفيات ...الخ.

- الهيئات العمومية والخاصة التي تهدف إلى رفع رأس مالها أو إلى تمويل احتياجاتها في مجال الاستثمار أو الاستغلال، كما يمكن أن يكون الهدف من وراء هذا التدخل لتمويل مشاريع الإنعاش الاقتصادي.

إن الدخول إلى البورصة ليس من حق أي شركة، وإنما هو حق لا تتمتع به إلا الشركات التي تتوفر فيها جملة من الشروط ذات الطابع العام والخاص وتضمن شفافية وفعالية السوق المالية، وكذلك يجب اتخاذ إجراءات معينة كي يصبح الدخول إلى البورصة صحيحاً قانوناً. لذا نتناول، الشروط القيد واجراءاته، ثم إجراءات الإدخال.

1- شروط القيد واجراءاته.

يتطلب القانون الجزائري توافر جملة من الشروط لقيد أو إدراج الأوراق المالية التي تطرحها شركات المساهمة في البورصة حتى يتم التعامل، كما يتطلب اتخاذ مجموعة من الإجراءات من أجل القيد.

1-1 شروط القيد: سنتناول هنا الشروط العامة للقيد، ثم الشروط الخاصة لذلك.

أ- **الشروط العامة للقيد:** حسب نظام لجنة عمليات البورصة رقم 03/97 مؤرخ في 1997/11/18¹، المعدل بنظام اللجنة رقم 01/12 المؤرخ في 2012/11/18 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة²، يشترط لقبول تداول القيم المنقولة التي تطرحها شركات المساهمة في البورصة من جهة:

1 الجريدة الرسمية عدد 87 الصادرة بتاريخ 1997/12/29.

2 الجريدة الرسمية عدد 41، الصادرة بتاريخ 2012/07/15

- أن تكون الشركة التي تطلب قبول سنداتها في عمليات التداول في البورصة والمصدرة لهذه الأوراق شركة مساهمة سواء كانت عامة أو خاصة¹.
- أن تقدم طلب القبول مرفق بملف القيد².
- أن تعين وسيطا في عمليات البورصة يكلف بمتابعة إجراءات القبول والادخال³.
- أن تثبت الشركة إيداع سنداتها لدى المؤتمر المركزي⁴ على السندات قبل الادخال في البورصة⁵.
- أن تقدم الشركة مذكرة إعلامية⁶ مؤشرة من طرف لجنة عمليات البورصة⁷.
- أن تقوم الشركة بنشر الكشوف مالية مصادق عليها لسنتين ماليتين سابقتين للسنة التي تم فيها طلب قبول⁸.
- أن تقدم الشركة أو المؤسسة تقرير تقييمي لأصولها يتولى إنجازه خبير من الخبراء المحاسبين الجزائريين غير محاسب الشركة⁹.
- أن تثبت الشركة صاحبة الطلب وجود هيئة مراجعة داخلية، وأن تكون موضوع تقييم محافظ الحسابات في تقريره بشأن الرقابة الداخلية للمؤسسة، وفي حالة عدم وجودها يتعين على الشركة أن تلتزم بتنصيب هذه الهيئة خلال السنة المالية التي تلي قبول سنداتها في التداول في البورصة¹⁰.

1 المادة 30 من نظام اللجنة 03/97 سابق الذكر.

2 المادة 16 من نفس النظام.

3 المادة 3 من نظام اللجنة 01/12 سابق الذكر.

4 حسب المادة 19 مكرر 2 من نظام اللجنة 01/12 السابق، فإن المؤتمر المركزي على السندات هو هيئة يؤسس في شكل شركة ذات اسهم، تتمثل مهامه التمكين من تسوية العمليات المبرمة في سوق البورصة وحفظ السندات ومتابعة حركتها واجراء الترقيم القانوني لها، وفتح الحسابات باسم المتدخلين، ونشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

5 المادة 3 من نظام اللجنة 01/12 سابق الذكر.

6 حددت مضمون هذه المذكرة المادة 3 من نظام اللجنة رقم 02/96 الصادر بتاريخ 22 جويلية 1996 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجا علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة، الجريدة الرسمية عدد 36، الصادرة بتاريخ 1997/07/01.

7 المادة 2 من نظام اللجنة 01/12 سابق الذكر.

8 المادة 31 من نظام اللجنة 03/97 سابق الذكر.

9 المادة 32 من نفس النظام.

10 المادة 36 من نفس النظام.

- وأن تكون الشركة قد حققت ربحاً خلال السنة السابقة للطلب¹.
- إذا كانت الشركة قد قامت بالتنازل عن عناصر أصول قبل القيد في البورصة فعليها إعلام شركة إدارة البورصة بذلك².

ب- **الشروط الخاصة للقيد:** الشروط الخاصة وهي المتعلقة بطبيعة القيم المنقولة المراد قيدها في البورصة، فبالنسبة للأسهم يشترط أن لا يقل رأس مال الشركة المساهمة الذي تم وفاءه عن عن (500.000.00) دج خمس مائة مليون دينار جزائري محررة، وأن يتم توزيع ما نسبته 20% على الأقل من رأس مال الشركة على الجمهور للاكتتاب فيه³.

كما يشترط أن يتم توزيع رأس مال الشركة على عدد لا يقل عن ثلاثة مائة مساهم على الأقل في أجل لا يتعدى يوم الإدخال أو القيد في البورصة⁴. أما بالنسبة لسندات الدين يجب أن تكون موزعة على الأقل بين مائة وخمسون (150) حائز وذلك يوم إدراجها في البورصة⁵.

1-2 إجراءات القيد (القبول): تعتبر القواعد الإجرائية للقيد في البورصة قواعد صادرة عن كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها⁶، وأخرى صادرة عن شركة تسيير بورصة القيم، وتسعى الشركة التي تتوافر فيها شروط القيد المذكورة سابقاً، للحصول على قبول اللجنة لقيد قيمها المنقولة في البورصة والتي يجب عليها تكوين وتقديم ملف القيد ثم التأشير على المذكرة الإعلامية من قبل اللجنة وصدور قرار بقبول القيد وأخيراً إبرام اتفاقية القيد مع شركة تسيير البورصة.

أ- **تكوين ملف القيد:** حسب المادة 26 من نظام اللجنة 03/97 السابق، يجب ان تودع الشركة الراغبة في قيد قيمها المنقولة في البورصة طلباً لدى اللجنة مرفقاً بملف يتضمن الوثائق القانونية

1 المادة 34 من نفس النظام.

2 المادة 35 من نفس النظام.

3 المادة 7 من نظام اللجنة 01/12 سابق الذكر.

4 المادة 8 من نفس النظام.

5 المادة 46 من نظام اللجنة 03/97 سابق الذكر.

6 لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هي حسب المادة 3 و20 من المرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 1993/05/23 (الجريدة الرسمية عدد 34، الصادرة بتاريخ 1993/05/23)، المعدل بالقانون 04/03 المؤرخ في 2003/02/17 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية عدد 11، الصادرة بتاريخ 2003/02/19): سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تتولى تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

والاقتصادية والمالية والمحاسبية للشركة، وقد احوالت هذه المادة في تحديد هذه الوثائق الى تعليمية تصدرها اللجنة، هذه الأخيرة أصدرت التعليمية رقم 01/98¹ والتي حددت من خلالها هذه الوثائق. بالرجوع الى هذه التعليمية نجد ان هذه الوثائق تختلف باختلاف القيم المرغوب قيدها إذ كانت سندات رأس مال أو سندات دين، وهو ما نصت عليه كذلك المادة 2 من النظام رقم 01/12 سابق الذكر، وتتمثل هذه الملفات فيما يلي:

- **ملف طلب قيد سندات رأس المال:** نصت اللجنة على محتوى ملف طلب قيد سندات الرأسمال في المادة 26 من نظام اللجنة رقم 03/97 والمادة 2 من التعليمية 01/98 السابق الذكر وهي كما يلي:

* **وثائق عامة:** تتضمن ما يلي²:

- طلب قيد سندات رأس المال في البورصة يحرره ويوقعه الممثل الشرعي للشركة.
- معلومات خاصة بالشركة: تسميتها، شكلها القانوني، رأس مالها، عدد الشركاء فيها.
- معلومات عن تسجيل الشركة بالسجل التجاري، تاريخ القيد، رقم القيد، يثبتها مستخرج من السجل التجاري الصادر عن المركز الوطني للسجل التجاري، ونسخة من النشرة الرسمية للإعلانات القانونية لدى السجل التجاري.
- معلومات عن الأوراق المالية محل القيد: نوعها وعددها، السعر المقترح لإدخالها.
- وصفا عاما عن نشاط الشركة وفروعها إذا وجد لها فروع.
- مشروع المذكرة الإعلامية المعدة وفقا لتعليمات اللجنة.
- تعهد باحترام الشركة لقواعد السوق.
- قائمة تعريف بمسيري الشركة، أعضاء مجلس إدارتها، أعضاء مجلس الرقابة، مجلس المحاسبة، وكل من يشغل وظيفة هامة داخل الشركة، تحدد القائمة أسماء ورتب والمؤهلات العلمية لكل منهم، مع ذكر الوظائف التي يشغلها هؤلاء خارج الشركة إن وجدت.
- قائمة بالمؤسسات التي تقدم الخدمات المالية للشركة.

1 تعليمية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أفريل 1998 المتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، غير منشور. انظر الموقع <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=163>.

2 نواره حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، (رسالة دكتوراه)، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، د س ج، ص.366.

*** وثائق تتضمن معلومات عن رأسمال الشركة: تتضمن ما يلي¹:**

- بيان بمصدر رأسمال الشركة وتطوره منذ نشأتها وكل الزيادات والتخفيضات التي طرأت عليه، مرفقا بجدول يظهر رسملة الشركة la capitalisation de la société محدد القيمة الاسمية لكل صنف من قيم الشركة وقت طلب القيد.

- إذا كانت الشركة ممن أقدمت على إصدار أسهم عليها ذكرها مرفقة بالوثائق المثبتة لها ولكل العمليات التي قامت بها خلال السنوات الثلاث التي تسبق طلب القيد، بما فيها عدد الأسهم المصدرة، تاريخ الإصدار، قيمة الإصدار ونتائج الإصدار.

- عدد الأسهم المعنية بالإدخال في البورصة.

- لائحة تعرف بالمساهمين المهنيين في الشركة الذين يمتلكون نسبة تفوق 5% من الأسهم ويعدد أسهمهم وقيمتها السوقية والاسمية.

- وصف الحقوق والالتزامات المرفقة بالأسهم محل الإدخال.

- تقارير توزيع الأرباح، كيفية توزيعها ومقاديرها.

- عدد المساهمين الذين يملكون الأسهم المعنية بالإدخال.

- شهادة توزيع أسهم الشركة في تاريخ تقديم طلب القيد.

*** وثائق اقتصادية ومالية: وتتمثل فيما يلي²:**

- بيان بالنشاط الصناعي والتجاري للشركة وتطوره منذ تأسيسها إلى غاية تاريخ طلب القيد.

- تنظيم الشركة وهيكلتها وإعادة هيكلتها إن حصلت.

- درجة المنافسة التي تخضع لها الشركة وموقعها بين الشركات المنافسة.

- بيان بالوضعية المالية للشركة لمدة ثلاث سنوات قبل الطلب، مرفق بجدول مقارنة بمحاسبة الشركة خلال هذه المدة.

- نسختان من حسابات الشركة مرفق بمحاضر الشركة وتقارير محافظ الحسابات.

- وثائق تبرر ديون الشركة إن وجدت وسبل اقتراضها، سواء عن طريق السوق المالية بطرح السندات أو عن طريق المصارف مع وصف دقيق لكلتا الحالتين.

1 المرجع نفسه، ص.366.

2 نوارة حملي، المرجع السابق، ص.367.

- الوضعية الجبائية للشركة مرفقة بملاحق تبين التصريحات الضريبية للسنوات الثلاث التي تسبق تاريخ القيد.

- وصف شامل لمال التمويل الذي ستحصل عليه الشركة نتيجة قيدها في البورصة.

*** الوثائق القانونية: وتتمثل فيما يلي¹:**

- نسختان من القانون الأساسي للشركة مرفقة بتعديلاتها، والتصديق عليها.
- نسختان من شهادات التسجيل بالسجل التجاري:
- فسخ من تقارير الجمعية التأسيسية، الجمعية العامة العادية وغير العادية للشركة التي قررت فتح رأسمالها للجمهور ورفقة بمداولات مجلس الإدارة.
- نسختان من قرار مجلس الإدارة الذي يرخص بواسطته إدخال القيم في البورصة.
- عينتين من شهادات الأسهم المراد إدخالها في البورصة.
- نسختان من كل وثيقة تثبت وضعية الشركة اتجاه كل من صندوق الضمان الاجتماعي وصندوق التقاعد، وكذا اتجاه الضرائب.
- نسخة من كل العقود المهنية التي تبرمها الشركة والتي تخرج عن إطار نشاطها المؤلف.
- **ملف طلب قيد سندات الدين:** يتضمن ملف طلب قيد سندات الدين إضافة إلى الوثائق السابق ذكرها أعلاه ووثائق خاصة تتمثل فيما يلي²:
- نموذج عن سند الدين المطلوب قيده.
- التاريخ المزمع للإدخال والذي رخص به مجلس إدارة الشركة.
- نسخة من كل عقد قرض أبرمته الشركة أو عقد رهن رسمي أو أي عقد آخر محرر من قبل الموثق يثبت مديونية الشركة.
- بيان بعدد وقيمة سندات الدين، تاريخ طرحها وتاريخ استحقاقها.
- بيان بقيمة سندات الدين المطروحة والتي تم تسديدها.
- دراسة تبين تاريخ استحقاق السندات المرغوب قيدها، الفوائد الاسمية المقترحة كيفية التسديد ومكانه وعملة الوفاء.
- دراسة تبين الناتج الخام المتوقع الحصول عليه من عملية قيد السندات.

1 نواة حمليل، المرجع نفسه، ص.368.

2 نفس المرجع، ص.368..

- شهادة توظيف السندات التي يحررها المختص بالعملية.
- ألزمت اللجنة الهيئات المحلية التي تطلب قيد سندات الدين التي تطرحها بإعلام شركة تسيير بورصة القيم بحجم السندات المطروحة في السوق.

وفي الأخير تلتزم الشركة التي تطلب قبول قيمتها المنقولة في البورصة أن ترسل للجنة كل البلاغات والإعلانات ذات الطابع المالي والنشرات التي تتولى الشركة توزيعها وكل وثيقة للإعلام الاقتصادي والمالي، كما يتعين عليها الحصول على تصديق اللجنة لتوزيع هذه الوثائق خلال مرحلة تقييم ملف القبول، كما عليها أن ترفع إلى علم اللجنة كل تعديل يطرأ على عنصر من العناصر المكونة لملف القبول¹.

ب- **التأشير على المذكرة الإعلامية من قبل اللجنة:** تنص المادة 2 من النظام رقم 01/12 السابق، على إلزام الشركة التي ترغب في قيد قيمتها المنقولة في البورصة، أن تودع مذكرة إعلامية لدى اللجنة لتأشير عليها²، وحصر المشرع هذا الالتزام على الشركات فحسب ليكون بذلك قد اعفى الدولة والجماعات المحلية من إعداد ونشر المذكرة الإعلامية. الأمر الذي أصبح يتعارض مع ما هو وارد بنص المادة الثالثة من النظام رقم 02/96 السابق وكذا المادة الأولى من تعليمية اللجنة رقم 01/98 سابق الذكر والتي يفهم منها إن الهيئات المحلية ليست مستثناة من إعداد المذكرة الإعلامية، حيث نصت والتي تنص المادة 3 من النظام 02/96 على ما يلي: " على كل شركة او مؤسسة عمومية تقوم بإصدار قيم منقولة باللجوء العلني للادخار، وضع مذكرة ترمي الى اعلام الجمهور، تتضمن هذه المذكرة العناصر الإعلامية التي من شأنها ان تمكن المستثمر من اتخاذ قراره عن دراية. كما تنص المادة 1 من تعليمية اللجنة 01/98 السابقة على ما يلي: "تقوم الجماعات المحلية عند إصدارها سندات عن طريق اللجوء العلني للادخار بوضع بيان إعلامي يصف العملية المزعم إنجازها، يوضع هذا البيان تحت تصرف الجمهور بمقر الجماعات المحلية المصدرة، ويودع لدى اللجنة على سبيل الإعلام"³.

1 المادتين 25، 28 من النظام رقم 97-03 السابق ذكره.

2 تنص الفقرتين 2 و3 من المادة 30 من النظام رقم 97-03 سابق ذكره على ما يلي: "يجب على كل شركة تطلب قبول سنداتها للتداول في البورصة، أن تنشر مسبقاً مذكرة يجب أن توضح لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها على هذه المذكرة من قبل نشرها".

3 نوارة حمليل، المرجع السابق، ص.369.

هذا ويجب ان تتضمن المذكرة معلومات عن تقديم مصدر القيم المنقولة وتنظيمه، وعن وضعيته المالية، وعن تطور نشاطها، وعن موضوع العملية المزمع إنجازها وخصائصها¹. كما اشترط المشرع في الأخير ان تؤرخ هذه المذكرة ويوقع عليها للممثل الشرعي للمصدر وتودع رفقة ملف القيد امام لجنة تسيير ومراقبة البورصة قبل شهرين على الأقل من التاريخ المقرر للإصدار². ويمكن للجنة وقبل التأشير على المذكرة الإعلامية وان اقتضت حماية المستثمر ذلك، ان تطلب توضيح للمعلومات المقدمة من حيث التعديل او الاتمام او التحيين³.

كما يمكن للجنة ان ترفض منح تأشيرتها على المذكرة الإعلامية للأسباب التالية⁴:

- اذا كانت المذكرة الإعلامية غير مطابقة لأنظمة اللجنة وتعليماتها.
- اذا كانت المذكرة غير مرفقة بالوثائق المنصوص عليها في أنظمة اللجنة.
- اذا كانت المذكرة غير مكتملة او غير صحيحة فيما يخص بعض النقاط او اذا اهملت ذكر وقائع من اللازم الإشارة اليها في المذكرة.
- اذا كانت الطلبات الخاصة بتعديلات المذكرة المبلغة من طرف اللجنة غير مرضية.
- اذا كانت حماية المدخر تقتضي ذلك.

ويجب على اللجنة في هذه الحالة ان تقوم بأعلام المصدر بذلك في وقت مناسب، كما يمكن للجنة ان تبدي رايها من جديد حول مشروع المذكرة بناء على المعلومات الجديدة التي يمكن ان يقدمها الطرف المصدر⁵.

كما يجب على المصدر وفي حالة التأشير على المذكرة الإعلامية من طرف اللجنة، نشر بيان اعلامي يتضمن ملخص حول ما ورد ذكره في المذكرة الإعلامية، مع الإشارة الى رقم التأشير للمذكرة الإعلامية، ثم يؤرخ البيان ويوقع عليه من طرف الممثل الشرعي للمصدر⁶. في الأخير استوجب المشرع على الجهة المصدرة ان توضع المذكرة الإعلامية والبيان تحت تصرف الجمهور في مركز المؤسسة المصدرة ولدى الوسطاء الماليين المكلفين من طرف المصدر لمتابعة إجراءات الادخال المعينين من طرف المصدر⁷.

1 المادة 3 من نظام اللجنة 02/96 سابق الذكر.

2 المادة 4 من نفس النظام.

3 المادة 5 من نفس النظام.

4 المادة 6 من نظام اللجنة رقم 02/96 سابق الذكر.

5 المادة 6 الفقرة الأخيرة من نفس النظام.

6 المادة 7 من نفس النظام.

7 المادة 11 من نفس النظام.

ج- صدور قرار بقبول القيد: بعد إيداع طلب القيد رفقة الملف، منح المشرع للجنة البورصة أجل شهرين من تاريخ تسليم ملف طلب القيد الى شركة تسيير بورصة القيم من الشركة طالبة الإدخال لاتخاذ قرارها¹، وترد اللجنة على الطلب إذا استوفى الملف كل الشروط القانونية والتنظيمية اللازمة بإصدار مقرر بقبول قيد القيم المنقولة للشركة في البورصة وترسل نسخة منه الى شركة تسيير بورصة القيم² من اجل نشره في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة، ويمكن للجنة قبل ان تتخذ قرارها بشأن الطلب، ان تطلب معلومات تكميلية من الشركة طالبة الإدخال في مهلة شهر الذي يلي استلام الطلب. هذا وقد حددت مدة صلاحية مقرر القبول بأربعة أشهر من تاريخ صدوره قابله للتمديد بطلب من الشركة العارضة³، ويجب على الشركة المباشرة في إجراءات الإدخال قبل انتهاء هذا الأجل وإلا اضطرت إلى إعادة ملف طلب القيد بغرض تحيينه، ويمكن القول بأن هذه المدة معقولة، فهي من جهة كافية لإتمام باقي إجراءات الإدخال ومن جهة أخرى ضرورية لتحيين ملف الشركة التي قد تطرأ عليها تطورات من تاريخ إيداع ملفها لدى اللجنة⁴.

كما يمكن للجنة من جهة اخرى ان رفض كل طلب قيد في بورصة إذا كان في ذلك مخالفا لمصلحة السوق والمدخرين، حسب ما نصت عليه المادة 29 من نفس النظام.

وهنا يثور تساؤل في هذا الصدد حول مدى قابلية قرار رفض القيد للطعن، سواء الداخلي أمام اللجنة أو الطعن القضائي أمام الجهات القضائية؟

إن الطعن الداخلي لدى اللجنة أمر غير وارد، نظرا لطبيعة النزاع الذي يخرج عن اختصاصات الغرفة التحكيمية للجنة، كونه ليس بنزاع تقني ولا وجود لوسيط كطرف فيه، يبقى البحث عن إمكانية الطعن أمام الجهات القضائية، فهل يمكن قياس قرار رفض طلب الإدخال على قرار رفض اعتماد الوسطاء، والقول بإمكانية الطعن حسب ما قرره المادة 9 من المرسوم

1 يعتبر الاجل الممنوح للجنة للرد على طلب القيد في بورصة القيم المنقولة (شهرين) أجل طويل بالنظر إلى طبيعة العملية التي تقتضي السرعة، فالشركة المرشحة للقيد قد سطرت سياسة استثمار يجب أن تنفذها في أقرب الآجال وإلا فقدت أو انتقصت أهميتها، لهذه الأسباب أو لغيرها اختصرت لجنة السوق المالية الفرنسية هذا الأجل في عشرين يوم فقط. انظر نوارة حمليل، المرجع السابق، ص.370.

2 حسب المادة 15 من المرسوم التشريعي 10/93 سابق الذكر، تتولى هذه الشركة إدارة وتسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة، وهي يكتسي شكل شركة مساهمة.

3 المادة 22 من نظام لجنة البورصة رقم 03/97 سابق الذكر.

4 نوارة حمليل، المرجع السابق، ص.370.

التشريعي رقم 93-10¹، أم أنه قرار لا يقبل أي طعن بصفته صادرا عن الهيئة العليا للسوق المالية وهي الأكثر دراية بمقتضيات هذه السوق ومصالحها، فما على الشركة إلا إعادة الطلب وفقا لتعليمات اللجنة. أرى أن الرأي الثاني هو الأقرب للصواب نظرا لصلاحيه الرقابة السابقة التي تتمتع بها اللجنة².

د- إبرام اتفاقية القيد مع شركة تسيير البورصة: تلتزم الشركة التي حصلت على موافقة اللجنة على طابعها المتضمن قيد قيمتها المنقولة في البورصة، بإيداع نسخة من طلب القبول مرفقا بالمذكرة الإعلامية المؤشر عليها لدى شركة تسيير بورصة القيم، لتبرم الشركة اتفاقية التسجيل معها بواسطة وسيط معتمد، تحدد هذه الاتفاقية تاريخ الإدخال وسعره والإجراء المناسب لذلك.

لا تتمتع الشركة المرشحة للقيد بحرية تامة في التعاقد مع شركة تسيير بورصة القيم، فالاتفاقية المبرمة معها تعتبر بمثابة عقد إذعان لأنها تحتكر نشاط القيد في البورصة احتكارا قانونيا يمكنها من فرض شروطها على المستثمر دون مناقشتها، وتتمتع الشركة بهذا الاحتكار بحكم كفاءتها وتخصصها في هذا المجال، فهي تسعى من وراء فرض إجراءات محددة مسبقا إلى تحقيق السياسة العامة للدولة في مجال السوق المالية، وحماية السوق من نفسها عن طريق تركيز سلطة الإدخال لديها³.

ويكون التسجيل على نوعين حددتهما شركة البورصة شروط وإجراءات التسجيل لديها مسبقا بموجب قرارها رقم 401/98⁴، وميز هذا القرار بين نوعين من التسجيلات وهما:

1- التسجيل الأولي *Inscription initiale*: خاص بالشركة التي ترغب في إدخال قيمها المنقولة في البورصة لأول مرة.

2- التسجيل الإضافي *Inscription additionnelle*: خاص بالشركة التي سبق لها أن قيدت قيمتها في البورصة⁵.

1 المرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 10/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 34، الصادرة بتاريخ 1993/05/23.

2 نوارة حمليل، المرجع نفسه، ص.371.

3 نوارة حمليل، المرجع السابق، ص.371.

4 القرار الصادر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 01-98، المؤرخ في 30 مارس 1998 والمتضمن ضبط إجراءات إدخال القيم المنقولة والمعلومات الواجب نشرها، المعدل والمتمم بموجب القرار رقم 05/99، المؤرخ في 22 جويلية 1999.

5 نوارة حمليل، المرجع نفسه، ص.371.

2- إجراءات الإدخال:

تحدد الاتفاقية المبرمة بين الشركة طالبة القيد وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، إجراء الإدخال المناسب للشركة، يتم الاتفاق على أحد الإجراءات الثلاث التي نصت عليها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها¹، وهي: الإجراء العادي، وإجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى، وإجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت.

ويتم اللجوء إلى إجراءات العرض العمومي للبيع في حالتين: حالة الشركة التي ترغب في قيد قيمتها لأول مرة في البورصة وهو ما يعرف بالتسعيرة الأولى، أو الحالة التي ترغب فيها الشركة إعادة تصنيف قيمتها المقيدة في البورصة².

يعد العرض العمومي لبيع القيم المنقولة في البورصة، إجراء تقني ومعقد، يطبق على الخصوص على قيم الشركة المطروحة لأول مرة في البورصة، أو بمناسبة خوصصة المؤسسة العمومية الاقتصادية عن طريق السوق المالية، حيث تبحث الشركة من خلال هذا العرض عن مستثمرين يقبلون التعاقد معها بشراء قيمها المطروحة وفقا لشروط السوق وليس وفق مبدأ التراضي.

أ- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت: وهو الإجراء الذي بموجبه يتم وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر ثابت محدد سلفا³، حيث تنتشر شركة تسيير بورصة القيم بيانا إعلاميا في النشرة الرسمية للتسعيرة، تعلن فيه عن الإدخال عن طريق العرض العمومي بسعر ثابت، تتضمن هذه النشرة جميع بيانات العملية وإجراءاتها، منها عدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور، السعر القار المقترح، كما تتضمن شروط قبول وتبليغ أوامر الشراء إلى شركة البورصة، وكيفية توزيعها بين الأمرين إذا اقتضى الأمر ذلك والشروط الخاصة بالإدخال⁴.

1 المواد من 56 الى 68 من نظام اللجنة 03/97 سابق الذكر.

2 نوارة حمليل، المرجع السابق، ص.373.

3 المادة 64 من نظام اللجنة رقم 97-03 سابق الذكر.

4 المادة 65 من نفس النظام.

يودع الوسطاء في عمليات البورصة أوامر الشراء التي تلقوها من طرف زبائنهم لدى شركة تسيير البورصة، ولا تقبل هذه الأخيرة إلا أوامر الشراء المحصورة في سعر العرض، إذا حظي العرض باستجابة فان سعر التداول يكون نفسه السعر المقترح في العرض¹.

يمكن للشركة المصدرة الاتفاق مع شركة تسيير بورصة القيم إجراء عرض عمومي للبيع بسعر أسمي محدود، على أن تكون أوامر الشراء المقبولة اسمية، في هذه الحالة لا يجوز لمشتري واحد إصدار أكثر من أمر، كما يمكن للشركة المصدرة الاتفاق مع شركة تسيير بورصة القيم على أوامر الشراء على فئات متفاوتة تبعا لكميات السندات المطلوبة وتبعا لصفة الأمرين².

ب- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى: هو الإجراء المتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر أدنى يقبل به المتدخلون للتنازل عنها³. ففي ظل هذا الإجراء يتم قبول الأوامر بسعر محدد فقط دون غيرها من طرف شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، شريطة أن يبقى ضمن هامش أعلى بسعر معقول مقارنة بسعر العرض الأدنى.

ويتم العمل في ظل هذا الإجراء من خلال تحديد في بيان الإدخال عن طريق العرض العمومي للبيع بسعر أدنى، شروط قبول وتبليغ أوامر الشراء إلى شركة إدارة بورصة القيم وعدد الأسهم المعروضة للجمهور من قبل المدخلين والسعر الأدنى الذي يقبل به هؤلاء للتنازل عنها وكيفيات توزيع الأسهم على الأمرين وعدد الضرورة شروط الإدخال الخاصة، وبعد ذلك تقوم شركة إدارة بورصة القيم المنقولة بجمع كل أوامر الشراء المرسلة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة وتقوم بفرزها، ولا يتم قبول إلا أوامر الشراء ذات السعر المحدد. وإذا حظي العرض بالاستجابة، فان سعر الإدخال يكون موافقا لحد آخر أمر مدفوع لهذا السعر الوحيد. وما تجدر الإشارة إليه أخيرا انه يحق لشركة إدارة بورصة القيم المنقولة إلغاء الأوامر التي يتعدى حدها بصورة غير عادية عن العرض الأدنى، ويتم الاتفاق بين شركة إدارة البورصة والمدخل على تحديد الفارق الأقصى لحدي السعر الذي يتم توزيع الأوامر داخله بعد تطبيق معامل تخفيض عند الاقتضاء⁴.

1 المادة 66 من نفس النظام.

2 نواة حمليل، المرجع السابق، ص377.

3 المادة 59 من نظام اللجنة رقم 97-03 السابق تكره.

4 فتاحي محمد، المرجع السابق، ص.185، 186.

ج- **الإجراء العادي:** يعرف هذا الإجراء بتسمية أخرى هي التسعيرة المباشرة، يسمح لشركة ادره بورصة القيم إن تسجل مباشرة في جدول الأسعار القيمة المتفق عليها مع الشركة الراغبة في القيد وذلك وفقا لشروط السوق، وهذا ما نصت عليه المادة 56 من النظام رقم 03-97 سالف الذكر. ويتم اللجوء إلى هذا الإجراء في حالات هي:

- إدخال قيم مثلية للسندات التي سبق تحديد سعرها¹.
- إدخال سندات الدين الصادرة عن شركات الأسهم².
- القيم المثلية للسندات التي سبق تسعيرها بالنسبة إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي سبق توظيفها لدى المستثمرين المؤسساتيين، وكذا سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية³.

وتشترط شركة تسيير بورصة القيم المنقولة لاعتماد هذا الإجراء، أن يوزع رأسمال الشركة الراغبة في القيد بين الجمهور بشكل كاف إذا تعلق الأمر بالحالة الثانية المذكورة أعلاه، أما إذا كانت لسندات تقيد في البورصة لأول مرة فيكون سعر الإدخال هو السعر المرجعي الذي يحدده المصدر⁴.

ثالثا: الوسطاء في عمليات البورصة.

خصص المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 و المتعلق ببورصة القيم المتداولة مهمة التفاوض في القيم المنقولة لأعوان مختصين ذوي خبرة في مجال الأوراق المالية يدعون بالوسطاء في عمليات البورصة حيث تنص المادة 05 من المرسوم التشريعي السابق الذكر على أنه: "لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيما منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة".

يعني هذا أن عمليتا البيع و الشراء للقيم المنقولة من أسهم و سندات داخل البورصة لا تتم إلا بالحضور الإجمالي لهؤلاء الوسطاء.

1 نوارة حمليل، المرجع السابق، ص.374.

2 المادة 57 من نظام اللجنة رقم 03/97 سابق الذكر.

3 المادة 11 من نظام اللجنة رقم 01/12 سابق الذكر.

4 نوارة حمليل، المرجع السابق، ص.375.

وتتص المادة 106 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المعدلة بالمادة 4 من القانون رقم 03-04 سابق الذكر على انه: " يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد اللجنة من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية".
ما يلاحظ على هذه المادة قبل تعديلها ان المشرع الجزائري كان يسمح للشخص الطبيعي ممارسة هذا النشاط تم بعد التعديل فقد احتكره على الشركات والبنوك والمؤسسات المالية فقط.

1- تعريف الوسيط:

يعرف الوسيط بأنه 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 من البائع والمشتري.

ولقد عرفه المشرع الجزائري بموجب المادة 2 الفقرة 1 من نظام لجنة تسيير ومراقبة بورصة القيم رقم 01-15 المؤرخ في 2015/04/15 والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم² بانه: "الوسيط في عمليات البورصة، هو كل وسيط معتمد يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول والحقوق المتعلقة بها لحساب زبائنه او لحسابه الخاص".

ويمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من اللجنة من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض والبنوك والمؤسسات المالية، ولا يمكن ممارسته من طرف الشخص الطبيعي.

2- انواع الوسطاء واعوانهم:

يستطيع الوسطاء في عمليات البورصة، أن يطلبوا اعتمادا لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لمزاولة نشاط واحد او عدة نشاطات³ في إحدى الفئات التالية:

- بصفته تاجرا للأوراق المالية وهو الوسيط في عمليات البورصة ذي النشاط غير المحدود.
- بصفته سمسارا للأوراق المالية وهو الوسيط في عمليات البورصة ذي النشاط المحدود.
- كما يمكن للوسيط المعتمد ان يعين أعوان له.

1 تتص هذه المادة قبل تعديلها على ما يلي: " مهنة الوسيط في عمليات البورصة تمارس بعد اعتماد اللجنة من طرف أشخاص طبيعية أو شركات مساهمة انشأت خصيصا لهذا الغرض".

2 الجريدة الرسمية عدد 55، الصادرة بتاريخ 2016/10/21.

3 وهو ما اشارت اليه المادة 2 الفقرة 1 من النظام 01-15 سابق الذكر.

أ- الوسيط ذي النشاط غير المحدود: يتولى هذا النوع من الوسطاء كل العمليات على القيم المنقولة، إضافة إلى مهمة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة وبالمنتجات المالية الأخرى، يستطيع الوسيط في عمليات البورصة ذي النشاط غير المحدود أن يمارس إحدى النشاطات التالية أو العديد منها:

- الاستشارة في مجال توظيف القيم المنقولة.
- التسيير الفردي للحافطة بموجب عقد مكتوب.
- تسيير حافطة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- توظيف القيم المنقولة¹ والمنتجات المالية.
- ضمان النجاح في السعي² والاكتتاب المضمون³ في اصدار السندات.
- التداول للحساب الخاص للوسيط.
- حفظ القيم المنقولة وادارتها.
- ارشاد المؤسسات في مجال هيكله رأسمال⁴ وادماج واعادة شراء المؤسسات.

ب- الوسيط ذي النشاط المحدود: على خلاف الوسيط ذي النشاط غير المحدود، وكما تدل عليه التسمية، يقتصر دور الوسيط ذي النشاط المحدود على الوساطة للتفاوض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط⁵، أي دون امكانية تقديم خدمات في مجال تسيير حافظات القيم او في التوظيف او السعي المصنفي.

ج- اعوان الوسطاء: يمكن للوسطاء المعتمدين في عمليات البورصة تعيين اعوانا مؤهلين اكفاء من بين مستخدميه للقيام تحت سلطتهم بإجراء المفاوضات الخاصة بالقيم المنقولة في البورصة،

1 المقصود به حسب المادة 2 الفقرة 2 من النظام 01-15 السابق هو البحث او العثور على مكتبتين او مشتري السندات لحساب مصدر يلجا علنا الى الادخار.

2 ضمان النجاح في السعي هو الالتزام الذي يحمي به الوسيط أو الوسطاء في عمليات البورصة المصدر ضد فشل عملية اللجوء العلني للادخار بضمان اكتتاب أو شراء حد أدنى للقيم المنقولة أو المنتجات المالية المصدرة أو المعروضة للبيع، بصفة لا رجوع فيها.

3 الاكتتاب المضمون يتمثل في الاكتتاب والشراء مباشرة من عند المصدر أو من عند المتنازل للقيم المنقولة قصد بيعها.

4 إرشاد المؤسسات في مجال هيكله رأس المال يحدّد النشاط الذي يرافق الأشخاص المعنوية التي تصدر قيم منقولة ومنتجات مالية. بموجب عقد المرافقة عند القيام بالتركيب المالي و/ أو مساعدتهم في جميع مراحل العملية، في العلاقات والإجراءات الإدارية أثناء اللجوء العلني للادخار لإعداد وثائق إعلامية موجهة للجمهور بطريقة تتسجم مع متطلبات التنظيم والسوق.

5 انظر المادة 3 الفقرة 1 من النظام 01-15 سابق الذكر.

فالأعوان هم مستخدمون بأجر يعملون مع الوسطاء كمساعدين لهم له في تنفيذ الأوامر في المقصورة¹.

ويتم تسجيل الاعوان لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تسلمهم بطاقة مهنية كعون مؤهل. وقد احالت المادة 11 من نفس المرسوم تحديد شروط تأهيل الاعوان الى نظام يصدر عن اللجنة، وفي هذا الصدد صدر نظام اللجنة رقم 02-97 المؤرخ في 1997/11/18 المتعلق بشروط تسجيل الاعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة².

بالرجوع الى المادة 2 من هذا النظام، فانه يجب على الوسطاء ان يتقدما بطلب تسجيل لدى لجنة تسيير ومراقبة البورصة للأعوان المؤهلين للقيام تحت سلطتهم بتداول القيم المنقولة، على ان تتوفر في العون المؤهل الشروط التالية³:

- ان يبلغ من العمر 25 سنة على الاقل.

- ان يتمتع بالأخلاق الحسنة.

- ان يكون حائز على شهادة في التعليم العالي او شهادة معادلة لها.

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

بعد ذلك تسلم اللجنة البطاقة المهنية للأشخاص الذين تتوفر فيهم شروط التأهيل السابقة،

ويتم تبليغ هذا التسجيل للوسيط الذي يشرف على هؤلاء الاشخاص⁴.

ويمكن للجنة سحب البطاقة المهنية نت حائزها في أي وقت مؤقتا او نهائيا على ان يكون

قرار السحب مبرر ويبلغ للشخص المعني وللوسيط الذي يعمل لحسابه هذا العون⁵.

كما يجب على الوسيط ان يعلم دون تأخر اللجنة عن كل توقف للأعوان الحائزين على

البطاقة المهنية عن ممارسة وظائفهم⁶.

كما يجب على العون ان يوقف نشاطه تلقائيا في الحالات التالية:

* عند مغادرة الوسيط الذي يعمل لصالحه.

* في حالة توقف او شطب الوسيط الذي يعمل لصالحه.

1 انظر المادة 10 من المرسوم التشريعي 93-10 سابق الذكر.

2 الجريدة الرسمية عدد 87، الصادرة بتاريخ 1997/12/29.

3 انظر المادة 3 من نظام اللجنة 02-97 سابق الذكر.

4 انظر المادة 4 من نفس النظام.

5 انظر المادة 6 من نفس النظام.

6 انظر المادة 7 من نفس النظام.

ويمكن للعون المؤهل ان يرجع لممارسة نشاطه بعد ان يقوم وسيط اخر بإخطار اللجنة بانه قد قام بتعيينه، او عندما يرفق التوقيف الذي صدر ضد الوسيط الذي يعمل تحت سلطته¹.

3- شروط و إجراءات قبول الوسطاء في البورصة:

لا يمكن للوسيط ان يمارس مهامه في البورصة الا بعد اعتماده من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ومراعاته لمجموعة من الشروط. يمثل الاعتماد تأشيرة للوسيط تمكنه من ممارسة عمله في البورصة و بدونه لا يمكن لأي وسيط ان يمارس دور الوساطة دون الحصول على اعتماد من طرف هذه اللجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

ويتطلب الحصول على الاعتماد توفير بعض الشروط التي تقرها اللجنة وكذا تقديم ملفا كاملا مرفوقا بكل الوثائق التي تحددها اللجنة.

ويعرف الاعتماد على انه: "منح الموافقة لشخص ما قصد القيام بعمل ما"، والاعتماد في وضعنا هذا هو وثيقة تسلمها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بناء على طلب يتقدم به الوسيط لديها.

بالرجوع الى المادة 6 من المرسوم التشريعي 93-10 والمعدل بالقانون 03-04، فان الوساطة في البورصة لا يمكن ان تمارس من طرف الوسطاء الا بعد حصولهم على الاعتماد. وبذلك يعد الاعتماد شرط ضروري يمكن الوسيط من القيام بمهامه بصفة منتظمة في البورصة و بدونه لا يمكن الوسيط اكتساب هذه الصفة.

وهو ما اكدت عليه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من خلال المادة 3 من النظام 15-01 حيث نصت على ما يلي: "تخضع ممارسة نشاط واحد أو أكثر من النشاطات المذكورة في الفقرة الأولى من المادة 2 أعلاه، لاعتماد اللجنة. لا يمنح الاعتماد إلا للملتمس الذي يتعهد بممارسة نشاط التفاوض في البورصة لحساب الغير على الأقل. يمكن ملتمس أن يقدم طلب اعتماد واحد، سواء تعلق الأمر بممارسة نشاط واحد أو أكثر".

1 انظر المادة 8 من نفس النظام.

أ- شروط اعتماد الوسطاء: ولقد حددت المادة 4 من نظام اللجنة رقم 01-15 سابق الذكر الاشخاص الذين يحق لهم تقديم طلب الاعتماد كوسطاء وهم: الشركات التجارية التي تهدف اساسا للوساطة في عمليات البورصة وكذا البنوك والمؤسسات المالية.

واشترط المشرع على هذه الاخيرة عند تقديم طلب الاعتماد من اجل ممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة ان تبرر وجود قسم مرتبط مباشرة بالإدارة العامة لضمان استقلالية التسيير لا سيما المحاسبية بين نشاطات الوساطة في عمليات البورصة والنشاطات الاخرى للبنك والمؤسسات المالية¹. كما سمح المشرع للهيئات الاخرى غير البنوك والمؤسسات المالية ان تلتبس الاعتماد لممارسة نشاط وسيط في عمليات البورصة شريطة² ان:

- ان تمتلك عند تقديم الالتماس راس مال اجتماعي ادنى قدره عشرة 10 ملايين دينار جزائري يدفع كليا ونقدا.

- ان تحوز محلات ملائمة لضمان امن مصالح زبائنها.

- ان يكون مقرها الاجتماعي بالجزائر.

- ان يكون لها على الاقل مسير مسؤول مكلف بالإدارة العامة للشركة تتوفر فيه شروط الكفاءة والتأهيل.

- تقديم طلب الاعتماد.

كما اشترط المشرع على الوسيط الذي يقدم طلب الاعتماد بشكل عام³:

- ان يوفر الوسائل التقنية والبشرية المناسبة ووضع اجراءات العمل ونظام للمراقبة الداخلية وكشف وتسيير تضارب المصالح اللازمة من اجل حسن سير النشاط الذي قدم من اجله طلب الاعتماد.

- تكييف الوسائل المناسبة مع طبيعة وأهمية وتعقيد وتنوع النشاط أو الأنشطة الممارسة.

- يجب على الوسيط في عمليات البورصة السهر بشكل دائم على أن تكون الوسائل والإجراءات المذكورة مجتمعة في أي وقت.

- يجب على الوسيط في عمليات البورصة السعي لتقادي تضارب المصالح، في حالة عجزه على ذلك عليه بحلها لصالح الزبون.

- يجب على الوسيط في عمليات البورصة تعيين مسؤول عن المطابقة مسجل لدى اللجنة مكلف بالسعي إلى احترام الالتزامات المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة.

1 انظر المادة 6 نظام اللجنة 01-15 سابق الذكر.

2 انظر المادة 5 من نفس النظام.

3 انظر المادة 7 من نفس النظام.

ب- **ملف طلب الاعتماد:** يتحصل الوسيط على الاعتماد بتقديمه طلب اعتماد وسيط امام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مرفق بملف كامل يتضمن¹:

- وثائق اثبات الضمان المطلوبة بموجب المادتين 53 و54 والتي تتمثل في الوثائق التي تثبت مساهمة الوسيط في صندوق الضمان² وعقود التامين على المسؤولية اتجاه زبائنهم ضد مخاطر ضياع واتلاف وسرقة الاموال والقيم المودعة لديهم.
- الالتزام بأداب المهنية وقواعد الانضباط والحدز.
- وثيقة اثبات ملكية او استئجار محلات مخصصة لنشاط الوسطاء في عمليات البورصة.
- الالتزام باكتتاب أو شراء حصة من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم ضمن الشروط التي تحددها اللجنة.

- الالتزام بدفع المساهمة لصندوق ضمان الوسطاء في عمليات البورصة.

ج- **الفصل في طلب الاعتماد:** تبدي اللجنة رأيها حول طلب الاعتماد بعد فحص الملف، ويمكن التمييز في منح الاعتماد بين حالتين³:

- حالة ما اذا خص طلب الاعتماد بنك او شركة تجارية وكان رد اللجنة ايجابيا يرسل الى الملتمس قرار اعتماد مؤقت.

- حالة ما اذا خص الاعتماد شركة تجارية انشئت لاساسا لهذا النشاط، تقدم لها اللجنة رخصة انشاء مدتها 12 شهرا، وعند تأسيس الشركة يعيد الملتمس تقديم طلب الاعتماد الى اللجنة مع اتمام الملف بإضافة المعلومات والوثائق المطلوبة، وفي حالة موافقة اللجنة على طلب الاعتماد تبلغ للمعني بالأمر قرار اعتماد مؤقت.

ولا يصبح الاعتماد في الحالتين فعليا الا اذا اكتتب الوسيط في عمليات البورصة بصفة مؤقتة في راس مال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة حسب الشروط المحددة من اللجنة⁴، بعد هذا الاكتتاب يعلم الوسيط في عمليات البورصة بذلك اللجنة التي تجعل بعد ذلك الاعتماد نهائيا⁵،

1 انظر المادة 9 من نظام اللجنة 15-01 سابق الذكر.

2 نصت عليه المادة 64 من المرسوم التشريعي 93-10 سابق الذكر.

3 المادتين 10 و11 من نظام اللجنة 15-01 سابق الذكر.

4 حددت لجنة البورصة هذه المساهمة بموجب نظامها رقم 97-01 الصادر بتاريخ 1997/11/17 والمتعلق بمساهمة الوسطاء في عمليات البورصة في رأسمال شركة ادارة بورصة القيم المنقولة بموجب المادة 2 من بخصص متساوية تقدر ب2 مليون دينار، الجريدة الرسمية عدد 87 الصادرة بتاريخ 1997/12/29.

5 المادة 13 من نظام اللجنة رقم 15-01 سابق الذكر.

ويمكن هنا للجنة من خلال الاعتماد الممنوح ان تحدد نشاطات الوسيط بصفة مؤقتة اذا ما اعتبرت ان العناصر والوسائل المقدمة في الملف غير كافية لممارسة كل النشاطات المطلوب من اجلها الاعتماد¹.

هذا وتصدر اللجنة هذا الاعتماد في شكل قرار يتم نشره في النشرة الرسمية للبورصة، ويبقى هذا الاعتماد ساري المفعول الى غاية السحب او الشطب من طرف اللجنة².

4- التزامات الوسطاء:

يلتزم الوسيط بمجموعة من الالتزامات نص عليها المشرع في الامر 03-04 المعدل للمرسوم التشريعي 93-10 سابق الذكر، ويمكن تقسيم هذه الالتزامات إلى:

أ- **اداء الحقوق المستحقة:** حيث يجب على الوسطاء اداء اتاوات الاعمال والخدمات المقدمة لهم من طرف اللجنة واذا لم يتم الوسيط بذلك تتوقفا تلقائيا الحقوق الممنوحة له في اطار الاعتماد خلال 30 يوما من التاريخ الذي اصبحت فيه مستحقة³.

ب- **واجبات ذات طابع عام:** حيث يجب على الوسيط في هذا الاطار ما يلي⁴:

- الاشارة كتابيا وفي كل الوثائق التي يسلمها لزيائنه الى صنف الاعتماد الممنوح لهم ومرجعياته (رقمه وتاريخه).

- ان يلتزم بممارسة نشاطه طبقا للاعتماد وفي حدود النشاط المسموح له به فيه.

- ان يمسك دفاتر اجبارية خاصة بنشاطه حسب الكيفيات التي تحددها اللجنة.

ج- **التزامات تجاه الزبون:** في إطار علاقة الوسيط مع الزبائن وتنفيذا للوكالة الممنوحة لهم، يجب

على الوسيط⁵: - ان يحرص على تنفيذ الاوامر على اساس احسن شروط السوق.

- ان يرسل لزيائنه وفور تنفيذ الاوامر وخلال يومي العمل ابتداء من تاريخ التسديد والتسليم اشعارا بالتنفيذ يحتوي على المعلومات الاتية:

* تعيين الاصل المالي.

* عدد الاصول المالية.

1 المادة 12 من نفس النظام.

2 المادة 14 من نفس النظام.

3 المادتين 38 و39 من نظام اللجنة 15-01 سابق الذكر.

4 المواد 40، 41، 42 من نفس النظام.

5 المواد من 43 الى 47 من نظام اللجنة 15-01.

- * سعر الوحدة.
- * المبلغ الخام للعملية.
- * المصاريف والنفقات الخاصة بالعملية.
- * المبلغ الصافي للعملية.
- * تاريخ العملية.
- * تاريخ التسديد والتسليم.
- ان يضعوا في الوثائق التي يسلمونها للزبائن مراجع ونطاق اعتمادهم.
- ان يمسك سجلات الشكاوى والتي يجب ان تحتوي بصفة خاصة على المعلومات التالية:
 - * اسم الشاكي.
 - * تاريخ الشكاوى.
 - * موضوع الشكاوى.
 - * نتائج الشكاوى.
- ان يرفع الخلافات التي تقع بينهم وبين الزبائن الى غرفة والتحكيم لاتخاذ القرارات اللازمة.
- د- اعلام اللجنة: اوجب المشرع على الوسيط ان يخبر اللجنة دون تأخير بالمعطيات التالية¹:
 - تغيير القانون الاساسي.
 - تعديل توزيع رأسماله.
 - تغيير مقر مؤسسته.
 - تعيين مسيرين جدد.
 - توقيف عمل اعوانه المؤهلين.
 - التنازل عن الاملاك التي من شأنها ان تضر بشكل اساسي بقدرته على ممارسة نشاطه.
 - كل قضية ادارية او مدنية او جنائية ترفع ضده.
 - كل تعديل بالنسبة للمعلومات التي قدمها عند حصوله على الاعتماد.
 - حول كل مشروع ادماج او استحواذ مع بيان العناصر المتعلقة بهذا المشروع وذلك قبل 30 يوم من تحقيقه.

1 المادة 48 من نفس النظام.

هـ - **مكافحة تبييض الاموال:** يجب على الوسطاء وضع الاجراءات والوسائل اللازمة لكشف مخاطر تبييض رؤوس الاموال وتمويل الارهاب وارسال تصريحاتهم الى خلية معالجة الاستعلامات المالية¹.

و - **احترام قواعد وآداب المهنة:** يجب على الوسيط واعوانهم المؤهلين الحفاظ على شرف المهنة من خلال اعماله وسلوكياتهم وذلك من خلال ما يلي²:

- التصرف بكل امانة ونزاهة واحترافية لصالح الزبائن.

- معاملة كل الزبائن بنفس المعاملة.

- تقديم للزبائن المعلومات الدقيقة والواضحة والغير مضللة.

- كتم السر المهني فيما يتعلق بجميع المعلومات التي يقدمها له الزبون.

ز - **احترام قواعد الحذر:** يجب على الوسطاء احترام قواعد الحذر المحددة من طرف اللجنة، تهدف هذه القواعد الى تقادي الانحرافات المحتمل ان يقع فيها الوسيط، والحد من المخاطر التي قد تقع في البورصة، وبصفة عامة فهي تهدف الى حماية السوق واحلال الثقة بين المستثمرين وتطوير عمليات البورصة.

وحددت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة هذه القواعد بموجب التعليمية رقم 01/2000

المؤرخة في 2000/01/11 والمتضمنة قواعد خاصة بتسيير الوسطاء في عمليات البورصة في مادتها الثانية والتي تنص على ما يلي: "يلتزم الوسطاء في عمليات البورصة وبصفة دائمة باحترام القواعد التالية: تغطية المخاطر، تقسيم المخاطر، تأمين الأصول.

ك - **واجب التامين والمساهمة:** يجب على الوسطاء ان يدفعوا مساهمة في صندوق الضمان المنصوص عليه بالمادة 64 من المرسوم التشريعي 93-10 والمنظم بنظام اللجنة رقم 03-04 المؤرخ في 2004/09/09 المتعلق بصندوق الضمان³، وهو عبارة عن حساب مصرفي تسييره لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وذلك قصد ضمان تنفيذ التزامات الوسطاء اتجاه زبائنهم هذا من جهة⁴.

1 المادة 49 من نفس النظام.

2 المادة 50 من نفس النظام.

3 الجريدة الرسمية العدد 22 لسنة 2004.

4 المادة 53 من نظام اللجنة 01-15.

كما يلتزم الوسيط من جهة اخرى بالاكتتاب في عقود تامين من اجل ضمان مسؤوليتهم تجاه زبائنهم وخاصة ضد مخاطر ضياع واتلاف وسرقة الاموال والقيم المنقولة المودعة لديهم، ويجن هنا على الوسيط ايداع نسخة من هذه العقود لدى اللجنة خلال يومي العمل من بداية كل سنة¹.

5- حقوق الوسيط:

يتلقى الوسيط مقابل عن الخدمات التي يؤديها للزبائن تعلق تعرفتها داخل محلات الوسيط او يتم الاتفاق عليها تعاقديا مع الزبائن². ويكون هذا الاجر في شكل عمولة قابلة للتعديل، يعتمد في تحديدها عادة على التسعيرة في البورصة والمفاوضات، وتسيير حافظة القيم المنقولة، مداخيل اخرى ناتجة عن تقديم خدمات و نصائح، دراسات اخرى قام بها الوسيط. وللوسيط الحرية الكاملة في اشتراط حصوله على العمولة قبل مباشرة نشاطه في البورصة.

5- مراقبة الوسيط:

تخضع النشاطات التي يقوم بها الوسيط لمراقبة اللجنة، ويمكن للأعوان المؤهلين من اللجنة اجراء تحقيقات لدى الوسيط والذين يجب عليهم تمكينهم من اية وثيقة ضرورية يطلبونها اثناء التحقيق، كما لهم دخول المحلات ذات الصبغة المهنية خلال ساعات العمل للتفتيش³. ويجب على الوسيط وفي اطار المراقبة ان يسلم للجنة الوثائق المحاسبية والمالية في فترات دورية تحددها اللجنة⁴.

6- نشاطات الوسيط:

أ- شراء وبيع القيم المنقولة لحسابه الخاص: يقوم الوسيط في العمليات البورصية بممارسة هذه المهمة فقط في حالة حصوله على اعتماد كوسيط ذي نشاط غير محدود، إذ يتمكن في هذا الإطار من التصرف لحسابه الخاص عن طريق شراء أو بيع قيم منقولة، ويتم شراء الأوراق المالية من طرف الوسيط عادة لإدخالها في محفظته الخاصة سواء للاحتفاظ بها أو لإعادة بيعها فيما بعد، وذلك قصد تنظيم السوق أو لضمان سيولة قيمة معينة من القيم المنقولة.

1 المادة 54 من نفس النظام.

2 المادة 37 من نفس النظام.

3 المادة 55 من نفس النظام.

4 المادة 56 من نفس النظام.

ب- **مفاوضة القيم المنقولة في السوق لحساب الزبائن**¹: يقصد بذلك قيام الوسيط بإجراء عمليات على الاموال التي استلمها من الزبائن وينصب على القيم المنقولة المقبولة في البورصة. ويتدخل الوسيط في العمليات البورصية على مستوى البورصة في هذه الحالة، بصفته وكيلًا لعملائه وذلك بعد تلقي الأوامر من هؤلاء. ولا يقبل الوسيط أي أمر شراء أو بيع لأي شخص كان، إلا بعد القيام بفتح حساب باسم هذا الأخير، وملئ ما يسمى بوثيقة فتح الحساب إلى جانب أمر الشراء أو البيع من طرق العميل ثم إمضاء هذه الوثائق من الطرفين، مع إيداع المبلغ الموافق للعملية محل الإجراء.

ويتم فتح الحساب إما باسم شخص طبيعي أو شخص معنوي. وعند فتح حساب باسم شخص طبيعي، يستوجب على الوسيط التأكد من عنصرين هامين هما:

- هوية الشخص المعني.

- توفر الشروط المطلوبة بما فيها توفر السيولة اللازمة لدى هذا الشخص لتنفيذ الطلب.

أما في حالة فتح حساب باسم شخص معنوي، فيجب على الوسيط أن يتحصل على وثيقة تؤهل ممثل الشركة للقيام بفتح الحساب، وإصدار مختلف أوامر الشراء أو البيع لصالح الشركة، إضافة إلى السجل التجاري أو أنظمة الشركة حسب الحالة.

يتم إرسال الأوامر من الزبون إلى الوسيط بثتى الوسائل، وفقا للشروط المحددة بين الطرفين في اتفاقية فتح الحساب الموقعة.

في حالة تنفيذ الأمر، يقوم الوسيط بتأكيد تنفيذ العملية للزبون في أقرب الآجال وإعلامه بالقيمة الصافية الواجبة الدفع إضافة إلى مختلف العمولات. ثم يقيد كل هذه المعلومات ضمن وثيقة تسمى إشعار التنفيذ الذي يرسل إلى العميل مباشرة بعد إتمام العملية.

ج- **تسيير حافظة القيم المنقولة لحساب الزبائن**: تعرف حافظة القيم المنقولة على انها مجموعة اختيارات من الاوراق المالية تشكل مزيج متجانس منها.

ويمكن للوسيط في العمليات البورصية أن يقوم بتسيير حافظة الأوراق المالية لحساب زبائنه، ويتم تسيير الحافظة من طرف الوسيط إما بشكل مباشر عن طريق القيام بالتوظيفات اللازمة وفقا لوكالة تسيير تكون موضوع عقد مّوقّع عليه من طرف صاحب الحساب والوسيط، او بشكل غير مباشر عن طريق استخدام هيآت التوظيف الجماعي التي تعيّن الوسيط كمؤسسة مؤتمنة لها².

1 نظمتها المواد من 18 الى 22 من نفس النظام.

2 المادة 7 من المرسوم التشريعي 93-10 سابق الذكر.

ويمكن إلغاء وكالة التسيير من أحد الطرفين وذلك لعدّة أسباب، فقد تتم هذه العملية من طرف الوسيط الذي يتكفل بتقديم التوضيحات اللازمة لعميله والمتعلقة بأسباب الإلغاء، كما يجب عليه أيضا أن يرسل إشعار مسبقا للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة معلنا فيه بإلغاء وكالة التسيير وذلك خلال الخمسة أيام المفتوحة لعمل البورصة والمالية لتاريخ إعلام الموكّل أو العميل، ثم يقوم بإقفال قيود الحساب التي كانت تؤهله للقيام بعملية التسيير.

د- توظيف الأموال: يقصد بتوظيف الاموال تمكين الوسيط من البحث عن مكتتبي او مشتريين للسندات لحساب مصدر يلجأ للادخار.

وبإمكانية الوسيط في العمليات البورصية ذي النشاط الغير محدود من القيام بتوظيف الأموال عن طريق البحث عن مقتنين أو مكتتبين جدد للأوراق المالية المصدرة لصالح مصدرها الذي يستعمل اللجوء العلني للادخار وذلك مقابل عمولة يتلقاها الوسيط بموجب عقد يحرر لهذا الغرض من قبل الطرفين¹.

هـ- نشاط ارشاد المؤسسات في مجال هيكله الرأسمال وادماج وإعادة شراء المؤسسات: حيث يمكن للوسيط مساعدة المؤسسات في اعداد العمليات الخاصة بإصدار وتبادل او إعادة شراء القيم المنقولة والمنتجات المالية المسعرة في البورصة، ويمكن له في هذا الاطار القيام بما يلي²:

- مساعدة المصدر اثناء كتابة مشروع المذكرة الإعلامية وتأدية الشكليات القانونية والإدارية المتعلقة بإصدار القيم.

- تحضير مشروع ادماج او إعادة شراء المؤسسات.

- تمثيل المصدر لدى اللجنة ومؤسسات السوق ولدى كل البنوك المكونة للتوظيف.

- توظيف سندات المصدر بمفرده او في اطار مجموع البنوك المكونة للتوظيف.

- مساعدة المؤسسات المتوسطة والصغيرة التي هي تحت رعايته حتى تقي بالتزاماتها المتعلقة بتقديم المعلومات التنظيمية والقانونية.

ويجب على الوسيط وعند ممارسته نشاط الارشاد ابرام عقد المرافقة مع المصدر او مع

المؤسسة المبادرة لمشروع ادماج او إعادة شراء المؤسسات³.

1 المادة 31 الى 33 من نفس المرسوم.

2 المادة 34 من نظام اللجنة 15-01 سابق الذكر

3 المادة 35 من نفس النظام.

7- مسؤولية الوسطاء واعوانهم ونظام الانضباط:

عرفنا ان الوسيط في عمليات البورصة هو الركيزة الاساسية التي يقوم عليها عمل هذه المؤسسة، وان الربح والخسارة في البورصة مرهون بتحلي هذا الاخير بالحیطة والذكاء في متابعة العمليات في البورصة واذا اخل بذلك قامت مسؤوليته، كما تقوم مسؤولية الأعوان بقيام مسؤولية الوسطاء؛ وتتقرر على أساس مسؤولية المتبوع عن أعمال التابعة طبقا لنص المادة 129 من القانون المدني الجزائري ويتعرضون لنفس الجزاءات التي يتعرض لها الوسطاء.

لذا سنتناول مسؤولية الوسيط ونظام الانضباط من خلال ما يلي:

أ- **مسؤولية الوسطاء:** من خلال ما عرفناه على الوسيط من خلال ما سبق نجد أن هناك مسؤولية تترتب على عاتق الوسطاء فهناك مسؤولية مدنية وأخرى جنائية، كما أن هناك مسؤولية تترتب على الأعوان، وسنتطرق إلى كل نوع على حدا من خلال ما يلي:

- **المسؤولية المدنية:** يعتبر الوسيط مسؤولا على كل ما ينجزه من أعمال في البورصة اتجاه الزبون وذلك بحكم العقد الذي أبرمه معه، فالمسؤولية عقدية أساسها العقد الذي يربط الوسيط بالزبون، وهذا ما يستوجب على الوسيط احترام حدود عقد الوكالة والامتناع عن ممارسة نشاطات غير تلك المنصوص عليها في العقد.

والى جانب المسؤولية العقدية، يسأل الوسيط عن الأخطاء الشخصية التي ارتكبها أثناء القيام بعلمه في البورصة أدت إلى الضرر بمصالح الزبون وتحدث هنا عن المسؤولية التقصيرية، وتطبيقاً لأحكام المادة 124 من القانون المدني الجزائري فاجتماع الخطأ والضرر والعلاقة السببية بينهما كاف لقيام المسؤولية التقصيرية للوسيط.

- فالخطأ: ينجر عن التنفيذ السيء للعمليات في البورصة.

- الضرر: تفويت فرصة الربح على الزبون.

- العلاقة السببية: الضرر الناجم عن الخطأ المباشر.

والمشرع الجزائري يكتفي في هذا الإطار بارتكاب خطأ بسيط لقيام مسؤولية الوسيط ،

عكس المشرع الفرنسي الذي اشترط الخطأ الجسيم لاعتبار الوسيط مسؤولا ويقع عبء إثبات مسؤولية الوسيط على الزبون إلا إذا وقع الخطأ نتيجة قوة قاهرة.

- **المسؤولية الجنائية:** تقوم المسؤولية الجنائية للوسطاء في عمليات البورصة عند ارتكاب الوسيط لما يسمى جريمة الاطلاع على أسرار الغير. ويقصد بجريمة الاطلاع على اسرار الغير

هو قيام الوسيط بإفشاء اسرار عمليات زبونه لغيره من الزبائن بحيث يكون الوسيط قد تعدى على أحد الالتزامات المهمة وهو الحفاظ على السر المهني.

المشرع الجزائري لم ينص على هذه الجريمة لكن نجد إشارات لها من خلال فرضه على الوسيط الالتزام بالسر المهني.

إلى جانب هذه الجريمة هناك مخالفات أخرى:

- مخالفة العقد الأبيض: وهو إحداث تغييرات اصطناعية في أسعار السندات على نحو يحقق من ورائه عائدات عن طريق التلاعب بالأسعار.

- مخالفة استغلال معلومات متعلقة بتسيير مؤسسة في البورصة.

ب- انضباط الوسطاء: يتعرض الوسيط إذا ما قصر في أداء مهامه على أكمل وجه في البورصة، وكذا في حال إخلاله بأدبيات مهنة الوساطة في البورصة بما فيها مخالفة الأحكام التشريعية والتنظيمية المقررة في هذا الشأن، إلى مجموعة من الجزاءات قررتها أحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم بالقانون رقم 03-04 وكذا تنظيمات لجنة البورصة وهي كما يلي:

- العقوبات الأصلية: يتعرض الوسيط لإحدى العقوبات المذكورة أدناه إذا ما أخل بأحد التزاماته التي درسناها سابقاً وهي: الإنذار، التوبيخ، وقف النشاط بصفة كلية أو جزئية؛ مؤقتاً أو نهائياً، سحب الاعتماد.

كما قد ترفع قضايا المخالفات أمام الجهات القضائية المختصة، والتي يمكن أن تقرر حبس المتهم في حالة ما إذا¹:

- أعترض المتهم لسبل ممارسة صلاحيات اللجنة وأعاونها المؤهلين. وفي هذه الحالة تقرر

مدة الحبس ما بين ثلاثين يوماً إلى 03 سنوات، إضافة إلى غرامة مالية تقدر بثلاثين ألف 30.000 دج، كما يمكن أن تتحقق إحدى العقوبتين فقط.

- استخدام المتهم للمعلومات الإمتيازية المتحصل عليها عن منظورية تطوّر أسعار القيم المنقولة، وتحقيق أرباحاً غير مشروعة.

- العقوبات التبعية: فرض المشرع الجزائري على الوسطاء عقوبات تبعية تتمثل في دفع غرامات مالية بقيمة عشرة ملايين دينار جزائري، أو بقيمة المبلغ المحتمل تحقيقه من جراء المخالفة أو الخطأ المرتكب، أو في بعض الأحيان بضعف قيمة الأوراق المالية المعنية بالمخالفة².

1 المادة 60 من المرسوم التشريعي 93-10 سابق الذكر.

2 المادة 55 من المرسوم التشريعي 93-10 سابق الذكر.

المحور الرابع: الأوراق المالية القابلة للتداول في البورصة.

تعتبر شركة المساهمة النموذج الأمثل لشركة الأموال، فهي تهدف لتجميع الأموال من أجل القيام بمشروعات صناعية وتجارية كبيرة، ولتحقيق ذلك تحتاج إلى استقطاب رؤوس أموال المستثمرين والمدخرين عن طريق إصدار الأوراق المالية، وتعتبر هذه الأخيرة صكوك تمثل حق ملكية على الجهات التي تصدرها.

هذه الأوراق منها ما هو شائع التداول مثل الأسهم والسندات، منها ما هو غير شائع التداول مثل شهادتي الاستثمار والحق في التصويت وكذا حصص التأسيس وصكوك التمويل.
أولاً: الأسهم.

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع وهي تتميز بعدة خصائص.

1- التعريف بالسهم: سنحاول هنا تعريف السهم ثم بيان خصائصه.

أ- تعريف السهم: يذهب البعض من الفقهاء في تحديد المقصود بالأسهم على أنها: "صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأسمالها وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لاسيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها"¹.

وعرف أيضاً أنه: "حق الشريك في الشركة، وفي ذات الوقت الصك المثبت لهذا الحق"².

وعرفه المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري على أنه: "السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها"³.

بناء على ما سبق يمكن القول أن السهم أو الأسهم، عبارة عن صكوك متساوية القيمة سواء كانت نقدية أو عينية، تمثل حق ملكية للمكاتب بها وقابلة للتداول وفق القانون التجاري حيث تمثل المشاركة في رأس مال شركة الأموال.

1 أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس، دار الثقافة للنشر والتوزيع، مصر، 2009، ص.143.

2 محمد فريد العريني، القانون التجاري (شركات الأموال)، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2001، ص.260.

3 مرسوم تشريعي رقم 93-08 مؤرخ في 25 أبريل 1993، الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادر بتاريخ 27 أبريل 1993 المتضمن القانون التجاري.

ب- **خصائص السهم:** من خلال التعريفات السابقة تتضح أهم خاصية قانونية للسهم وهي قابليته للتداول إضافة الى خصائص أخرى يمكن إجمالها فيما يلي:

- **قابلية السهم للتداول:** السهم قابل للتداول¹ أي التنازل عنه بطريق القيد في سجل الشركة إذا كان اسماً أو بطريق التسليم إذا كان لحامله². وقابلية السهم للتداول هي الصفة الجوهرية له والتي تميزه عن حصة الشريك في شركات الأشخاص، لأن هذه الأخيرة غير قابلة للتنازل إلا إذا نص عقد الشركة على ذلك وعادة ما يكون بإجماع الشركاء.

المشروع الجزائري اشترط في المادة 715 مكرر 51 من القانون التجاري والتي نصت على ما يلي: "لا تكون الأسهم قابلة للتداول إلا بعد تقييد الشركة في السجل التجاري."

إذن فتداول السهم لا يتم إلا بعد قيد الشركة في السجل التجاري أي بعد أن تكتسب الشخصية المعنوية ويكون لها وجود قانوني. ويعتبر تداول السهم حق للمساهم لا يجوز حرمانه منه لأنه يتعلق بالنظام العام والا تفقد الشركة شكلها كشركة مساهمة³.

- **الأسهم متساوية القيمة:** والتساوي في قيمة الأسهم مبناه الحرص على المساواة بين المساهمين في الأرباح، والحق في التصويت وتوزيع موجودات الشركة، وفائض التصفية بعد حل الشركة. كذلك فإن تساوي الأسهم في القيمة، يسهل تداولها ويسهل حساب النصاب والأغلبية في اجتماعات الجمعية العمومية للشركة⁴.

ومجموع الأسهم النقدية والعينية يكون رأسمال الشركة المساهمة، ولم يضع المشروع حداً أدنى أو حد أقصى لقيمة السهم، بل ترك الأمر لتقدير المؤسسين. وقد كان القانون التجاري عند صدوره يضع حداً أدنى لقيمة السهم وهو لا تقل القيمة الاسمية للسهم عن 100 دج أما الآن وقد انتهجت الجزائر نظاماً اقتصادياً جديداً فإن مقتضياته تتطلب تبني قواعد قانونية واقتصادية مغايرة، بدليل ما جاء في حكم المادة 715 مكرر 50 من القانون التجاري والتي نصت بقولها: "تحدد القيمة الاسمية للأسهم عن طريق القانون الأساسي".

وقد ترك المشروع بحكمه هذا تقدير قيمة السهم للظروف التي تنشأ فيها الشركة من جهة، وظروف السوق من خلال تقلبات الأسعار فيه والتي تخضع لقاعدة العرض والطلب، وهكذا

1 المادة 715 مكرر 40 القانون التجاري الجزائري.

2 احمد إبراهيم سيد، العقود والشركات التجارية، ط1، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 1999، ص.171.

3 نادية فضيل، شركات الأموال في القانون التجاري، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص.190.

4 محمد السيد الفقي، مبادئ القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2002، ص. 293.

أصبحت المساواة لا تتعلق بالقيمة الاسمية للسهم بقدر ما تتعلق بالحقوق والواجبات التي تمنحها الأسهم للمساهمين في الشركة، غير أن هذا الأصل لا يتعلق بالنظام العام فيجوز مخالفته بإصدار أسهم تمنح أصحابها مزايا خاصة، كنصيب أكبر في الربح أو في فائض تصفية الشركة أو يكون لها أكثر من صوت في الجمعيات العامة، ويطلق على هذه الأسهم "أسهم الامتياز" فليس المقصود بالمساواة أن تتساوى جميع الأسهم في الحقوق التي تمنحها إذ من الجائز أن تكون هناك أسهم عادية، وأخرى ممتازة وإنما المهم أن تتساوى جميع الأسهم التي تنتمي إلى طائفة واحدة، في الحقوق التي تمنحها لأصحابها وفي الواجبات التي تفرضها عليهم¹.

- **عدم قابلية السهم للتجزئة:** بمعنى أن السهم الواحد يكون مملوكا لشخص واحد، ولكن لو انتقل السهم إلى عدة أشخاص بالإرث مثلا، في هذه الحالة لا يجوز تجزئة السهم بعدد الورثة وإنما يكون مملوكا للورثة على الشيوع وعلى هؤلاء أن يتفقوا فيما بينهم على من يمثلهم أمام الشركة، ويمارس الحقوق التي يخولها السهم لمالكه.

وهو ما جاء به نص المادة 715 مكرر 32 من قانون تجاري جزائري التي تنص على ما يلي: "تعتبر القيم المنقولة تجاه المصدر سندات غير قابلة للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع وملكية الرقبة"².

- **الأسهم تحدد مسؤولية المساهم عن ديون الشركة:** من الخصائص المهمة في شركات الأموال أن الشريك فيها تكون مسؤوليته بقدر مساهمته في تكوين رأس مالها، وبما أن هذه المساهمة تتحدد بقيمة الأسهم التي يملكها فإن مجموع قيمة الاسهم تحدد مسؤوليته في ضمان ديون والتزامات الشركة.

المشرع الجزائري نص على ذلك من خلال المادة 592 من القانون التجاري عند تعريفه لشركة المساهمة حيث نص على ان شركات المساهمة هي شركات مكونة من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بمقدار حصتهم. وعليه لا يسأل المساهم عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملكه من أسهم، وهذا المبدأ يتعلق بالنظام العام فلا يجوز للجمعية العمومية اتخاذ أي قرار يتعلق بتعديله لجهة تشديد مسؤولية المساهم³.

1 نادية فضيل، المرجع السابق، ص.188.

2 مبروك حسين، القانون التجاري الجزائري، ط6، دار هومه، الجزائر، 2008، ص.366.

3 سعيد يوسف البستاني، قانون الأعمال والشركات، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، ط2، 2008، ص.371.

2- أنواع الأسهم: تتعدد وجهات تقسيم الأسهم بكيفية النظر إليها، فتتقسم بحسب طبيعة الحصة التي يقدمها كل شريك إلى أسهم نقدية وأسهم عينية، وتتقسم وفقا لما إذا كانت قيمتها قد ردت إلى المساهم أم لا إلى أسهم رأس المال وأسهم التمتع، وتتقسم الأسهم وفقا لمدى الحقوق المرتبطة بها إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة، وتتقسم بحسب شكلها إلى أسهم اسمية وأسهم لحاملها وأسهم إذنية.

أ- أسهم نقدية وأسهم عينية:

- الأسهم النقدية: وهي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا، فهي تمثل حصصا نقدية في رأس مال شركة المساهمة، ويجب الوفاء بربع قيمتها الاسمية على الأقل عند تأسيس الشركة، على أن تسدد القيمة الاسمية بالكامل خلال مدة لا تزيد على عشر سنوات من تاريخ تأسيس الشركة¹.

في القانون التجاري الجزائري، تعتبر أسهما نقدية:

- الأسهم التي تم وفاؤها نقدا أو عن طريق المقاصة.

- الأسهم التي تصدر بعد ضمها إلى رأس المال الاحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار.

- الأسهم التي يتكون مبلغها في جزء منه نتيجة ضمه في الاحتياطات أو الفوائد أو علاوات الإصدار وفي جزء منه عن طريق الوفاء نقدا، ويجب أن يتم وفاء هذه الأخيرة بتمامها عند الاكتتاب.

- الأسهم العينية: وهي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركة، قد تكون على شكل عقار أو آلات أو معدات²، وتناولها المشرع الجزائري بالتنظيم في نص المادة 715 مكرر 41 الفقرة 2 من القانون التجاري حيث اعتبر جميع الأسهم الأخرى من الأسهم العينية.

ب- أسهم رأس المال وأسهم التمتع:

- أسهم رأس المال: هي الأسهم التي تتولى الشركة إصدارها عند التأسيس، وتتمثل في الحصص النقدية والعينية التي يقدمها الشركاء، وتخول هذه الأسهم للمساهم الحق في استيفاء نصيبه من الأرباح وإعطاء صوته في الجمعية العمومية واستيراد قيمة أسهمه عند تصفية الشركة³.

1 فتحي زناكي، شركة المساهمة (في القانون الوضعي والفقهاء الإسلامي)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012، ص.194.

2 فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008، ص.82.

3 علي البارودي ومحمد السيد الفقي، القانون التجاري، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2006، ص.406.

- **أسهم التمتع:** عرفها القانون التجاري الجزائري المادة 715 مكرر 45 بأنها: "أسهم التمتع هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصص إما من الفوائد أو الاحتياطات، ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل".

ج- الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

- **السهم العادي:** هو السهم الذي يخول صاحبه حقوقا متساوية من غيره من حصة الأسهم إعمالا لمبدأ المساواة بين المساهمين طالما أن الأمر يتعلق بفئة واحدة من الأسهم¹. وعرّفها المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 42 من القانون التجاري بأنها: "الأسهم العادية هي الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأسمال شركة تجارية، وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها، وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت التي 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 والواجبات".

- **الأسهم الممتازة (الأفضلية):** هي الأسهم التي تخول أصحابها امتيازات بمناسبة توزيع الأرباح أو بمناسبة قسمة الشركة، والسبب في ذلك هو تشجيع الإقبال على الاكتتاب أو الرغبة في مسايرة المساهمين الأصليين بالنسبة للمساهمين الجدد، وذلك بمنحهم حقوقا خاصة بالإضافة إلى الحقوق العادية التي تعطى لأصحاب الأسهم العادية².

والأسهم بنوعها قابلة للبيع والشراء، ولصاحب السهم حق اقتسام موجودات الشركة عند حلها وذلك لأنه صاحب حصة في رأس المال، فإذا صفت الشركة كان حقه متعلقا بموجوداتها لأنه ساهم في تنمية رأسمال الشركة³.

تتمتع الأسهم الممتازة بالخصائص التالية⁴:

1 احمد خالد موسى، شركات الأشخاص والأموال، حسن حيدر لنشر الكتب القانونية، دمن، ص.211.

2 الياس ناصيف، الشركات القابضة والشركات المحصور نشاطها خارج لبنان، (موسوعة الشركات التجارية)، د د ن، د م ن 1998، ص.83.

3 يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، دار التعليم الجامعي، د م ن، 2014، ص.151.

4 فيصل محمود الشاورية، المرجع السابق، ص.84.

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح وبنسبة محددة.
 - حق الحصول على القيمة الاسمية عند التصفية.
 - حق تحويلها إلى أسهم عادية.
 - حق تحديد مدة زمنية للوفاء بقيمتها.
 - حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية من الأصول.
- د- أسهم اسمية ولحاملها والإذنية:

- أسهم اسمية: هي التي يوضح فيها اسم مالك السهم، وتنتقل هذه الأسهم بنقل قيدها في سجل المساهمين الذي تحتفظ به الشركة¹. وهذا النوع من الأسهم ذو مزايا تتلخص في أنه يضمن للمساهم تأمينه من خطر ضياع السهم أو سرقة، حيث يكون حقه مثبتا في دفاتر الشركة، كما يسهل للشركة دعوة المساهم للاشتراك في الجمعيات العمومية والمطالبة بدفع المبالغ المستحقة².

- أسهم لحاملها: وهي الاسهم التي لا يذكر فيها اسم المساهم، ويعتبر حاملها مالكا له قبل الشركة والغير بسبب الحيازة، فيستطيع الحائز أن يتمسك بقاعدة الحيازة في المنقول سند الملكية إذ تعتبر الحيازة قرينة على وجود السبب الصحيح وحسن النية، وعن ملكية الأسهم لحاملها فإنها تنتقل بالمناولة اليدوية والتسليم، ولا تسجل أسماء حملتها الجدد في سجلات الشركة، وإنما يوجد لدى الشركة سجل بأرقامها وبمجموع ما صدر منها³.

- أما الأسهم الإذنية أو لأمر: فهي تلك الأسهم التي يجوز تداولها عن طريق تظهيرها أي كتابة ما يفيد النزول عن الحق الثابت فيها في ظهر الصك للغير⁴.
ويلاحظ أنه يمكن تحويل شكل السهم من سهم اسمي إلى سهم لحامله، ومن سهم لحامله إلى سهم اسمي بشرط دفع قيمة السهم الاسمي بكامله وخلق نظام الشركة من نص يمنع ذلك ويجيز القانون اللبناني أن تكون الأسهم لحاملها أو اسمية، ويفرض أحيانا الشكل الاسمي⁵.

1 محمد علي سويلم، شركات الأموال (دراسة مقارنة بين التنظيم والتجريم والعقاب)، دار المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط1، 2013، ص.102.

2 علي البارودي ومحمد السيد الفقي، المرجع السابق، ص.405.

3 عقيل مجيد كاظم السعدي، رهن الأسهم في الشركات التجارية(دراسة مقارنة)، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، ط1، 2012، ص.33.

4 هاني محمد دويدار، مبادئ القانون التجاري (دراسة في قانون المشروع الرأسمالي)، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 1997، ص.170.

5 سعيد يوسف البستاني، المرجع السابق، ص.373.

ثانياً: السندات.

تمثل السندات مصدراً من مصادر التمويل وأداة من أدوات المالية التي تلجأ إليها شركات المساهمة والحكومات المركزية والمحلية لسد احتياجاتها المالية الكبيرة، وذلك في وجود سوق أوراق مالية نشطة، لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى التعريف بالسند في الفرع الأول، وأنواعه في الفرع الثاني.

1- التعريف بالسند: سنحاول هنا تعريف السندات وبيان خصائصها ثم تمييزها عن الأسهم

أ- **تعريف السندات:** تعددت واختلفت التعاريف التي تناولت السندات، ومن بين هذه التعاريف نذكر ما يلي:

- عرفت السندات على أنها: "قيم منقولة تصدر في شكل أوراق مالية قابلة للتنازل بغرض تمويل الاستثمارات المتخذة من الشركة المصدرة .

ويكون حاملي السندات دائنين للمصدر والذي يلتزم بتسديد هذا القرض الممنوح في الآجال المحددة وضمن الشروط السابق الاتفاق عليها في عقد الإصدار"¹.

- كما عرف أيضاً بأنه: "صك قابل للتداول يعطي لصاحبه الحق في الفائدة المتفق عليها، بالإضافة إلى حق الحصول على قيمته الاسمية"².

- كما عرفها G Ripert بأنها: "أوراق مالية تمثل قرضاً طويلاً الأجل أو متوسط الأجل، ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون فائدة ثابتة"³.

بناءً على ما سبق يمكن القول بأن السند هو صك قابل للتداول يمثل حصة في قرض ويعطي لصاحبه الحق في استرداد قيمته عند انتهاء مدة القرض بالإضافة إلى حقه في اقتضاء ما ينتجه القرض من فوائد.

ب- خصائص السندات: تتميز السندات بعدة خصائص أهمها:

- أن السند قابل للتداول: شأنه في ذلك شأن السهم، فهو إما أن يكون اسماً حيث تنتقل ملكيته عن طريق القيد في سجلات الشركة، وإما أن يكون لحامله فتنتقل ملكيته عن طريق التسليم، وإما أن يكون لأمر فتنتقل ملكيته عن طريق التظهير⁴، وهو ما نص عليه المشرع في نص المادة 715 مكرر 30 و 715 مكرر 81 من قانون تجاري جزائري.

4 محمد الطاهر بلعساوي، المرجع السابق، ص.93.

2 Legeais Dominique, **Droit commercial et des affaires**, 20^eéditions, Dalloz, France, 2012, p.296.

3 G. Ripert et R Roblot, **Traité de droit commercial**, 19 éditions, paris, p.565.

4 سعيد يوسف البستاني، المرجع السابق، ص.283.

- **طول مدة السند نسبيا:** أهم ما يميز السندات عادة من القروض العادية هو أنها تتعد لأجل طويلة، إذ غالبا ما تلجأ الشركة للقرض عن طريق إصدار السندات للتوسع في إنشاءاتها أو استثماراتها لمدة طويلة، ومن ثم فهي تعقد لفترة تتراوح بين 10-30 سنة في حين أن القروض العادية غالبا ما تكون لسد نقص طارئ في رأس المال ومن ثم كان أمدها قصير¹.
- **السند غير قابل للتجزئة:** يعتبر السند غير قابل للتجزئة وبالتالي إذا ألت ملكية السند إلى أكثر من شخص كما في حالة الإرث، فإن على هؤلاء الورثة اختيار أحدهم أو غيره لينوب عنهم في التعامل على السند وذلك إعمالا للقواعد العامة².
- **القيمة الاسمية للسندات متساوية:** حيث تصدر السندات بقيمة اسمية، متساوية كما تجدر الإشارة أن المشرع الجزائري لم يحدد قيمة معينة لكل سند وهو الحكم نفسه مع السهم³. والسندات تعبر عن قرض جماعي معروض من الشركة للجمهور من خلال الاكتتاب العام أو الخاص وهو ما يؤدي إلى تساوي كل من تقدم للحصول على سندات في ذات الإصدار الواحد⁴.
- ج- تمييز السند عن السهم:** هناك فروقا هامة تميز كل من السهم والسند عن الآخر⁵:
- أن صاحب السند ليس شريكا وإنما مقرض فله الحق في فائدة ثابتة سواء حققت الشركة أرباحا أم لم تحقق، بينما حامل السهم هو شريك وبالتالي فهو معرض لمخاطر الحياة المالية للشركة، ولا يحصل على حصة من الربح إلا إذا حققت الشركة أرباحا.
- أن حامل السند هو بمثابة دائن للشركة فله أن يطالب بالوفاء بقيمة سنده بحلول الأجل المتفق عليه، أما حامل السهم فلا يسترد قيمة سهمه من الشركة مادامت هذه الأخيرة قائمة الا اذا اخضع سهمه لعملية استهلاك وحصل بدله على سهم تمتع.
- أن حامل السند ليس له حق التدخل في إدارة الشركة، في حين أن المساهم له هذا الحق⁶.

1 احمد خالد موسى، المرجع السابق، ص.224.

2 ريان هاشم حمدون، التنظيم القانوني للتداول الالكتروني للأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2013، ص.24.

3 فاتح أيت مولود، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، (رسالة دكتوراه)، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012، ص.75.

4 ريان هاشم حمدون، المرجع السابق، ص.24.

5 عبد الهادي محمد سفر الغامدي ومحمد حسيني بن يونس، القانون التجاري، مكتبة الملك فهد، جدة، ط3، 2012، ص.301.

6 هاني صلاح سرى الدين، الشركات التجارية الخاصة في القانون المصري، دار النهضة العربية، مصر، ط2، 2001، ص.219.

- يتم استهلاك السندات عن طريق الاقتطاع من رأس مال الشركة في حالة عدم وجود أرباح احتياطية في الشركة. أما الأسهم فيتم استهلاكها عن طريق الخصم من الاحتياطي الاختياري للشركة بحيث لا يصح اقتطاع هذه القيمة من رأس مال الاحتياطي الإجباري¹.

2- أنواع السندات: تتنوع السندات التي تصدرها شركات المساهمة إلى عدة أنواع وهي:

أ- سندات عامة والسندات الخاصة: وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم شركات القطاع العام أو الخاص والخواص والبنوك.

أما سندات خاصة فهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة والتي من شأنها تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد².

ب- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: تطرق المشرع لهذا النوع من السندات في المواد 715 مكرر 114 إلى مكرر 125 من قانون تجاري، تتميز هذه السندات بأنه يمكن لحاملها استبدالها حسب رغبته بأوراق مالية خاصة بأسهم عادية لنفس الشركة المصدرة، وبذلك يصبح من ملاكها أي من مساهميها العاديين له نفس حقوقهم وعليه نفس واجباتهم، وذلك في فترة محددة في عقد إصدار هذه السندات أو في أية فترة قبل تسديدها. وبذلك يمكن لحملة هذا النوع من السندات الاستفادة من الفوائد الثابتة في حالة تسجيل الشركة لركود طويل نسبيا وتحوله إلى مساهم والحصول على الأرباح عندما تتحسن وضعيتها المالية، بالإضافة إلى أن هذا النوع هو وسيلة للسيطرة على الشركة، لأنه يمكن حامله من أن يصبح من المساهمين العاديين، والملاحظ في الأخير ان كل هذه الخصائص تشجع على الاكتتاب³.

ج- السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات: إن امتلاك هذا النوع من السندات يسمح لحامله بالاكتتاب في سندات مماثلة في مدة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقا. إذ يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر فترة يتم تحديدها في عقد الإصدار وبمجرد الانتهاء من عملية الإصدار الأولى يتم تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرفقة⁴.

1 عباس مصطفى المصري، تنظيم الشركات التجارية، دار النهضة العربية، مصر، ط1، 2001، ص.263.

2 رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، (رسالة دكتوراه)، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص.62.

3 جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة (الأوراق المالية)، ج2، دار هومة، الجزائر، ط1، 2002، ص.53.

4 المرجع نفسه، ص. 54.

د- **السندات ذات النصيب:** وهي سندات عادية يتم الاكتتاب فيها بقيمتها الاسمية وتستحق عليها الفوائد المشروطة، كل ما هناك أن الفوائد المشروطة قد تكون أقل نسبيا عن مثيلاتها في السوق، وحاصل الفرق يستخدم في تكوين مبلغ يستخدم في إعطاء جوائز أو مكافأة مالية كبيرة لعدد من السندات يجري اختيارها بالقرعة¹.

و- **السندات المضمونة:** وهي سندات تصدر عن الشركة بضمان يقرر لها، وهذا الضمان قد يكون شخصيا كالسندات من أحد البنوك أو الحكومة، وقد يكون عينيا كما لو كانت السندات مضمونة برهن له الأولوية على ممتلكات الشركة الثابتة².

هـ- **السند الاسمي والسند لحامله:** السند الاسمي الذي يذكر فيه اسم الدائن³، أما السند لحامله هو عبارة عن صك يعتبر حائزه مالكا له حيث لا يذكر فيه اسم الدائن ويتمتع حامله بكل الحقوق التي يعطيها السند، ويجوز التنازل عنه بالمناولة.

ي- **السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار:** وهو السند الذي يصدر بقيمة اسمية أعلى من القيمة التي دفعها المكتتب حقيقة، فتكون مثلا قيمته الاسمية 10000 دج، لكن المكتتب يدفع فقط 800 دج والفرق بين القيمتين يسمى علاوة إصدار وعلى أساس القيمة الاسمية المرتفعة تحسب الفوائد⁴.

ن- **سندات المساهمة:** نص عليها المشرع في المادة 715 مكرر 74 قانون تجاري، حيث عرفها بانها: "تعتبر سندات المساهمة سندات دين تتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند. يكون الجزء المتغير موضوع تنظيم خاص توضح حدوده بدقة".

ك- **سندات الاستحقاق:** نص عليها المشرع في المادة 715 مكرر 81 قانون تجاري حيث عرفها بانها: "سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية".

1 احمد خالد موسى، المرجع السابق، ص.225.

2 احمد خالد موسى، المرجع نفسه، ص.226.

3 فتحي زناكي، شركة المساهمة (في القانون الوضعي والفقهاء الإسلاميين)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012، ص.221.

ل- **سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم:** نص عليها القانون التجاري في المادة 715 مكرر 126 ، حيث تنص على انه: "يجوز لشركات المساهمة التي تستوفي الشروط المطلوبة لإصدار سندات استحقاق، أن تصدر سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم. ويجوز لشركة ما إصدار سندات 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 الاستحقاق أن ترخص بإصدار هذه السندات، أما لإصدار الأسهم فترخصه الجمعية العامة غير العادية للشركة المدعوة لإصدار أسهم".

ثالثا: شهادة الاستثمار وشهادة الحق في التصويت.

تصدر شركة المساهمة إلى جانب الأوراق المالية السالف ذكرها نوع آخر من الأوراق المالية ألا وهي شهادتي الاستثمار وشهادات الحق في التصويت وهو ما سنحاول دراسته من خلال هذا المطلب، حيث نتناول في المطلب الأول شهادات الاستثمار وفي المطلب الثاني شهادات الحق في التصويت.

1- شهادة الاستثمار: تعتبر شهادة الاستثمار قيم مالية تمثل الحقوق المالية للمساهم، لذا نتطرق أولا إلى تعريف شهادة الاستثمار ثم ثانيا أهم خصائصها، ثم ثالثا كيفية إنشاء شهادة الاستثمار، ثم رابعا حقوق حاملي شهادات الاستثمار.

أ- تعريف شهادة الاستثمار: تمثل هذه الشهادة التي يجب أن تكون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية لسهم الشركة المصدرة، حقوقا مالية وهي قابلة للتداول¹.

وتعرف شهادة الاستثمار بانها: "وثائق تعاقدية إسمية أو لحاملها قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية، تصدرها صناديق الاستثمار المتخذة شكل الشركة المساهمة، والمؤسسة وفقا لأحكام القانون مقابل أموال تتلقاها لاستثمارها في الأوراق المالية، أو غيرها من مجالات الاستثمار بترخيص خاص، والتي تعطي لحاملها حق المشاركة في الأرباح والخسائر وتخول لهم حقوقا متساوية مع حقهم في استرداد قيمتها في أي وقت قبل انقضاء مدتها طبقا لقيمة الإصدار أو قيمة آخر سعر إقفال لها في البورصة أيهما أقل مع حقهم في ناتج التصفية بنفس درجة ومرتبة المساهمين وبنسبة رأس مال كل منهم"².

1 المادة 715 مكرر 62 من القانون التجاري.

2 عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص.150.

ب- **خصائص شهادات الاستثمار:** ومما سبق من تعريفات يمكن استنتاج خصائص شهادة الاستثمار كما يلي¹:

- 1- قابلية هذه الأوراق للقيود والتداول في بورصة الأوراق المالية.
- 2- تكون اسمية من حيث الأصل ولكن استثناء يجوز أن تصدر هذه الوثائق لحاملها. ففي مصر مثلا تكون اسمية واستثناء سمح القانون بإصدار وثائق الاستثمار لحاملها بتوافر شرطين:
 - موافقة الهيئة العامة لسوق المال.
 - أن لا تزيد قيمة الإصدارات من الوثائق لحاملها عن نسبة 25% من مجموع الوثائق المصدرة.
- 3- تعطي وثائق الاستثمار للمستثمرين حقوق متساوية من قبل الصندوق ويكون لحاملها الحق في اشتراك في الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يملكها من هذه الوثائق وقيمتها.

وتنشأ شهادات الاستثمار تحت أحد الشكلين، سواء بمناسبة الزيادة في رأس المال الشركة والتي تدخل للشركة أموال جديدة، أو بتقسيم وتجزئة الأسهم الموجودة، وذلك بفتح مجال وآفاق للمساهمين لبيع شهادات استثمارهم مع الاحتفاظ بشهادات الحق في التصويت².

ج- **حقوق حاملي شهادات الاستثمار:** يكون لحاملي شهادات الاستثمار الحق في جميع القيم التي تقرر الجمعية العامة توزيعها سواء أرباح أو احتياطات، حيث يمكنهم أن يستفيدوا من ربح أولي محسوب قبل تحديد ربح الأسهم المجمع أو غير المجمع الموزع.

كما يجوز لهم الاطلاع على جميع وثائق الشركة حسب نفس الشروط المطبقة على المساهمين وهو ما نصت عليه المادة 715 مكرر 69 من القانون التجاري الجزائري.

ومن البديهي أن لا يسأل هؤلاء عن حقوق تخص المساهمين كتقديم طلب حل الشركة، وانتداب مندوب حسابات أو الاستعانة بخبير في التسيير مثلما هو الحال بالنسبة للمساهمين³.

2- **شهادة الحق في التصويت:** تناول المشرع هذه الشهادة بالتنظيم في القانون التجاري من خلال نص المواد 715 مكرر 61 إلى 715 مكرر 72، وعليه سنحاول من خلال هذا الفرع دراسة تعريف شهادات الحق في التصويت أولا، ثم الفرق بين شهادات الاستثمار وشهادة الحق في التصويت ثانيا.

1 عبد الباسط كريم مولود، المرجع نفسه، ص.154.

2 محمد الطاهر بلعيساوي، المرجع السابق، ص.98.

3 محمد الطاهر بلعيساوي، المرجع السابق، ص.100.

أ- تعريف شهادات الحق في التصويت: تمثل شهادات الحق في التصويت حقوقاً أخرى غير الحقوق المالية المرتبطة بالأسهم¹، ويجب أن تصدر شهادات ذات الحق في التصويت بعدد يساوي عدد شهادات الاستثمار²، كما يجب أن تكتسي الشكل الاسمي³. وتوزع شهادات الحق في التصويت إذا كانت موجودة، بين حاملي الأسهم وحاملي شهادات الحق في التصويت كل حسب حقه⁴.

ولا يجوز التنازل عن شهادة الحق في التصويت إلا إذا كانت مرفقة بشهادة الاستثمار، غير أنه يجوز التنازل عنها لحامل شهادة الاستثمار، فيعاد تكوين السهم بقوته القانون بين يدي حامل شهادة الاستثمار وشهادة الحق في التصويت، ولا يجوز منح شهادة تمثل أقل من حق واحد في التصويت⁵، ويجوز لحاملي شهادات حق الاطلاع على وثائق الشركة⁶.

ب- الفرق بين شهادات الاستثمار وشهادة الحق في التصويت: من المؤكد أن السهم باعتباره أهم الأوراق المالية وأكثرها شيوعاً في التعامل يخول صاحب الحق في الحصول على الأرباح أثناء حياة الشركة، والحق في فائض التصفية عند انقضاء الشركة وتصفيتهما، والحقوق الأخرى حقوق غير مالية أهمها الحق في التصويت.

والفقه الفرنسي مجمع على أن شهادات الاستثمار تعتبر من الأوراق المالية وتقبل التداول بالطرق التجارية. أما بالنسبة لشهادة الحق في التصويت، فيذهب الرأي الراجح إلى عدم اعتبارها ورقة مالية وذلك نظراً للقيود التي وضعها المشرع على تداول هذا الصك. وتعتبر شهادة الحق في التصويت تكون كقاعدة عاملة غير قابلة للتصرف فيها بمفردها، فأحياناً تكون خاضعة لحاملي شهادات الاستثمار أو محال عليها مع شهادة الاستثمار، وتكون شهادات الحق في التصويت اسمية بعكس شهادات الاستثمار التي قد تتخذ الشكل الاسمي أو الشكل لحامله⁷.

رابعاً: حصص التأسيس وصكوك التمويل.

1 المادة 715 مكرر 63 من القانون التجاري.

2 المادة 715 مكرر 64 من نفس القانون.

3 المادة 715 مكرر 65 من نفس القانون.

4 المادة 715 مكرر 66 الفقرة 5 من نفس القانون.

5 المادة 715 مكرر 67 من نفس القانون.

6 عمار عمورة، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري، دار المعرفة، الجزائر، 2000، ص.277.

7 محمد سيد طه بدوي، المرجع نفسه، ص.185.

تمنح حصص التأسيس عادة للمؤسسين نظير ما قاموا به من جهود في سبيل إنشاء الشركة، كما لهذه الأخيرة الحق في إصدار صكوك التمويل لمواجهة الحاجات التمويلية للشركة أو لتمويل نشاطها، وكذا تمنح قيم منقولة أخرى بترخيص من الجمعية العامة غير العادية.

1- حصص التأسيس:

سنتناول مختلف التعاريف التي تناولت حصص التأسيس ثم خصائصها ثم الطبيعة القانونية. أ- مفهوم حصص التأسيس¹: تعرف حصص التأسيس بأنها: "صكوك قابلة للتداول تصدر بغير قيمة اسمية تخول لصاحبها الحق في الحصول على نصيب من أرباح الشركة دون أن يقابلها تقديم حصته في رأس المال"².

كما عرفت كذلك بأنها: "صكوك تصدرها شركات المساهمة بدون قيمة اسمية ولا تمثل نصيبا في رأس المال وتخول صاحبها الحق في الحصول على نصيب من أرباح الشركة وتقبل التداول بالطرق التجارية ولا تدخل في تكوين رأس مال الشركة ولا يعتبر أصحابها شركاء"³. كما عرفت أيضا بأنها: "عبارة عن سندات قابلة للتداول تمنح لبعض الأشخاص مقابل الجهود التي يبذلونها في سبيل تأسيس الشركة دون تقديم أية حصة نقدية أو عينية في رأس المال وتعطيهم حق الاشتراك بنصيب من الأرباح وبعض الحقوق التي أقرها الاجتهاد كحق مدعاة الشركة بالعدل والضرر من جراء الأخطار التي يرتكبها أعضاء مجلس الإدارة. ولكنهم لا تعطيهم حق الاشتراك في إدارة الشركة ولا حق الاشتراك بتوزيع رأس مال الشركة أو موجوداتها أو حق الاعتراض على كيفية تكوين الاحتياطي"⁴.

1 يرجع تاريخ ظهور حصص التأسيس إلى سنة 1858 بمناسبة تأسيس شركة قناة السويس حيث نص نظام الشركة على مكافأة المؤسسين والحكومتين الفرنسية والمصرية على الجهود التي بذلت لنجاح المشروع، نقلا عن سميحة القليوبي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2008، ص.729.

2 صفوت بهنساوي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007، ص.351.

3 خالد بن لطرش، أهمية التحليل الفني لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، (مذكرة ماجستير)، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2006، ص.22.

4 إلياس ناصيف، الكامل في قانون التجارة (الشركات التجارية)، ج2، منشورات بحر المتوسط ومنشورات عويدات، بيروت باريس، د.س.ن، ص.274.

إن حصص التأسيس هي عبارة عن مكافأة تدفع للمؤسسين أو لمن يقدم خدمات للشركة تسهل مهمة تأسيسها وتمثل حصص التأسيس بسندات اسمية أو للحامل، تمنح حاملها الحق في أرباح الشركة ولا تشكل جزءا من رأس مال الشركة المساهمة¹.

ويشكل منح هذا النوع من السندات خطورة لكون السند هنا لا يمثل نصيبا في رأس المال مما يجعل أصحابها دائما في مركز ممتاز عن أصحاب الأسهم الذين يتحملون خسائر المشروع، كان الإسراف في منح حصص التأسيس يلحق ضررا بالمساهمين إذ يحصل صاحب حصة التأسيس على نسبة من الأرباح رغم أنه لا يساهم في رأس مال الشركة ولا يتحمل الخسائر التي قد تمنى بها الشركة.

لذلك منع المشرع الجزائري إصدار هذا النوع من حصص التأسيس في المادة 715 مكرر 31 بنصها على ما يلي: "يحظر إصدار حصص المستفيدين أو حصص المؤسسين، تحت طائلة تطبيق العقوبات المنصوص عليها في المادة 811".

بشكل عام فإن حصة التأسيس لا تخول صاحبها التدخل في إدارة الشركة، وهي صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية²، ويتمتع أصحاب حصص التأسيس بمجموعة من الحقوق تتمثل فيما يلي³:

- الحق في نصيب من أرباح الشركة يكون أقل من نصيب المساهمين العاديين، وليس لأصحاب هذه الحصص نصيب من أموال الشركة عند التصفية.

- حق حضور الجمعيات العامة للمساهمين، ولكن ليس لهم حق التصويت على قراراتها.

- حق الاطلاع على دفاتر الشركة وسجلاتها ووثائقها والحصول على كافة المعلومات المتعلقة بها.

- حق التصرف في هذه الحصص بالبيع أو بطريقة أخرى.

ب- خصائص حصص التأسيس: من تعريفات سالفه الذكر يمكن التوصل إلى جملة من الخصائص أهمها⁴:

1 عباس مرزوق فليح العبيدي، الاكتاب في رأس مال الشركة المساهمة (دراسة قانونية وعلمية)، مكتبة الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 1998، ص.73.

2 مصطفى كمال طه ووائل أنور بندق، أصول القانون التجاري، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص.432.

3 خالد بن لطرش، أهمية التحليل الفني لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، (رسالة الماجستير)، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2006، ص.22.

4 فتحي زناكي، المرجع السابق، ص.235. وكذا مصطفى كمال طه ووائل أنور بندق، أصول القانون التجاري، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص.432.

- حصص التأسيس لا تمثل أي جزء من رأس مال الشركة، لأن صاحب الحصة لم يقدم أي حصته نقدية بل أدى خدمات للشركة أو قدم حقوقاً معنوية وإذا قدم حصص عينية فإن هذه الحصة لا تقوم مقام النقود ولا تكون جزء من رأس المال.

- حصص التأسيس اسمية ويمكن أن تكون لحاملها، وهي تشبه في هذه الجهة الأسهم.
- الصك الذي يمثل حصة التأسيس ليست له قيمة اسمية وإنما يحدد نصيب الحصة في الأرباح.
- في حالة ما إذا أخفق المشروع فإن أصحاب حصص التأسيس لا يتحملون شيئاً من الخسائر.
- إن حصة التأسيس لا تخول صاحبها التدخل في إدارة الشركة، وأنها صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية.

ج- **الطبيعة القانونية لحصص التأسيس:** كانت هذه المسألة محل خلاف بين الفقهاء، فذهب بعضهم إلى أن حامل حصة التأسيس في مركز الدائن الذي يحمل صكاً مشابهاً لسند القرض ذي الدخل المتغير، لأنه لا يشترك في تكوين رأس المال ولا يتحمل في خسائر المشروع وليس له الحق في إدارته الشركة. وذهب بعضهم الآخر إلى أن حامل حصة التأسيس يعد شريكاً في الشركة، لأنه يشترك في الأرباح والاشتراك في الأرباح لا يكون إلا للشريك، ويؤيد بعضهم هذا الرأي على اعتبار أن حصة التأسيس تمنح لشخص قدم خدمة للشركة وتعاون على تأسيسها ولو أن حصته ليست نقدية وإنما هي حصة اعتبارية غير قابلة للتقويم ومركز صاحب حصة التأسيس كمركز الشريك بالعمل في شركات الأشخاص، فهذا الأخير ولو لم يشترك في تكوين رأس المال، إلا أن هذا لا ينفي عنه صفة الشريك¹.

ويذهب رأي ثالث وهو الراجح إلى القول أن حامل حصة التأسيس لا يعد شريكاً فحسب ولا دائماً فحسب وإنما هو في مركز خاص².

2- **صكوك التمويل:** سنتطرق في هذه النقطة إلى تعريف صكوك التمويل أولاً وخصائصه ثانياً.

أ- **تعريف صكوك التمويل:** تجدر الإشارة إلى أن هذا النوع من الأوراق لم يتطرق إليها المشرع. وقد وردت عدت تعريفات فقهية لصكوك التمويل نذكر منها:

- عرفت بانها: "وثائق تعاقدية متنوعة اسمية أو لحاملها قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية، تصدرها شركات المساهمة وشركة التوصية بالأسهم بعد أداء رأس المال المصدر بالكامل، مقابلة

1 عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية (دراسة فقهية قضائية مقارنة في الأحكام العامة والخاصة)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص.275.

2 المرجع نفسه، ص.276.

الأموال التي تتلقاها لمواجهة الاحتياجات التمويلية لها أو لتمويل نشاط أو عملية بذاتها والتي تعطي لحاملها من ذات الصادر حقوقا متساوية، مع حقهم من تحويلها إلى أسهم إذا تم الاتفاق على ذلك"¹.
- وعرفت أيضا بانها: "وثائق التمويل المتنوعة التي تصدرها شركات المساهمة و شركات التوصية بالأسهم مقابل الأموال التي تتلقاها عن طريق الاكتتاب العام من الأفراد أو عن طريق تغطيتها بالكامل بواسطة البنوك وشركات التأمين والشركات الأخرى المرخص لها بذلك"².

ب- خصائص صكوك التمويل: تتميز صكوك التمويل بعدة خصائص نذكر منها³:

- **جهة الإصدار:** تصدر صكوك التمويل عن شركات المساهمة التي ليس من بين أغراضها تلقي الأموال لاستثمارها سواء كانت تابعة لقطاع الأعمال العام أم الخاص أم الاستثماري بشرط ألا تزيد قيمة هذه الصكوك على ما في أصول الشركة.

- **وثائق بشكلية معينة:** لصكوك التمويل طبيعة وثائقية تمثل نصيب صاحبها في جزء من المال المستثمر بحسب قيمتها وتعد وثائق لما يحتويه من بيانات إلزامية، تتضمن ما لصاحبها من حقوق وما عليه من التزامات، وتعطي لصاحبها رؤية كاملة عن طبيعة الشركة ونشاطها، فهي أوراق تتمتع بالكفاية الذاتية.

- **شكل الصكوك:** تصدر الصكوك في شكل شهادات اسمية إلا أن اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 أجازت أن تصدر صكوك التمويل لحاملها.

- **قابلة للتداول:** صكوك التمويل قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية ويجب على الشركة المصدرة للصكوك أن تقدمها خلال سنة على الأكثر من تأريخ تغطيتها بالكامل أو قفل باب الاكتتاب إلى جميع بورصات الأوراق المالية لتقييدها ولو لم تكن أسهم مقيدة، وعلى البورصات أن تقيده هذه الصكوك من تلقاء نفسها إذا لم تتقدم الشركة المصدرة لها بطلب قيدها.

ولقد ألزم المشرع المصري الشركة المصدرة لهذه الصكوك بتقديم طلب القيد، وألزم البورصات أيضا بالقيد من تلقاء نفسها في حالت عدم تقديم الشركة بطلب القيد.

- **الإصدار عن طريق اكتتاب عام:** تصدر الصكوك عن طريق الاكتتاب العام، ومع ذلك يجوز عدم طرحها للاكتتاب العام إذا توصلت الشركة إلى الاتفاق على تغطيتها بالكامل بواسطة البنوك

www.olc.ebv.eg.21/03/2016.

1

2 عبد الباسط كريم مولد، المرجع السابق، ص.143.

3 المرجع نفسه، ص.144.

وشركات التأمين وشركات تلقي الأموال أية كانت طريقة تغطية الاكتتاب في الصكوك فيتعين موافقة هيئة سوق المال عليها.

- **قابلة للتحويل:** يجوز للشركة إصدار صكوك تمويل قابلة للتحويل إلى أسهم على أن لا يقل سعر إصدار الصك عن القيمة الاسمية للسهم، وفي حال تحويل صكوك التمويل إلى أسهم فإنه في هذه الحالة يتمتع أصحاب الصكوك بجميع المزايا التي يتمتع بها حملة الأسهم¹.

خامسا: باقي القيم المنقولة.

يمكن لشركة المساهمة أن تصدر قيم منقولة أخرى نص عليها المشرع الجزائري في المواد من 715 مكرر 110 إلى مكرر 113 من القانون التجاري .

ترخص الجمعية العامة غير العادية للمساهمين بإصدار القيم المنقولة، بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين ومندوب الحساب .

ويجيز قرار الجمعية العامة غير العادية بقوة القانون لصالح حاملي هذه القيم المنقولة، تنازل المساهمين عن حقهم في الأفضلية للاكتتاب في السندات التي تعطي الحق فيه حسب المادة 715 مكرر 110 من نفس القانون.

ولمساهمي هذه الشركة حق تفضيلي في اكتتاب هذه القيم المنقولة بما يناسب قيمة أسهمهم حسب المادة 715 مكرر 111 من نفس القانون.

كما يعتبر المشرع باطلا كل شرط ينص أو يسمح بتحويل أو تغيير قيم منقولة ممثلة لحصة من رأس المال إلى قيم منقولة أخرى ممثلة لديون حسب نص المادة 715 مكرر 112 من نفس القانون.

ويملك أصحاب شهادات الاستثمار حقا تفضيليا في اكتساب هذه القيم المنقولة حسب نص المادة 715 مكرر 113 من نفس القانون.

وعندما يمكن أن تسمح هذه القيم المنقولة بمنح شهادات الاستثمار، يمارس ذلك الحق وفقا للشروط المنصوص عليها في هذا القسم الفرعي.

1 عبد الباسط كريم مولد، المرجع نفسه، ص.145، 146.

المحور الخامس: تداول القيم داخل البورصة.

تقوم عمليات البورصة على تداول الأوراق المالية أي شراؤها وبيعها بواسطة الوسطاء وتعتبر هذه الأوراق من الأشياء المثلية. فعمليات البورصة هي عقد بيع يتم على قيم منقولة يتسلم بموجبه الوسطاء الأوامر من عملائهم والقيام بتنفيذها، هذه الأوامر يحظر فيها العميل السمسار عن رغبته في شراء ورقة من الأوراق المطروحة للتداول داخل البورصة وتسمى هذه الأوامر بأوامر الشراء، أو يخطره فيها عن رغبته في بيع ورقة من هذه الأوراق وتسمى هذه الأوامر بأوامر البيع. هذه العمليات (البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة داخل البورصة) لا تتم مباشرة بين البائع والمشتري بل تتم عن طريق الوسيط المعتمد وبتدخل شركة تسيير بورصة القيم. وعليه سنتطرق لتعريف أوامر البورصة وشروط صحتها أولا ثم وأنواعها ثانيا ثم كيفية تحديد أسعار الأوراق المالية ثالثا.

أولا: تعريف أوامر البورصة وشروط صحتها وأنواعها.

لدراسة أوامر البورصة يتطلب منا ذلك تعريفها وبيان شروط صحتها ثم بيان أنواعها:

1- تعريف أوامر البورصة: يقصد بأوامر البورصة: "التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كي يبيع أو يشتري له في البورصة أوراقا مالية معينة، ولا يكون لهذا الأمر مفعوله إلا إذا أعطى للشخص المختص أي الوسيط"¹.

وعرفته المادة 89 من نظام الجنة رقم 03/97 سابق الذكر بنصها على ما يلي: "أمر البورصة هي تعليمة يقدمها زبون إلى وسيط في عمليات البورصة أو يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل".

وقد اعتبر المشرع الجزائري أمر البورصة تفويضا حيث جاء في المادة 13 من المرسوم التشريعي 10/93 سابق الذكر انه: "يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة أن يبرموا مع زبائنهم عقود تفويض".

2- شروط صحة أوامر البورصة: لصحة أوامر البورصة يستوجب توفر مجموعة من الشروط الموضوعية والشكلية وهي تتمثل فيما يلي:

1 محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص.99.

أ- **الشروط الموضوعية:** وتتمثل هذه الشروط فيما يلي¹:

- **أهلية مصدر الأمر:** أن تنفيذ الأمر يترتب على عاتق صاحبه التزامات مختلفة، لذلك كان من الضروري أن يصدر عن شخص متمتع بكامل أهليته، ولما كانت القوانين الخاصة بالبورصة لم تفرض أهلية معينة أو خاصة على مصدر الأمر فإنه يقتضي عند تحديدها الرجوع إلى القواعد العامة.

والأهلية في القواعد العامة نوعان، الأولى هي أهلية الجوب والثانية أهلية الأداء، فالأولى تعني صلاحية الشخص لاكتساب الحقوق وتحمل الالتزامات، وأهلية الأداء هي قدرة الشخص على التعبير بنفسه عن إرادته تعبيراً منتجاً لآثاره القانونية، وعليه فإنه لا يكفي أن يتمتع مصدر الأمر بأهلية الجوب حتى يمكن الأخذ بتنفيذه بل لا بد من تمتعه بأهلية الأداء.

كما يجوز أيضاً للقاصر المرشد إصدار هذه الأوامر في حدود الإذن، كما يجوز أيضاً للقاصر المميز إصدارها لكن يمثله في ذلك وليه بعد استئذان المحكمة طبقاً للمادة 87 من قانون الأسرة، هذا بالنسبة للشخص الطبيعي. أما بالنسبة للشخص المعنوي فيجب أن يصدر الأمر من ممثله القانوني والذي يجب على الوسيط التأكد من صفته.

- **الرضا مصدر الأمر:** يجب أن يكون رضا مصدر الأمر سليماً وغير مشوب بأي عيب من العيوب التي قد تؤدي إلى الإبطال هذه الأوامر وذلك وفقاً للقواعد العامة في القانون المدني.

- **ملكية الورقة:** يشترط أن يكون مصدر الأمر مالكا للورقة المالية التي يريد بيعها، أو أن يكون له حق التصرف بتفويض من المالك الحقيقي، وفي هذه الحالة يجب على الوسيط التأكد من ملكيته للورقة أو من سلطة التفويض بالنسبة للوكيل.

ب- **الشروط الشكلية:** استوجب المشرع أن تكون أوامر البورصة مكتوبة ومحركة ومحددة بكل وضوح منعا لأي التباس قد يحصل، وهذا يتطلب بيان نوع الأوراق موضوع التعامل وكميتها والسعر المطلوب أن تتم على أساسه الصفقة. كما يجب بيان نوع الورقة المالية وأسهمها ونوعها سواء كانت أسهم أم سندات وتحديد نوع الأسهم، إذا كانت أسهم رأس مال أو أسهم عادية أو ممتازة... الخ. أما في ما يتعلق بالسندات، فيجب ذكر نسبة الفائدة المستحقة وسنة الإصدار... الخ. وقد نصت المادة 92 من نظام اللجنة 03/97 سابق الذكر، على وجوب أن يتضمن كل أمر من أوامر البورصة على البيانات الآتية:

1 نفس المرجع، ص. 99.

- بيان اتجاه العملية (شراء او بيع).
- تعيين القيمة محل التداول او خصائصها.
- عدد السندات المزمع تداولها.
- إشارة او حد السعر.
- مراجع صاحب الأوامر.
- وبصفة عامة كل البيانات اللازمة لحسن تنفيذه.

ثانيا: أنواع أوامر البورصة.

تصنف الأوامر إلى خمسة أقسام، من حيث كمية التنفيذ، وسعر التنفيذ، كيفية الدفع، وأجال التنفيذ وأخيرا من حيث صاحب الأمر.

1- من حيث كمية الأوراق المتداولة: وهي الأوامر الموجهة الى الوسطاء في البورصة تتضمن بيانا كمية الأوراق المرغوب التفاوض عليها بيعا أو شراء، وهي تختلف باختلاف ما يشترطه الزبون بشأن الكمية كما يلي:

أ- **أمر الكل أو اللاشيء *ordre tout ou rien***: يصدر الأمر هذا النوع من الأوامر حينما يرغب في الحصول على كامل الكمية المعروضة، فيشترط على الوسيط تنفيذ الأمر بكامله على كل الكمية الواردة فيه، وأن لم يستطع ذلك فلا ينفذه إطلاقا، ويستعمل هذا النوع من الأوامر في البورصات الكبرى، وذلك لكفاءتها العالية وسرعة التداول فيها وتوجد استراتيجيات كثيرة للمضاربة يتقنها المستثمرون، منها المضاربة على الكمية¹.

ب- **أمر بدون شرط الكمية:** هذا لا يعني أن الأمر خال من بيان الكمية، إنما هو أمر لا يشترط فيه الأمر الاستجابة الكلية لأمره، حيث يحدد الأمر للوسيط كمية الأوراق المرغوب في بيعها أو شرائها دون تقييده بشرط الاستجابة الكلية².

ج- **أمر الكل أو اللاشيء بأقصى كمية:** يتوسط هذا الأمر الأمرين السابقين، إذ يفتح الأمر للوسيط مجالا آخر للتنفيذ في حدود الحد الأقصى الذي سطره المستثمر.

د- **أمر الكل أو اللاشيء بأدنى كمية:** يختلف هذا الأمر عن سابقه من حيث حدود الكمية المسموحة بالتنفيذ، فهي عند أقصى حد في النوع الأول، وأدنى كمية في هذا النوع، ويجب التنويه

1 نوارة حمليل، المرجع السابق، ص.384.

2 المادة 95 من نظام رقم 97-03، السابق ذكره.

بأن الأمر في كلتا الحالتين قد يكون للبيع أو الشراء، على خلاف تحديد السعر الذي يكون فيه الحد الأقصى دائماً مرتبطاً بالبيع، أو الحد الأدنى مرتبطاً بالشراء.

2- من حيث سعر التنفيذ: يعتبر سعر تنفيذ العملية من أهم البيانات التي يجب أن يتضمنها الأمر سواء تضمن بيعاً أو شراءً، وتختلف الأوامر تبعاً للسعر الذي تتضمنه كما يلي¹:

أ- أوامر السوق: وهي أكثر الأوامر شيوعاً يطلب فيها العميل من السمسار إتمام الصفقة بأفضل سعر في السوق وبذلك لا يتضمن الأمر سعراً معيناً على عكس النوع الثاني.

ب- الأوامر المحددة: يحدد العميل سعراً للسمسار لا يعمل على إتمام الصفقة إلا بهذا السعر أي بأقل منه في أمر الشراء أو أعلى منه في سعر البيع².

ج- أمر لأفضل سعر: لا يتضمن هذا النوع من الأوامر أية إشارة إلى السعر الذي تنفذ عنده الصفقات فلا يحدد المشتري السعر الأقصى، ولا يحدد البائع السعر الأدنى للمعاملة، حيث ينفذ هذا النوع من الأمر بالأولوية وبأحسن ما تسمح به إمكانيات السوق.

3- من حيث كيفية الدفع: تنقسم الأوامر من حيث كيفية الدفع إلى نوعين وهما:

أ- أوامر مستحقة الدفع الفوري: تنفذ هذه الأوامر في السوق العاجلة.

ب- أوامر مستحقة الدفع الشهري: يتم الوفاء بقيمة العملية في آخر حصة تداول مقررة في رزنامة الشهر الجاري الذي تتم فيه العملية.

4- من حيث آجال التنفيذ: تتضمن هذه الأوامر بياناً بمواعيد تنفيذها، ومدة صلاحيتها، ومنها نذكر ما يلي³:

أ- أوامر المحددة بيوم: هي أوامر صالحة فقط أثناء اجتماع البورصة لليوم الموالي لإرساله إلى الوسيط في عمليات البورصة.

ب- أمر المحددة بأسبوع: هي أوامر تحدد مدة صلاحية تنفيذها بالأيام المتبقية من أيام الأسبوع الذي صدرت فيه ثم تنتهي هذه الصلاحية.

ج- أمر المحددة بشهر: هي أوامر تحدد مدة صلاحية تنفيذها بالأيام المتبقية من أيام الشهر الذي صدرت فيه ثم تنتهي هذه الصلاحية.

1 حمليل نواره، المرجع السابق، ص.386.

2 سمية بلجبلية، اثر التضخم على عوائد الأسهم، (دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة)، (رسالة ماجستير)، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/2011، ص.31.

3 المادة 94 من نظام رقم 97-03 السابق ذكره.

هذا وقد يرد أمر من الزبون إلى وسيط في عمليات البورصة دون أن يتضمن بيانا لأجل التنفيذ ولا مدة صلاحيته، فيفسر على أنه أمر اليوم، أي صالح فقط خلال اجتماع البورصة لذلك اليوم دون غيره، فعلى الوسيط سحبه إذا لم يتم تنفيذه خلال ذلك اليوم¹.

5- من حيث صاحب الأمر: وهي تصنف إلى صنفين هما:

أ- **أوامر الزبون:** وهي الأوامر التي يتلقاها الوسيط من قبل زبائنه، فيسهر على تنفيذها لحسابهم ووفقا لتعليماتهم.

ب- **أوامر غير الزبون:** هي الأوامر التي يودعها الوسيط لدى شركة تسيير البورصة، لحسابه الخاص، وهو ما يسميه المشرع الجزائري بـ "العمليات ذات المقابل"².

وتتمثل العملية ذات المقابل بالنسبة للوسيط في شراء أو بيع سندات لحسابه الخاص، وحسب الشروط المحددة من طرف شركة تسيير بورصة القيم، لا يمكن أن تتم إلا ردا على أمر معبر عنه في نفس التسعيرة³.

ثالثا: كيفية تحديد أسعار الأوراق المالية وشطبها: لتحديد أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة هناك العديد من الطرق، وإن اختلفت في الشكل فإنها تتلاقى في المبدأ الأساسي في التعامل في البورصة وهو قانون العرض والطلب، وتسمر عملية تسعيرة الورقة المالية داخل البورصة الى حين شطبها.

وتجب الإشارة إلى أن للوكلاء والوسطاء الماليين والمختصين دور أساسي في تحديد الأسعار، والتقريب بين الباعة والمشتريين بتنفيذ أوامرهم، وتوفر السيولة لمختلف الأدوات المالية، وذلك بالتعاون مع السلطات المالية وهيئات تسيير البورصة⁴.

1- طرق التسعيرة بشكل عام: تسعر القيم في كل بورصة بطريقة مختلفة عن باقي البورصات، فقد تتبنى كل بورصة طريقة موحدة لكل الحصص كما قد تطبق عدة طرق، كما ان المشرع وضع إجراءات وحدد طرق لعملية تسعيرة هذه القيم وهي:

أ- **طريقة المناذاة:** وتتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة وعقد الصفقات بمناذاة بعضهم البعض، فينادي الباعة بأن لديهم أوراق مالية بحوزتهم من نوع كذا

1 المادة 94 الفقرة الاخيرة من نظام رقم 97-03 السابق ذكره.

2 نوارة حمليل، المرجع السابق، ص.388.

3 المادة 122 من نظام رقم 97-03 السابق ذكره.

4 المرجع نفسه، ص.126.

مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها داخل البورصة، كأن يقول وسيط البائع أو الوسيط إذا كان يتعامل لحسابه عندي كذا من أوراق لتعبير عن استعداده لبيع نوع معين من الأوراق وذلك بصوت عالي، وبنفس الطريقة ينادي وسطاء المشترين أو الوسيط ويعبرون عن استعدادهم عن الشراء مستعملون في ذلك الفاظا متعارف عليها داخل البورصة، مثال: آخذ كذا، مما يخلق هناك نوع من العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة ولقد أصبح هذا الأسلوب غير صالح للأخذ به في الوقت الراهن نظرا لسرعة العمليات في البورصة وكثرة الأوراق المالية المتداولة¹.

ب- طريقة الأدرج: وفق هذه الطريقة تضع اللجنة المنظمة للتداول في البورصة تحت تصرف جميع الأوراق المالية فيها أدرجا خاصة بها، يسجل فيها الوسطاء كافة أوامرهم سواء كانت بيعا أو شراء بخصوص أصول مالية معينة وكل ما يتداول في بورصة الأوراق المالية، فباتباع هذا الأسلوب يتم جمع كافة أوامر البيع والشراء التي تخص ورقة مالية، وتسدن من قبل الجهة المكلفة بالعملية في البورصة إلى أحد المتخصصين فيها لمتابعة تلك الأوامر والخروج بسعر تعامل للورقة محل التفاوض. فالعملية روتينية تتم يوميا في بداية التعاملات داخل البورصة ميزتها الأساسية أن العملية تتم بالاتصال الكتابي ويغيب الاتصال الشفوي وتضمن سعرا عادلا من منظور المستثمرين².

ج- طريقة التسعير بالخزائن: يجمع السمسار المتخصص الأوامر الموكلة إليه في خزينته، ثم يحدث مواجهة بينها حتى يتوصل إلى السعر المناسب الذي يتم عنده تنفيذ حد من الأوامر بأفضل الأحوال، ويتم ذلك تحت مراقبة إدارة البورصة.

تمتاز هذه الطريقة بالسرعة، وتستخدم بصفة خاصة في تسعير السندات، كما تستعمل لتسعير كل القيم المنقولة غير المقبولة في الجدول الرسمي في السوق الثانوية، إن طابع التخصص الذي تشترطه هذه الطريقة من الوسطاء يؤدي إلى زيادة ضمان العمليات وتنفيذها بشكل جدي متقن وسريع³.

1 محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، العدد 3، 2004، ص.119.

2 حسان خبابة، دور الخصوصية و بورصة الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد، (رسالة دكتوراه)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، 2004، ص.140.

3 نوارة حمليل، المرجع السابق، ص.392.

د- **طريقة التسعيرة بواسطة الصناديق:** تجمع الأوامر التي ترد إلى الوسطاء، في صناديق أو علب لدى إدارة البورصة، قبل افتتاح حصة التسعيرة، تتولى هذه البورصة فرز كل الأوامر بواسطة متخصصين تابعين لها، ومواجهتها فيما بينها للوصول إلى سعر إقفال يلبي أكبر حجم من العروض والطلبات، وتتضمن هذه الطريقة حماية وشفافية أكبر من سابقتها نظرا لتدخل إدارة السوق برقابتها والإشراف عليها، مع ذلك فإن استعمالها محدود واستثنائي كونها تتسم بالبطء.

و- **التسعيرة بواسطة الإعلام الآلي:** استفادت السوق المالية كغيرها من المنشآت الاقتصادية بالتطورات التكنولوجية وخدمات الإعلام الآلي، وذلك بوضع قواعد معلوماتية Bases de données وتأسيس شبكة معلوماتية تسمح بتسجيل كل الأوامر التي ترد إلى المقصورة في الحاسوب المركزي قبل افتتاح الحصة، ويقوم الحاسوب بفرز الأوامر ومعالجتها حسب نوعها وحجمها والأسعار التي تتضمنها.

ثم تتم المواجهة بين الأوامر بصفة آلية وتعد الصفقات كلما تلاقى أمران متناسبان إذا كانت التسعيرة مستمرة أو في نهاية الحصة إذا كانت التسعيرة ثابتة.

تمتاز هذه التقنية بسهولة وكفاءتها في حفظ هذه المعلومات، ناهيك عن تقديمها لخدمات كثيرة في مدة زمنية قصيرة، خاصة وأن عنصر الوقت مهم داخل البورصة¹.

2- تسعيرة القيم المنقولة في بورصة الجزائر:

أ- **تنظيم رزنامة حصص التسعيرة:** أوكلت المادة 78 من النظام رقم 97-03 مهمة ضبط رزنامة اجتماعات التسعيرة لشركة تسيير بورصة القيم، التي قامت بتحديدتها بموجب المادة 2 من القرار رقم 98-02² المعدل والمتمم بالقرار رقم 10-02، وهي كالآتي:

- أيام عمل شركة تسيير البورصة هي من الأحد إلى الخميس.

- تجري حصص التداول كل يوم اثنين وأربعاء.

- إذا صادق يوم التداول عطلة تؤجل للحصة الموالية أي الأربعاء المقبل.

- تفتح الحصة على الساعة التاسعة ونصف.

وقد حددت الشركة الحدود الزمنية الدنيا والقصى لكل مرحلة من مراحل التسعيرة.

1 نواة حمليل، المرجع السابق، ص.393.

2 القرار رقم 98-02 المؤرخ في 22 مارس 1998، الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم و المتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم للقرار رقم 98-02 المؤرخ في 22 مارس 1998.

ب- طرق التسعيرة: حسب المادة 81 من نظام اللجنة 97-03 السابق، تتم تسعيرة القيم بالاستعانة بالإعلام الآلي أو بطريقة يدوية وفق الأنماط والالتزامات الخاصة والمحددة من طرف شركة تسيير بورصة القيم، وقد تبنت هذه الأخيرة نظام تسعيرة بموجب المادة 31 من القرار رقم 02/98 السابق، على أن تكون التسعيرة ثابتة يطبق فيها سعر واحد على جميع العمليات المنجزة على نفس القيمة، وفي نفس الحصة بطريقة الإعلام الآلي أو بالطريقة اليدوية إلا في حالات استثنائية حددتها الشركة لا يمكن فيها تطبيق طريقة التسعيرة الثابتة. وإذا تعذر الوصول إلى سعر موحد، فإنها تقبل أسعار مختلفة ومتقاربة من شأنها أن تلبى أكبر حجم من العمليات، وتقلص فوارق الأسعار مقارنة بسعر الإقفال الذي توقفت عنده الحصص السابقة التداول¹.

ويسهر على السير الحسن لحصص التسعيرة ومراقبتها ثم توثيق نتائجها أشخاص تعيينهم شركة تسيير البورصة، يطلق عليهم تسمية *officiels du parquet* يتصرف هؤلاء الأشخاص باسم ولحساب الشركة بصفتهم موظفين أو أعوان متعاقدين، يملكون صلاحيات واسعة في تسيير حصص التسعيرة، وحل النزاعات الناشئة أثنائها، كما لهم أن يقدموا توصيات واقتراحات إلى مجلس إدارة الشركة التي تتخذ الإجراءات المناسبة لتحسين ظروف عمل البورصة، يساعدهم في ممارسة مهامهم مراقب اللجنة².

ج- إجراءات تسعيرة القيم المنقولة: تفتح بورصة الجزائر أبوابها للوسطاء قبل افتتاح حصة التسعيرة، ليتمكن الوسطاء من تسجيل أوامر زبائنهم في ورقة السوق بواسطة الحاسوب المركزي. تتضمن ورقة السوق كل المعلومات الخاصة بحصة التداول المعلن عنها، نوع وكمية الأوراق المالية المعروضة، الأسعار المفتوحة، إضافة إلى السعر النظري الذي يحسب على أساس الأوامر التي تصل إلى السوق، وذلك وفقا لطريقة التسعيرة الثابتة، دون أن تؤدي هذه الأخيرة إلى مواجهة الأوامر³.

تكتسب ورقة السوق أهمية كبيرة في نظام التسعيرة المستمرة، فبواسطتها يتمكن الوسيط من متابعة معطيات السوق، فبعد كتابتها وطباعتها عن طريق الحاسوب المركزي، توزع على كل الأجهزة الخاصة بكل وسيط، ثم تظهر الورقة على شاشة الوسطاء كل المعلومات الخاصة بالقيم المعروضة للتداول، كما تظهر لهم السعر النظري الذي حدده الحاسوب بعد مقارنة الأوامر.

1 نوارة حمليل، المرجع نفسه، ص.394.

2 المادة 86 من نظام اللجنة رقم 97-03 سابق الذكر.

3 نوارة حمليل، المرجع السابق، ص.396.

تفتح حصص التداول بعد الإعلان الرسمي للافتتاح، أين يتم الإعلان عن ورقة السوق وعن السعر النظري للقيم، قد تعقد في هذه المرحلة صفقات إذا ما تناسب مع السعر النظري المحدد في الورقة وهو ما يعرف بتسعيرة الافتتاح، يبدأ التنفيذ الفعلي للعمليات بمواجهة الأوامر، فكلما تطابق أمران إلا ونفذاً، تستمر هذه العملية طوال حصة التداول، وعند انتهائها تنشر إدارة السوق العمليات المنفذة، للقيم المتداولة، حجمها وسعرها، أما عن العمليات غير المنفذة في حصص أخرى إذا كانت مدة صلاحية هذه الأوامر تسمح بذلك¹.

3- شطب القيم المنقولة: إن قيد القيم المنقولة في البورصة لا يعد نهائياً أو أبدياً وإنما يخضع لتطور أوضاع الشركات المصدرة فيما إذا كانت سلبية أو إيجابية، ولما تراه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، كما يمكن للجهات المصدرة أن تطلب شطب قيمها من السوق إذا تعلق الأمر بالأسهم، ويتم الشطب تلقائياً إذا تعلق الأمر بالسندات عند وصول أجل استحقاقها².
لقد فسر القانون بوضوح هذا الجانب لماله من أهمية في الحفاظ على مصالح المستثمرين وقد نص المشرع على ثلاثة طرق يمكن من خلالها شطب القيم المتداولة في البورصة تتمثل فيما يلي:

أ- الشطب التلقائي: يكون الشطب التلقائي في حالتين هما:

- حالة المادة 69 من نظام اللجنة رقم 03/97 حيث يمك لشركة تسيير بورصة القيم ان توصي اللجنة بشطب قيمة من القيم المتداولة في البورصة وذلك بالنظر الى:

* المعدل اليومي للمعاملات المعبر عنها بالدينار وبالسندات وكذا عدد أيام التداول خلال السنة.

* دفع الأرباح خلال السنوات الثلاثة الأخيرة.

* نسبة راس المال الموزع على الجمهور.

على ان تحدد اللجنة بالاتفاق مع شركة تسيير بورصة القيم الحدود الدنيا التي تؤخذ بعين الاعتبار في تقرير شطب القيم³.

- حالة المادة 70 من نفس النظام، حيث يتم الشطب التلقائي للقيم وذلك عند حلول أجل السند، لا سيما في حالة تسديد سندات الدين او عند زوال الشركة المصدرة⁴.

1 نوارة حمليل، المرجع نفسه، ص.397.

2 حسان خبابة، المرجع السابق، ص.337.

3 المادة 27 من النظام اللجنة رقم 03-97 سابق الذكر.

4 المادة 70 الفقرة 1 من نفس النظام.

ب- الشطب بناء على الطلب: مكن المشرع كل الجهات المصدرة من إمكانية سحب قيمها من السوق طواعيتا عن طريق تقديم طلب عرض عمومي للسحب يتعلق بقيمها المنقولة¹.

ويتم الشطب هنا بعد تقديم طلب سحب السندات المسعرة الى شركة تسيير بورصة القيم لتتولى عملية التحقيق في الطلب وترسله بعد ذلك الى اللجنة للحصول على التأشيرة المسبقة لإجراء العرض العمومي للسحب، ثم تنشر الشركة بلاغ فتح العرض يوضح فيه السعر والشروط التي بموجبها تعرض الشركة وخلال ثلاثين يوما على الأقل إعادة شراء السندات التي ستقدم اليها، ليتم بعد ذلك نشر بيان الشطب من طرف شركة تسيير بورصة القيم².

ونشير في الأخير أن شطب سند رأس مال يعني أن كل السندات المرتبطة بها أو التي ترجع إليها مثل سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى سندات رأس مال وكذا القسائم والحقوق المتعلقة بهذه السندات، مشطوبة هي الأخرى من جدول الأسعار³.

1 المادة 70 الفقرة 2 والمادة 75 من نفس النظام.

2 المادة 75 من النظام للجنة رقم 03/97 سابق الذكر.

3 المادة 73 من النظام للجنة رقم 03/97 سابق الذكر.

- المحور السادس: نظام التسوية.

أهم أثر يترتب على عقد البيع هو انتقال ملكية المبيع، عن طريق عملية التسوية والتسليم إلى جانب المقاصة 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.

أما التسوية فيقصد بها إتمام إجراءات الصفقة بقيام البائع بتحويل الأصل المالي إلى المشتري في المقابل قيام المشتري بتحويل مبلغ الصفقة إلى البائع، وتبدأ هذه الإجراءات بعد تمام المقاصة وفق تنظيم معين تديره شركة مختصة بالتسوية والمقاصة، وبالتالي فإن الأثر الناقل للملكية لا يترتب إلا بعد انعقاد العقد، وقد ميز المشرع الجزائري في القانون المدني بين كون المبيع عقارا أو منقولا وجعل لكل نوع حكما خاصا به.

أولاً: تسوية السندات في البورصة:

بما أن البورصة الجزائرية عبارة عن سوق فورية فإن تسوية و تسليم السندات تتم مباشرة في مدة أقصاها ثلاثة أيام (03) من إقبال حصة التداول¹، أما بالنسبة لعقود التداول المؤجلة فنتم تسويتها غالبا مرة واحدة في كل شهر وذلك قبل اخر جلسة من جلساتها وتتم تسوية الصفقات تصفية نهائية بيعا وشراء، فيدفع الثمن وتسلم الأوراق المالية رسميا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية².

وقد قام المشرع الجزائري بتغييرات جذرية فيما يخص تسوية السندات وذلك من حيث الإشراف على هذه العملية، مما أدى إلى ظهور علاقات جديدة بين الأطراف المتدخلة في هذه المرحلة والتي كانت نتيجة لاستقلالية منظومة تسوية عمليات التداول، إلى جانب ذلك فقد أدت هذه الاستقلالية إلى تغيير سير إجراءات تسوية عمليات التداول.

1- استقلالية منظومة تسوية عمليات التداول:

أسندت مهمة التسوية والتسليم في عمليات التداول الجارية في البورصة إلى المؤتمن المركزي على السندات بموجب القانون رقم 03-04 بعدما كانت من اختصاص شركة تسيير بورصة القيم بموجب المرسوم التشريعي 93-10، وغاية المشرع في ذلك هو مواكبة التحولات

1 www.cosob.org.

2 شمعون شمعون، المرجع السابق، ص.56.

الحاصلة في الأسواق المالية، ومن إعطاء تنظيم أكثر فاعلية للسوق وكذا ضمان تسوية أكثر سرعة وسلامة بإنشاء جهاز مختص في التسوية ونقل الملكية.

ويرعى المؤتمر المركزي على السندات أو نظام الجزائرية للتسوية عملية نقل ملكية الأوراق المالية حيث أصدرت لجنة البورصة النظام رقم 03-01 والمتعلق المؤتمر المركزي على السندات سابق الذكر، والذي حدد آليات التسوية عن طريق نظام تسوية سندات يسيره المؤتمر المركزي بالإنجاز الآلي والمتزامن للسندات وتسليمها التي كانت موضوع عمليات تداول بين الوسطاء في عمليات البورصة¹، إضافة إلى بنك الجزائر المكلف بالتسوية النقدية في إطار الاتفاقية المبرمة بينه وبين المؤتمر المركزي على السندات، يقوم نظام التسوية والتسليم على وظيفتين أساسيتين وهما التصديق على العمليات المنجزة، وقيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية بسندات المؤتمر المركزي وفي حسابات جارية نقدا في بنك الجزائر².

وتجدر الإشارة إلى أن الوسيط في عمليات البورصة لا يتعامل مباشرة مع أطراف العقد، وبالتالي هنالك مستويين من العلاقات القانونية، الأول هو علاقة الوسيط مع العملاء، التي هي علاقة تعاقدية يحكمها العقد والقوانين الخاصة في السوق المالية، أما المستوى الثاني هو علاقة الوسيط مع المؤتمر المركزي، وفي هذا المستوى فإن الوسيط لا يعد وكيلا عن عملائه، وإنما هو أصيل في المؤتمر المركزي، وبالتالي يكتسب عضوية الإيداع المركزي.

2- سير إجراءات التسوية:

تشمل عملية التسوية كل العمليات الجارية في السوق المنظمة قانونا، كما تشمل العمليات الجارية خارج الأسواق المنظمة، وما يهمنها في هذا الشأن هو تسوية العمليات في السوق المنظمة، فبعد تأكيد التنفيذ تتم التسوية وفق مراحل مجسدة في أنظمة فرعية، وهي النظام الفرعي لضبط الأوامر، والنظام الفرعي لحل العمليات، ونستبعد بذلك النظام الفرعي للقرن الذي يختص بتسوية عمليات التداول المبرمة خارج السوق المنظمة.

أ- النظام الفرعي لضبط الأوامر: وهو نظام يختص بتسوية العمليات الجارية في السوق المنظمة، فبعد إقبال حصة التسعيرة يقوم الوسيط بإرسال اشعار بالتنفيذ لكل عملية تداول قام بها الى الوسيط جامع الأوامر الذي يجيب برسالة الموافقة أو الرفض³، ويجب على هذا الأخير أن يقدم

1 المادتين 35 و36 من نظام اللجنة رقم 03-01 سابق الذكر

2 المادتين 37 و38 من نفس النظام.

3 المادة 44 الفقرة 1 من نفس النظام.

رده في أجل محدد قانونا، وفي حالة عدم الرد خلال الأجل الممنوح يتم التصديق على الإشعار بالتنفيذ بواسطة النظام. وفي سياق متصل يتولى المؤتمن المركزي على السندات إعلام المتداولين يوميا بالوضعية التي آلت إليها اشعاراتهم بالتنفيذ اذا كانت مقبولة ام 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 إصداره¹.

ب- النظام الفرعي لحل العمليات: 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 المنظمة²، ويتولى النظام الفرعي لحل العمليات معالجة الحركات التي يحل تاريخ الخصم الحسابي لها بواسطة أطوار متتالية تتم في غضون دراسة عمليات التسوية والتسليم سطرًا سطرًا، تتجسد هذه الدراسة في معاينة مدى كفاية الرصيد من السندات بالنسبة للمسلم البائع والنقود بالنسبة للمستلم المشتري ثم التصديق عليها عند كفايتها، ولكن في حال عدم كفاية الرصيد من السندات أو النقود تبقى العمليات معلقة في انتظار طور المعالجة الموالي³.

ويترتب على التصديق على العمليات المنجزة اعتبارها مختتمة نهائيا، ونتيجة لذلك يقوم المؤتمن المركزي على السندات بتبليغ بنك الجزائر بوضعية السيولة النقدية للمشاركين لكي يتم بصفة متلازمة بقيد ما يأتي في دفاتر الحسابات، وهو ما يعرف بالتسوية المزدوجة:

- يتولى المؤتمن المركزي على السندات عملية التحويل الخاصة بتسليم السندات في الحسابات الجارية للمشاركين التي تكون تحت إدارته.

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

بعد تمام إجراءات التسوية يقوم مشتري الورقة المالية بممارسة حقوقه بتسجيل اسمه على سجل المساهمين مكان اسم المالك القديم، كون أن الشركات المقبولة والمسجلة في قيد البورصة تضع تحت تصرف المشتري "مصالح تسيير سجلات المساهمين"، تحويلات الأوراق المالية، ودفع توزيعات الأرباح، ويتعين على هذه المصالح إتلاف الأوراق القديمة وإصدار أخرى جديدة باسم

1 المادة 44 الفقرة 3 و 4 و 5 من نفس النظام.

2 المادة 54 من نفس النظام.

3 المادة 56 من نفس النظام.

المالكين الجدد، وفي الحالة التي يرغب فيها المساهم الجديد أن تكون بحوزته الأوراق المجسدة بإمكانه طلب تسجيل الأوراق في الحساب، وفي كل الحالات يتعين على المؤسسة إجراء تغيير الملكية على سجل المساهمين¹.

لكن ما يلاحظ من الناحية الواقعية إذا ما نظرنا لوضعية التسوية في البورصة الجزائرية فإن معظم الدراسات تشير لضعف كبير وبطئ في إجراءات نقل الملكية².

ثانيا: تسوية السندات في العقود ذات الأجل.

تختلف طرق التسوية والمقاصة في عقود التداول الآجلة عنها في عقود التداول الفورية نظرا لعامل المدة المتحكم فيها، إضافة إلى طبيعة العقد الآجل الذي أعطى فرص أخرى للتسوية، هذا إلى جانب تطور المعاملات المالية وما تمخض عنه من عقود مستحدثة ثلاثية الأطراف انفردت هي الأخرى بآليات تسوية تتماشى وخصوصية العقد، وفي مثل هذه العقود تلعب بيوت التسوية والمقاصة دورا رئيسيا في العلاقة العقدية بحيث تتدخل لتكون طرفا ثالثا أو ما يعرف بنظام الإحلال والإبدال.

1- آليات التسوية في العقود الثنائية الأطراف:

يتم نقل ملكية الأوراق المالية بين الأطراف في ظل عقود التداول المؤجلة إما بالتنفيذ المباشر والنهائي أو ما يعرف بالتصفية النهائية، أو بتمديد أجل التنفيذ لموعد لاحق جديد والذي يعرف بالترحيل.

أ- التصفية النهائية: يلاحظ أن التسوية في عقود التداول الآجلة غالبا ما تتم من خلال حساب الفروقات المالية الناجمة عن التنفيذ دون اللجوء للتسليم والاستلام ولكن يمكن أن تتباين التسوية حسب نوع العقد وفق ما يلي:

- بالنسبة للعقود الباتة القطعية يتم تسويتها إما بالالتزام بتنفيذ العقد عن طريق التسليم و التسلم لكل من الثمن والأوراق المالية، وإما دفع الفارق بين سعر التعاقد وسعر السوق إن كان البائع أو المشتري مضاربا أو بتقديم أجل التسوية قبل تاريخه في حالة تضمين العقد بشرط.

- بالنسبة لعقود التداول الآجلة بشرط التعويض يتم تسويتها إما بالتسليم والدفع، أو إلغاء التسوية بدفع مبلغ التعويض سواء كان هذا الإلغاء من البائع أو من المشتري.

1 الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع مالية مؤسسات، جامعة الجزائر3، 2011-2012، ص.138.

2 محفوظ جبار، المرجع السابق، ص.93.

- بالنسبة للعقود الآجلة بشرط الزيادة يتم تسويتها بتسليم الأوراق المالية محل العقد، أما الكمية الزائدة فيقع الاختيار بين طلبها من عدمه بعد دفع تعويض مسبقا غير قابل للرد.

ب- **تصفية بالترحيل:** يلجا المستثمر إلى هذا النوع من التسوية عندما يكون مضاربا باستخدامه لتقنية الرافعة المالية بحيث يلجأ إلى شراء الأوراق المالية بعقد مؤجل سواء بالشراء أو البيع متوقعا ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ التسوية أو الاستحقاق في حال الشراء، أو متوقعا انخفاض قيمتها السوقية في حال البيع، فيختار المستثمر تصفية العقد بترجيله عن طريق إبرام عقد آخر ويبقى مقرونا بالعقد الأول، أي يؤجل التصفية إلى موعد تصفية جديد أملا في تغير الأسعار في صالحه ويتحمل بذلك نفقات هذا الترحيل، والفرق بين التصفية النهائية والتصفية بالترحيل، ان المستثمر في الحالة الثانية لا يصفي مركزه بصفة نهائية بل يعتمد إعادة تأجيل التصفية لموعد لاحق¹.

2- آليات التسوية في عقود التداول ثلاثية الأطراف:

تختلف سبل نقل الملكية في عقود التداول ثلاثية الأطراف من حيث الدور البارز لبيت المقاصة والتسوية الذي يعد طرفا ثالثا في عملية التداول برمتها، سواء تعلق الأمر بالعقود الاختيارية، أم بالعقود المستقبلية.

أ- **تسوية عقود التداول الاختيارية:** تتم تسوية عقود الاختيار إما بممارسة حق الخيار فتتحول بذلك إلى صفقات شراء وبيع فتطبق عليها قواعد التسوية الجاري بها العمل في السوق المالي². ويقوم بيت التسوية والمقاصة في عقود التداول الاختيارية بدور الوسيط بين السماسرة الممثلين للمشتريين والبائعين، إذ ينتقل التعامل بمجرد انعقاد العقد بينهم إلى بيت التسوية والمقاصة، ومن خلال وسطائهم يتصل بائعو عقود خيارات الشراء الآجل بمؤسسة التسوية لتسليم الحصص والأنصبة لأوراق معينة، وبالمقابل يستلم مشترو خيارات الشراء من مؤسسة المقاصة حق شراء تلك الحصص، وبالتالي تصبح هي همزة الوصل بين المتعاملين فتكون بمثابة المشتري بالنسبة للبائع وبائعا لكل مشتري، فيكون ضامنا للالتزامات التعاقدية³، فيقوم المستثمرون الراغبون بتنفيذ اختياراتهم بإبلاغ مؤسسة التسوية والمقاصة بالاختيار المطلوب لتنفيذه عن طريق

1 السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص.189.

2 رشا محمد تيسير الحطاب، عقد التداول في البورصة (دراسة قانونية مقارنة)، دراسات علوم الشريعة والقانون، جامعة اليرموك، الاردن، المجلد 36، عدد 1، 2009، ص.125.

الوسيط فتقوم مؤسسة التسوية باختيار احد سماسرتها فتوكل اليه نفس العقد المطلوب، يقوم هذا السماسر بدوره بالبحث عن عميل حرر اختيار البيع أو الشراء الآجل، وبمجرد إيجاده ينفذ العقد¹.
ب- **تسوية العقد المستقبلي:** لا يختلف دور بيت المقاصة في عقد التداول المستقبلي عنه في عقد الخيار، إذ يعد طرفا في العلاقة العقدية كبائع للمشتري وكمشتري للبائع، يسبق ذلك فتح حساب هامش لضمان تنفيذ العقد، لدى الوسيط قبل وضع الأوامر قيد التنفيذ، يمثل الحساب وديعة تتراوح بين 5 % إلى 18 % من قيمة العقد، ولا يشترط في الهامش المبدئي أن يكون نقديا إذ يمكن استخدام الأوراق المالية كضمان، بعدها يتلقى الوسيط الأوامر من الزبون فيعمد لنقلها إلى البورصة، وعند مقابلة الأوامر يقوم بتثبيت الصفقة وتوثيقها لدى بيت المقاصة².

يتولى بيت المقاصة بعد ذلك مهمة التسوية اليومية للعقد المستقبلي تبعا للتغيرات السوقية للسعر إذ يتم تكوين سعر تسوية على أساس كل سعر خر تداولات في نهاية يوم العمل والذي على أساسه يتم تعديل قيمة العقد، فإذا كانت قيمة العقد السوقية مرتفعة عن قيمته في التسوية السابقة (أي أن الفرق موجب) فيتم قيد الفرق في حساب الهامش لصالح المستثمر المشتري، ويستقطع من المستثمر البائع 2 ، أما إذا كان الفرق سالبا فيستقطع حساب المشتري ويقيد لصالح المستثمر البائع، وهو ما يسمى بتعديل قيمة الهامش المبدئي عند نزوله بإرجاعه إلى حد الهامش الوقائي، وبهذه الطريقة تضمن البورصة استقامة السوق من خلال تغطية الخسائر في الحال بدل من الانتظار لحين النفاذ فحينها قد يكون ذوي المراكز الخاسرة غير قادرين على تغطية الخسائر³.
ومنه فإن نقل ملكية الورقة المالية لا يتم بمجرد تنفيذ أمر التداول، وتبعا لذلك فلا يعد المشتري مالكا لها ومرد ذلك عدم ترتيب الأثر الناقل للملكية والمتمثل في الشكلية المطلوبة والمتجسد في إجراءات التسوية والتسليم، إذ ان حق المالك الجديد لا يسري في حق الشركة المصدرة وكذلك الغير لأنها تبقى مقيدة باسم البائع رغم تنفيذ أمر البورصة⁴.

1 Philippe Spieser , la Bourse, Imprim'vert , Librairie Vuibert, Paris, 4e Edition, 2010, p.162.

2 أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم و تقييم للأدوات)، دار يازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص.3.

3 أسامة عبد العليم الشيخ، الأحكام الفقهية للتعامل بالهامش في بورصة الأوراق المالية، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2013، ص.25، 26.

4 حسين توفيق فيض الله، هيو إبراهيم قادر، التكييف القانوني لانتقال ملكية الأوراق المالية في البورصة، مجلة الشريعة والقانون، كلية القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، العدد الخمسون، 2012 ، ص.265.

وبالتالي فإن العبرة بتاريخ القيد في الحساب والذي يختلف تحديده من بورصة لأخرى، وبالتالي يستمر البائع في ممارسة حقوقه المالية والغير مالية الناشئة عن الورقة بصفته مالكا لها في مواجهة الشركة المصدرة كالتصويت وحضور الجلسات، ثم إن تراخي انتقال الملكية إلى تاريخ القيد في الحساب لا يؤثر على التزامات الطرفين، حيث تكون الالتزامات قائمة من تاريخ تنفيذ الأوامر لا من تاريخ القيد في الحساب¹.

- المحور السابع: جرائم البورصة.

1 هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2005، ص.178-190.

تتاول المشرع الجزائري الجرائم البورصية في المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/05/23 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم بالأمر رقم 96-10 المؤرخ في 14-01-1996 وبالقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17-02-2003.

وتنص المادة أنفة الذكر على أنه (يعاقب بالحبس من ستة (06) أشهر إلى خمس (05) سنوات وبغرامة قدرها 30.000 دج ويمكن رفع مبلغها حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه، أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط: - 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 يتعمد السماح بإنجازها، إما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك، قبل أن يطلع الجمهور على تلك المعلومات.

- كل شخص يكون قد تعمد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى عن منظور أو وضعية مصدر، تكون سندات محل تداول في البورصة، أو عن منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة من شأنه التأثير على الأسعار.

- كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس، مباشرة أو عن طريق شخص آخر مناورة ما بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تضليل الغير، تعد العمليات التي تنجز على هذا الأساس عمليات باطلة.

ومن نص هاته المادة يتبين أن الجرائم البورصية تأخذ ثلاث صور، وسوف نتناوله على

النحو الآتي:

- جريمة العالم بأسرار الشركة.

- جريمة نشر المعلومات الخاطئة أو المظلمة.

- جريمة القيام بأعمال غير شرعية في سوق البورصة.

أولاً: جريمة العالم بأسرار الشركة.

أن المتعاملون في بورصة القيم المنقولة هم أحد العناصر التي تقوم عليها البورصة، كما ان المساواة أمام المعلومة في البورصة يعد أحد ركائزها الأساسية لشفافيتها وتحقيق مبدأ العدالة

والمساواة بين المتدخلين .وعليه، فإنه لضمان هذه المساواة إستوجب وضع نص تشريعي عقابي يجرم قيام أي شخص بالتعامل بناء على معلومات جوهرية غير معلنة للكافة¹.
والمقصود بهذه الجريمة هو من يستعمل معلومات صحيحة يجهلها الجمهور، لإنجاز عمليات في سوق البورصة.

ومن الأمثلة على ذلك مديرو المؤسسة الذين تتوفر لديهم معلومات بأن المؤسسة مقبلة على تحقيق عملية جيدة من شأنها أن تؤدي إلى رفع قيمة أسهمها وسنداتها في بورصة القيم المنقولة، فيدفعون الغير إلى شراء أسهم وسندات قبل ارتفاع قيمتها، وكذلك المديرون الذين يدفعون الغير لبيع أسهمهم قبل انخفاض قيمتها وذلك عشية نشر حساب ختامي سيء.
يشترط لقيام هذه الجريمة توافر الأركان الآتية:

- صفة العالم بأسرار الشركة.
- حيازة الجاني لمعلومات امتيازية من شأنها أن تؤثر على سوق البورصة.
- استغلال المعلومة لإنجاز عملية في السوق بالتدليس أو السماح للغير بإنجاز عملية في السوق.

1- صفة الجاني والمعلومات المتوفرة لديه.

1-1- صفة العالم بأسرار الشركة: بالرجوع إلى نص المادة 60 المذكورة آنفا فإن الجاني هو الشخص العالم بأسرار الشركة أو المطلع هنا من خلال موقعه وقدرته داخل الشركة على التوصل إلى المعلومات غير المعلنة للكافة². وهنا يمكن التمييز بين المطلع على أسرار الشركة والغير المستفيد والمخفي.

أ- **المطلع على أسرار الشركة:** هناك طائفتين من المطلعين:

- **العالمون الأولون (بحكم القانون):** ينتمي إلى هذه الطائفة مديرو الشركات، كالرئيس المدير العام وأعضاء مجلس الإدارة والمديرين العامين والقائمين بالإدارة ومن يضطلع في الشركة بوظيفة عضو في مجلس الرقابة أو بوظيفة الممثل الدائم للأشخاص المعنوية، ولا يوجد ضمنهم الشركاء في الشركة ولا محافظ الحسابات³.

1 GOUNOT Marc- Emmanuel, Le délit d'initié : L'utilisation abusive d'information privilégiée, Thèse de doctorat, université Montpellier I, 1996, p 210.

2 محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2007، ص.42.

3 احسن بوسقيعة، الوجيز في القانون الجزائري الخاص، ج2، ط2، دار هومة للطباعة والنشر، الجزائر، 200، ص.20.

- **العالمون الثانويون (الفعليون):** تشمل هذه الطائفة كل من تسمح له وظيفته أو مهنته الحصول على المعلومات الجوهرية سواء أثناء أو بمناسبة ممارسته لوظيفته أو مهنته، وقد ينتمي لهذه الطائفة المدير المالي أو الإداري للشركة التي يجري التفاوض بشأن سندات لها بصفة غير رسمية بالإضافة إلى الأجير المطلع على الملفات السرية. كما تشمل هذه الطائفة أيضا مصفى الشركة وأجراء البنك والمحامون والمستشارون الذين ساهموا في المفاوضات أو في تحرير العقد، وأعضاء لجنة البورصة الذين هم على الاطلاع بصفة منتظمة بالمفاوضات الجارية بين شركتين رغم أن هؤلاء لا ينتمون إلى الشركة.

ب- **الغير المستفيد:** القانون لا يجرم ولا يعاقب من يقوم بعمليات غير شرعية بناء على المعلومات التي تلقاها خارج أي نشاط وظيفي أو مهني، وإنما يعاقب العالم بالسر الذي سمح لغيره القيام بعمليات غير شرعية أو قام بالتعامل على معلومات تفضيلية غير معلنة خاصة بالشركة. لكن المشكلة المطروحة هي صعوبة إثبات مصدر المعلومات الامتيازية، لذلك وجب على القاضي التثبت إذا ما كانت المعلومة قد وصلت بحكم المهنة أولا¹.

ج- **المخفي:**

تطبيق أحكام الإخفاء على هذه الجريمة على من استغل معلومات جوهرية امتيازية تلقاها من المطلع أو العالم بأسرار الشركة وهو يعلم بالمصدر التدايسي لتلك المعلومات الامتيازية التي استغلها.

وفي ظل التشريع الجزائري يصلح تطبيق حكم الإخفاء على من استغل المعلومات الامتيازية التي تلقاها من العالم بأسرار الشركة وهو يعلم بذلك وذلك طبقا لأحكام المادة 387 من قانون العقوبات.

1-2 **المعلومات المتوفرة لدى الجاني:**

أ- **طبيعة المعلومات:** لا تعد المعلومة الامتيازية بحسب المعنى الوارد في المادة 60 المعدلة والمتممة بالقانون رقم 03-04، إلا إذا كانت المعلومة محددة بدقة ومؤكدة وذات طابع خاص وسرية .

1 منير بوريشة، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2007، ص.148.

ويمكن تعريف المعلومة الإمتيازية، أي المعلومة الجوهرية غير المعلنة للجمهور بأنها: " معلومات تتعلق بالشركة المصدرة للورقة المالية، ليست معلنة للكافة أو للسوق، والتي لو تم الإعلان عنها فإنها ستؤثر بطريقة واضحة أو جوهرية على سعر الورقة المالية الخاصة بالشركة أو من الممكن أن تعتبر كذلك في نظر المستثمر العادي"¹.

فالشائعات في سوق رأس المال لا يمكن لها أن تشكل معلومة امتيازية، ومن ثم لا يمكن أن يكون كل استغلال لمعلومة موضوع جريمة يعاقب عليها القانون إلا إذا كان لها طابع سري، وتكون كذلك طالما لم تنتشر على صعيد واسع للعموم إما عن طريق صحف واسعة الانتشار، أو عن طريق بلاغ رسمي من مصدر هذه القيم المنقولة². وأوجب محكمة النقض الفرنسية توافر ثلاث شروط هي³:

- الشرط الأول: أن يكون هناك توافق بين محتوى المعلومة، أي يجب أن يكون محتوى المعلومة غير متيسر الحصول عليه إلا بالنسبة لأطراف معينة.

- الشرط الثاني: أن تكون المعلومة محددة وسرية، بحيث يكون من شأنها التأثير على سعر القيمة المنقولة في عمليات البورصة موضوع هذه القيمة.

- الشرط الثالث: أن تكون الطبيعة الامتيازية للمعلومة غير ناتجة عن تحليل مالي قامت به إحدى الجهات المتخصصة، كما هو الحال بالنسبة للوسطاء الماليين الذين يجمعون مختلف معطيات السوق في وقت معين وينتهون عند تحليلها إلى نتيجة معينة .

ب - مضمون المعلومات: يجب أن تنصب هذه المعلومات على:

- منظور مصدر سندات أو وضعيته: يجب أن تكون المعلومة متعلقة بإحدى الجهات المصدرة لقيم منقولة متداولة في البورصة والمتمثلة في السندات أو في وضعية المصدر لهاته القيم المنقولة.

- منظور تطور قيمة منقولة: إن هذه المعلومة تؤثر على سعر القيمة المنقولة في سوق البورصة وتأخذها إلى اتجاه معين غير طبيعي، سواء بالارتفاع المفاجئ لكمية العمليات التي تكون موضوع القيمة المنقولة أو الانخفاض الحاد لكمية العمليات في البورصة.

1 محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص.137.

2 Les grands arrêts du Droit des affaires, Ed. Dalloz, 1995, p 619 et 620.

3 نقلا عن: منير بوريشة، مرجع سابق، ص.149.

2- الركن المادي للجريمة:

يعد الركن المادي للجريمة، الركن الأساسي لها، حيث يدخل هذا الفعل في نطاق جرائم الخطر، ولا دخل للنية الإجرامية فيها ذلك أن المادة 60 الفقرة الأولى المذكورة أنفا لم تتطلب توفر النية الإجرامية للعالم بأسرار الشركة، ولم تهتم بالباعث في العملية في حد ذاته. ويتمثل النشاط الإجرامي في إنجاز عملية في السوق باستعمال طرق تدليسية أو السماح للغير المستفيد بإنجاز عملية في هذه السوق.

أ- إنجاز عملية في السوق بالتدليس: القضاء الفرنسي اعتبر أن إعطاء أمر لأحد البنوك لبيع أو شراء أسهم يكفي لقيام الجريمة ويؤخذ هنا بتاريخ إعطاء الأمر وليس تاريخ التنفيذ. وقضي أيضا بأن إعطاء الأمر وعدم إلغائه حين تأكد العالم بالسر بأن هذه المعلومات الامتيازية غير علنية يشكل الجريمة، مما أدى بالفقه والقضاء في فرنسا إلى الحديث حول واجب الامتناع الذي يقع على عاتق من تتوفر له معلومات تفضيلية، وهذا الواجب لا يقبل عذر عدم الاحتياط.

ب- السماح للغير بإنجاز عملية في السوق: المشرع جرم العالم بأسرار الشركة الذي يسمح للغير بإنجاز عملية في السوق أي فرض واجبان هما الامتناع الذي على عاتق من له معلومات جوهرية تفضيلية وكتمان السر.

غير أن المشرع يشترط في هذا المجال أن يكون الجاني متعمدا في السماح لغيره بإنجاز عملية في السوق، ولا يعذر العالم بأسرار الشركة على نقل المعلومات الامتيازية إلا في حالة الضرورة الوظيفية أو المهنية.

يقوم الركن المادي لهذه الجريمة إذا ما تحققت عملية التعامل المبنية على معلومات امتيازية بقطع النظر على نوع السوق التي جرى فيه التعامل، سواء أكان ذلك في السوق الرسمية وهو سوق البورصة أو رأس المال، أو في الأسواق الموازية.

لا ترتكب الجريمة إلا إذا كان الأمر بإنجاز عمليات أو تبليغ معلومات امتيازية قد تم خلال الفترة الزمنية التي كان فيها واجب الامتناع أو كتمان السر ساريا على الفعل. ويبدأ سريان تلك الفترة من اللحظة التي تصبح فيها المعلومات التفضيلية دقيقة ومؤكدة وتسري ما دامت لم تعلن بعد للكافة¹.

1 احسن بوسقيعة، مرجع سابق، ص.161.

3- قمع الجريمة:

تنص المادة 60 سابقة الذكر على معاقبة العالم بأسرار الشركة بالحبس من ستة (06) أشهر إلى خمس (5) سنوات وبغرامة مالية تقدر بـ 30.000 دج، مع إمكانية رفع مبلغ الغرامة المالية حتى تصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، وذلك دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربع نفسه، أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط .

كما تنص المادة 51 من المرسوم التشريعي المذكور أنفا على جزاءات إدارية تصدرها الغرفة التأديبية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ضد العالم بأسرار الشركة تتمثل فيما يلي: الإنذار ، التوبيخ ، خطر النشاط كله أو جزئه مؤقتا أو نهائيا ، سحب الاعتماد ، و/ أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة (10) ملايين دينار أو مبلغ يساوي الربح المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب، وتدفع هذه المبالغ إلى صندوق الضمان .

ثانيا: جريمة نشر المعلومات الخاطئة أو المضللة.

لقد تناول المشرع الجزائري هاته الجريمة في الفقرة الثانية من المادة 60، وهذا الفعل قد يشكل جريمة المضاربة غير المشروعة المنصوص والمعاقب عليها في المادة 01/172 من قانون العقوبات. وتعتبر المعلومات إحدى العناصر الهامة التي تقوم عليها بورصة الأوراق المالية، والأساس الذي يعتمد عليه المستثمر عند اتخاذ قراره الاستثماري في الأوراق المالية، ولذلك فقد حرص المشرع على إبراز كافة المعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية وجرم نشر التصريحات والاستشارات والأقوال الشفهية الكاذبة بهدف الحفاظ على مصداقية ودقة المعلومات.

1- أركان الجريمة:

لا يمكن حماية الاستثمار وضمان حسن سير سوق رأس المال من دون تأمين المعلومات المتعلقة بالاستثمار والحيولة دون نشرها بشكل مخالف لما هي عليه في الواقع، ولا بد من معاقبة الجاني في هذه الحالة.

ولقيام المسؤولية الجزائية في هذا الشأن لا بد من توافر أركان هذه الجريمة:

- أ- **الركن المادي للجريمة:** لقيام الركن المادي لهذه الجريمة يستوجب أن تكون المعلومة التي وقع عرضها وسط الجمهور من طرف الجاني كاذبة أو مغالطة، وذلك لا يكون إلا بتوافر عنصرين:
 - **المعلومة الكاذبة أو المضللة:** أي ان تكون المعلومة خاطئة أو مضللة، أي من شأن نشرها إيقاع المستثمر في الخطأ، بشكل لو عرف حقيقة الوضع المالي لمصدر الأسهم لما اشتراها. هذا

ويجب أن تكون هذه المعلومة الكاذبة أو المضللة محددة أي تتعلق بأشياء معينة في الشركة المصدر للأسهم¹.

- **نشر المعلومة الكاذبة أو المغالطة للجمهور:** ولقيام الركن المادي لجريمة نشر معلومة خاطئة أو مضللة، لا يكفي أن تكون المعلومة كذلك فحسب، بل يجب نشرها للجمهور بأية وسيلة، أي يتطلب فعلا إيجابيا لقيام الركن المادي للجريمة، وذلك ما يفهم من قراءة المادة القانونية التي تنص على هذه الجريمة 60 فقرة 02.

ومن أمثلة قيام أركان هذه الجريمة في حق مديري الشركة الذين قاموا عن طريق بلاغات صحفية بتقديم مجمعهم على أنه في طريقه إلى التسوية في حين أنه في حالة توقف عن الدفع.

ب- الركن المعنوي: بخلاف جريمة العالم بأسرار الشركة فإن جريمة نشر معلومات خاطئة أو مغالطة تستوجب توافر الركن المعنوي لقيام المسؤولية الجزائية للجاني أثناء قيامه بعمليات في سوق البورصة².

حيث نصت المادة 60 المذكورة سابقا في فقرتها الثانية (... يكون قد تعمد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة...) وبذلك المشرع الجزائري لم يشترط القصد الخاص أي ان الجريمة تقوم بمجرد توافر القصد العام.

2- قمع الجريمة:

يتعرض الجاني في هذه الجريمة إلى عقوبات جزائية وكذلك إلى جزاءات إدارية تتمثل في:

أ- **الجزاء المقرر للجريمة:** يتعرض مرتكب الجريمة إلى نوعين من الجزاءات:

- **العقوبات الجزائية:** طبقا لنص المادة 60 سابقة الذكر، فإنه يعاقب على جنحة نشر معلومات كاذبة أو مغالطة بالحبس من ستة (06) أشهر إلى 05 سنوات وبغرامة مالية قدرها 30.000 دج، ويمكن رفع مبلغها حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه، أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط. وهي نفس العقوبة المقررة لجنحة العالم بأسرار الشركة.

- **الجزاءات الإدارية:** يتعرض الجاني إلى جزاءات إدارية تصدرها الغرفة التأديبية التابعة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وتتمثل فيما يلي الإنذار، التوبيخ، حظر النشاط كله أو جزئه

1 بوريشة منير، مرجع سابق، ص.170.

2 احسن بوسقيعة، مرجع سابق، ص.170.

مؤقتا أو نهائيا، سحب الاعتماد، و/ أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة (10) ملايين دينار أو مبلغ يساوي المغنم المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب، وتدفع هذه المبالغ إلى صندوق الضمان.

ب- مسألة تعدد الأوصاف:

من الجائز أن تشكل جريمة نشر معلومات كاذبة أو مغالطة صورة من صور جريمة المضاربة غير المشروعة المنصوص عليها في القسم السابع من الفصل الخامس من الكتاب الثالث من الجزء الثاني من قانون العقوبات تحت عنوان الجرائم المتعلقة بالصناعة والتجارة والمزايدات العمومية المادة 172 فقرة 01 التي تنص على أنه : يعد مرتكبا لجريمة المضاربة غير المشروعة...الخ.

- كل من أحدث بطريق مباشر أو عن طريق وسيط رفعا أو خفضا مصطنعا في أسعار السلع أو البضائع أو الأوراق المالية العمومية أو الخاصة أو شرع في ذلك.

- بترويج أخبار وأنباء كاذبة أو مغرضة عمدا بين الجمهور.

- ويعاقب على هذا الفعل بالحبس من ستة 06 أشهر إلى خمس 05 سنوات وبغرامة من

20.000 إلى 200.000 دج.

ثالثا: جريمة القيام بأعمال غير مشروعة في سوق البورصة.

هذا الفعل نصت عليه المادة 60 السالفة الذكر في فقرتها الثالثة إثر التعديل بالقانون رقم

03-04، وقد يشكل هذا الفعل جريمة المضاربة غير المشروعة طبقا لنص المادة 172 فقرة 04 من قانون العقوبات.

1- أركان الجريمة: إن الغاية من الدخول في معاملات البورصة هي الربح، إلا أن أسعار الأسهم في سوق رأس المال غير مستقرة، مما يجعل الكسب ليس مضمونا في الدوام، وفي سبيل الكسب السريع قد تعتمد بعض الجهات إلى القيام بأعمال غير شرعية في سوق البورصة مما يؤدي إلى قيام المسؤولية الجزائية، ويقتضي ذلك توافر الركن المادي والمعنوي.

أ- الركن المادي للجريمة: الركن المادي لهذه الجريمة يقوم على أساس وجود عمل معين أو مناورة تهدف إلى الحيلولة دون السير المنتظم لسوق القيم المنقولة وذلك من خلال تضليل أو إيقاع الغير في الخطأ، أي يتكون الركن المادي من ثلاث عناصر:

- مناورات تهدف إلى الحيلولة دون السير المنتظم لسوق القيم المنقولة: تتجسد هذه المناورات في أربعة أنواع من العمليات وهي:

- العمليات التي تتمثل في إحداث عن طريق بيع على المكشوف حركات خفض معتبر في سعر القيمة المنقولة (أسهم شركة) لا يبرر وضع الشركة، تكون متبوعة بإعادة شراء كمية أكبر من السندات بسعر منخفض جدا.

- العمليات التي تتمثل في دفع أسعار سند نحو الارتفاع وذلك قبل إصدار سندات رأس المال عن طريق إعادة الشراء أو بأية طريقة مقابلة وذلك برفع سعر العرض بالنسبة للسعر الذي يتطلبه السوق العادي.

- العمليات التي تتمثل في القيام بنفس العملية عن طريق إذاعة أخبار أو شائعات، أو عن طريق عروض بيع مستواها قريبا جدا من مستوى الصفقات التي تعرف انخفاضا وذلك من أجل التعجيل في الانخفاض.

- العمليات التي تتمثل في إنجاز نفس النوع من العمليات بطريقة تسمح بالاستفادة من المواقع التي سبق شغلها في السوق مفتوحة على عدة اختيارات .

وإن كان الوسيط المالي القائم بهذه المناورات أو الأعمال يهدف أساسا إلى تحقيق ربح غير مشروع، فإن واقعة تحقيق الربح ليست عنصرا من عناصر الركن المادي للجريمة، حيث إن هذا الأخير يكون متكاملا حتى ولو أن الوسيط المالي (الفاعل) لم يحقق أرباحا من جراء مناورته هاته .

إلا أن ذلك لا يعني أن مجرد صعود سعر القيمة المنقولة ونزولها بشكل مفتعل وغير طبيعي يكفي وحده لقيام الجريمة بل يجب أن توقع هذه الأعمال أو المناورات الغير في الغلط. - وعبرة (مناورة ما) لا تقتضي ضرورة إقامة الرابطة السببية بين العمل المجرم ونتائجه في السوق، ويختلف الأمر لو استعملت عبارة (مناورة من شأنها).

- مناورات من أجل تضليل الغير أو إيقاعهم في الخطأ: يجب أن توقع هذه المناورات (بحسب لفظ المشرع الجزائري) الغير في الغلط، فيقبل بشراء الأسهم، ظنا منه أن ارتفاع سعرها ناتج عن كثرة تداول هذه الأسهم، نظر لنجاح الشركة المصدرة لها في نشاطها التجاري.

ومثال ذلك أن يعمل الفاعل إلى إصدار عدد كبير من أوامر البورصة لشراء نوع معين من الأسهم من غير أن يكون تحت يده الغطاء المالي اللازم لذلك، لإقناع المستثمرين في سوق

البورصة بوشك وقوع عملية ضخمة على قيمة منقولة معينة وهذا ما يسمى بعمليات البيع على المكشوف .

- **سوق القيم المنقولة:** ولا يفرق الركن المادي لهذه الجريمة بين ارتكاب هذا الفعل من قبل الجاني نفسه مباشرة أو عن طريق شخص آخر، وصورة ذلك أن يعمد الجاني إلى القيام بهذه المناورة عن طريق شركة سمسة في الأوراق المالية لدى البورصة، طالما أنه ليس الاعتماد المفروض للقيام بنشاط الوساطة في تداول الأوراق المالية لدى البورصة، حيث إن ترخيصه صالح لإدارة الأوراق المالية فحسب، إلا أن ذلك لا يمنع من قيام مسؤوليته الجنائية، إذ أنه يعد هو الجاني، وما شركة السمسرة في الأوراق المالية إلا منفذ لما يرد لها من أوامر البورصة.

ب- **الركن المعنوي للجريمة:** المشرع الجزائري لم يشترط العمد ولا سوء نية الجاني في هذه الجريمة .

2- قمع الجريمة:

يتعرض الجاني في جريمة القيام بأعمال غير شرعية في سوق البورصة لجزاءات ذات طابع جزائي، وجزاءات ذات طابع إداري.

أ- **الجزاء المقرر للجريمة:** هناك عقوبات جزائية وجزاءات إدارية يتعرض لها الجاني الذي قام بأعمال غير شرعية في سوق البورصة سواء كان هو من مارس المناورة أو من حاول أن يمارسها.

- **الجزاءات ذات الطابع الجزائي:** طبقا لنص المادة 60 السابقة، فإنه يعاقب على جريمة القيام بأعمال غير شرعية في سوق البورصة بالحبس من 06 أشهر إلى 05 سنوات وبغرامة مالية قدرها 30.000 دج أو إحدى العقوبتين فقط.

ويمكن رفع مبلغ الغرامة إلى أكثر من المبلغ المذكور حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه.

- **الجزاءات الإدارية:** وهي: الإنذار، التوبيخ، حظر النشاط كله أو جزئه مؤقتا أو نهائيا، سحب الاعتماد، و/ أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة (10) ملايين دينار أو مبلغ يساوي المغنم المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب، وتدفع هذه المبالغ إلى صندوق الضمان.

ب- **مسألة تعدد الأوصاف:** من الجائز أن تشكل هذه الجريمة صورة من صور جريمة المضاربة غير المشروعة المنصوص عليها في المادة 172 الفقرة 04 من قانون العقوبات والتي تنص على

عقوبة (كل من أحدث بطريق مباشر أو عن طريق وسيط رفعا أو خفضا مصطنعا في أسعار السلع أو البضائع أو الأوراق المالية العمومية أو الخاصة أو شرع في ذلك:

- أو بالقيام بصفة فردية أو بناء على اجتماع أو ترابط بأعمال في السوق أو الشروع في ذلك بغرض الحصول على ربح غير ناتج عن التطبيق الطبيعي للعرض والطلب.

وتعاقب المادة 172 من قانون العقوبات على هذه الجريمة بالحبس من ستة (06) أشهر إلى خمس (05) سنوات، وبغرامة من 20.000 إلى 200.000 دج.

وطبقا لنص المادة 174 من قانون العقوبات يعاقب الجاني بالمنع من الإقامة من سنتين إلى خمس سنوات وبالمنع من ممارسة حق أو أكثر من الحقوق المذكورة في المادة 14 من نفس القانون.

ويجب على القاضي حتى ولو طبق الظروف المخففة أن يأمر بنشر الحكم وتعليقه، كما يمكن لقاضي الحكم أن يأمر في حكمه بمصادرة القيم المنقولة محل الجريمة.

وفي ظل وجود وصفين وبالرجوع إلى نص المادة 32 من قانون العقوبات التي تنص على أنه (يجب أن يوصف الفعل الواحد الذي يحتمل عدة أوصاف بالوصف الأشد من بينها).

فالوصف الأشد هنا هو جريمة المضاربة غير المشروعة المنصوص عليها في المادة 172 من قانون العقوبات.

قائمة المراجع:

1- باللغة العربية:

أ القوانين:

- 1- مرسوم تشريعي رقم 93-08 مؤرخ في 25 أبريل 1993، الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادر بتاريخ 27 أبريل 1993 المتضمن القانون التجاري.
- 2- المرسوم التشريعي 93/10 المؤرخ في 23/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 34، الصادرة بتاريخ 23/05/1993.
- 3- القانون 04/03 المؤرخ في 17/02/2003 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية عدد 11، الصادرة بتاريخ 19/02/2003).
- 4- القرار الصادر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 98-01، المؤرخ في 30 مارس 1998 والمتضمن ضبط إجراءات إدخال القيم المنقولة والمعلومات الواجب نشرها، المعدل والمتمم بموجب القرار رقم 05/99، المؤرخ في 22 جويلية 1999.
- 5- نظام اللجنة رقم 96/02 الصادر بتاريخ 22 جويلية 1996 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجا علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة، الجريدة الرسمية عدد 36، الصادرة بتاريخ 01/07/1997.
- 6- نظام اللجنة رقم 97-01 الصادر بتاريخ 17/11/1997 والمتعلق بمساهمة الوسطاء في عمليات البورصة في رأسمال شركة، الجريدة الرسمية عدد 87 الصادرة بتاريخ 29/12/1997.
- نظام اللجنة رقم 97-02 المؤرخ في 18/11/1997 المتعلق بشروط تسجيل الاعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 87 الصادرة بتاريخ 29/12/1997.
- 7- نظام لجنة عمليات البورصة رقم 97/03 مؤرخ في 18/11/1997 المعدل بنظام اللجنة رقم 01/12 المؤرخ في 18/11/2012 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 41، الصادرة بتاريخ 15/07/2012.
- 8- القرار رقم 98-02 المؤرخ في 22 مارس 1998، الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم و المتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم للقرار رقم 98-02 المؤرخ في 22 مارس 1998.
- 9- نظام اللجنة رقم 03/02 المؤرخ في 18/03/2003 يتعلق بمسك الحسابات حفظ السندات، الجريدة الرسمية عدد 73 الصادرة بتاريخ 30/11/2003.
- 10- نظام لجنة رقم 03/05 المؤرخ في 18/03/2003 يتعلق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات، الجريدة الرسمية عدد 73 الصادرة بتاريخ 30/11/2003.

11- نظام لجنة تسيير ومراقبة بورصة القيم رقم 15-01 المؤرخ في 15/04/2015 والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، الجريدة الرسمية عدد 55، الصادرة بتاريخ 21/10/2016.

ب- الكتب:

- 1- احسن بوسقيعة، الوجيز في القانون الجزائري الخاص، ج2، ط2، دار هومة للطباعة والنشر، الجزائر، 200.
- 2- احمد إبراهيم سيد، العقود والشركات التجارية، ط1، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 1999.
- 3- احمد خالد موسى، شركات الأشخاص والأموال، حسن حيدر لنشر الكتب القانونية، دم ن.
- 4- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم و تقييم للأدوات)، دار يازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 5- أسامة عبد العليم الشيخ، الأحكام الفقهية للتعامل بالهامش في بورصة الأوراق المالية، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2013.
- 6- أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس، دار الثقافة للنشر والتوزيع، مصر، 2009.
- 7- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010 .
- 8- الياس ناصيف، الشركات القابضة والشركات المحصور نشاطها خارج لبنان، (موسوعة الشركات التجارية)، د د ن، دم ن 1998.
- 9- إلياس ناصيف، الكامل في قانون التجارة (الشركات التجارية)، ج2، منشورات بحر المتوسط ومنشورات عويدات، بيروت باريس، د.س.ن.
- 10- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة (الأوراق المالية)، ج2، دار هومة، الجزائر، ط1، 2002.
- 11- ريان هاشم حمدون، التنظيم القانوني للتداول الالكتروني للأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2013.
- 12- سعيد يوسف البستاني، قانون الأعمال والشركات، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، ط2، 2008.
- 13- شمعون شمعون، البورصة، دار هومة، الجزائر، الطبعة الثانية، 1999.
- 14- صبري حسن نوفل، الاستثمار في الأوراق المالية مقدمة لتحليل الفني والأساسي، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 100، ماي 1996 .
- 15- صفوت بهنساوي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007.
- 16- عاطف النقلي، الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 87، 1994.

- 17- عباس مرزوق فليح العبيدي، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة (دراسة قانونية وعلمية)، مكتبة الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 1998.
- 18- عباس مصطفى المصري، تنظيم الشركات التجارية، دار النهضة العربية، مصر، ط1، 2001.
- 19- عبد الباسط وفاء محمد حسين، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام للمالية الفردية، دار النهضة، مصر، 1996.
- 20- عبد الهادي محمد سفر الغامدي ومحمد حسيني بن يونس، القانون التجاري، مكتبة الملك فهد، جدة، ط3، 2012.
- 21- عزيز العكلي، الوسيط في الشركات التجارية (دراسة فقهية قضائية مقارنة في الأحكام العامة والخاصة)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 22- عقيل مجيد كاظم السعدي، رهن الأسهم في الشركات التجارية (دراسة مقارنة)، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، ط1، 2012.
- 23- علي البارودي ومحمد السيد الفقي، القانون التجاري، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2006.
- 25- عمار عمورة، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري، دار المعرفة، الجزائر، 2000.
- 26- مصطفى كمال طه ووائل أنور بندق، أصول القانون التجاري، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 27- فتحي زناكي، شركة المساهمة (في القانون الوضعي والفقه الإسلامي)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012.
- 28- فضلى هشام، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2005.
- 29- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008.
- 30- مبروك حسين، القانون التجاري الجزائري، ط6، دار هومه، الجزائر، 2008.
- 31- محمد السيد الفقي، مبادئ القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2002.
- 32- محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1992.
- 33- محمد علي سويلم، شركات الأموال (دراسة مقارنة بين التنظيم والتجريم والعقاب)، دار المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط1، 2013.
- 34- محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2007.
- 35- محمد فريد العريني، القانون التجاري (شركات الأموال)، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2001.

- 36- محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.
- 37- مروان عطوان، الأسواق المالية والنقدية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996.
- 38- مصطفى كمال طه ووائل أنور بندق، أصول القانون التجاري، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 39- منير بوريشة، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2007.
- 40- نادية فضيل، شركات الأموال في القانون التجاري، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
- 41- هاني صلاح سرى الدين، الشركات التجارية الخاصة في القانون المصري، دار النهضة العربية، مصر، ط2، 2001.
- 42- هاني محمد دويدار، مبادئ القانون التجاري (دراسة في قانون المشروع الرأسمالي)، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 1997.
- 43- يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، دار التعليم الجامعي، دم ن، 2014.
- 44- سميحة القليوبي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2008.
- ج- المقالات رسائل وملتقيات:**
- 1- حسين توفيق فيض الله، هيو إبراهيم قادر، التكييف القانوني لانتقال ملكية الأوراق المالية في البورصة، مجلة الشريعة والقانون، كلية القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، العدد الخمسون، 2012 .
- 2- رشا محمد تيسير الحطاب، عقد التداول في البورصة (دراسة قانونية مقارنة)، دراسات علوم الشريعة والقانون، جامعة اليرموك، الاردن، المجلد 36، عدد1، 2009.
- 3- محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، العدد 3، 2004.
- 4- الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع مالية مؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
- 5- السيد الطيبي، أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص في خطة التنمية، من المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر للاقتصاديين المصريين، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع القاهرة، 1989.
- 6- حسان خبابة، دور الخصوصية و بورصة الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد، (رسالة دكتوراه)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، 2004.

- 7- خالد بن لطرش، أهمية التحليل الفني لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، (مذكرة ماجستير)، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2006.
- 8- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، (رسالة دكتوراه)، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 9- سمية بلجبلية، اثر التضخم على عوائد الأسهم، (دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة)، (رسالة ماجستير)، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011/2010.
- 10- فاتح أيت مولود، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، (رسالة دكتوراه)، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012.
- 11- نورة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، (رسالة دكتوراه)، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، د س ج.
- 12- زيدان محمد وآخرون: دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر -المعوقات والأفاق-، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة، 2006 .

2- باللغة الفرنسية:

- 1- Legeais Dominique, **Droit commercial et des affaires**, 20eéditions, Dalloz, France, 2012.
- 2- F Leroux, **Marcher internationaux des capitaux Montréal**, 2eme édition, 1995.
- 3- G. Ripert et R Roblot, **Traité de droit commercial**, 19 éditions, paris.
- 4- Philippe Spieser , **la Bourse, Imprim'vert** , Librairie Vuibert, Paris, 4e Edition, 2010.
- 5- youcef debboub , **le nouveau mécanisme économique en Algérie**, OPU, Alger,2000.
- 6- Bull. COSOB, N° 4 (Numéro spécial), Juillet 2003.
- 7- Bulletin de la commission d'organisation et de la surveillance des opération en bourse Alger, 1999.
- 8- GOUNOT Marc- Emmanuel, **Le délit d'initié : L'utilisation abusive d'information privilégiée**, Thèse de doctorat, université Montpellier I, 1996.
- 9- Guide de l'investisseur COSOB, NOVEMBRE 1997.
- 10- GUIDE DE L'INVESTISSEUR, COSOB, NOVEMBRE 1997.
- 11- Guide des organismes de placement collectif en v mobilières COSOB, Novembre 1997.

3- المواقع الالكترونية:

- <http://www.cosob.org/ar/relatifs-aux-opcvm>.
www.cosob.dz.
www.cosob.org.
[: www.olc.ebv.eg](http://www.olc.ebv.eg).
<http://www.sgbv.dz>.