

قيود الحرية التعاقدية والاستثمار في السوق المالية الجزائرية

د. بوفامة سميرة

أستاذة محاضرة -ب-

كلية الحقوق- جامعة الإخوة منتوري قسنطينة -1-

ملخص:

تعد السوق المالية مكانا لتلبية العرض والطلب حول الأدوات المالية المختلفة ، وهي تلعب دورا هاما في اقتصاديات الدول وذلك بإتاحتها الفرصة لتمويل الشركات عبر اللجوء للادخار العام، إلا أن هذا الأمر يحتاج لان يتم في نوع من الأمان لجعل السوق أكثر جاذبية وفاعلية .

وعليه ومن اجل ضمان امن السوق وكذلك الشفافية والمساواة بين المتعاملين كان لابد من تقييد الحرية التعاقدية للأطراف المختلفة سواء كانوا مصدرين للقيم المنقولة أو مستثمرين، وعليه فنحن نتساءل حول هذه القيود والضوابط التعاقدية داخل السوق المالية الجزائرية ،وما مدى خروجها عن القواعد العامة المعروفة لإبرام التصرفات القانونية ؟.

الكلمات المفتاحية:

الاستثمار، السوق المالية، قيود الحرية التعاقدية

Résumé :

Le marché financier est le lieu de rencontre de l'offre et de la demande d'instruments financiers. En tant que tel, il joue un rôle primordial dans l'économie des Etats, en permettant le financement des entreprises comme le placement de l'épargne des investisseurs. Afin que ce marché soit attractif et efficace, il est nécessaire que la rencontre s'opère en toute sécurité.

Et Afin d'assurer tant la sécurité du marché que sa transparence et l'égalité de ses intervenants, il apparaît donc indispensable de restreindre la liberté contractuelle des divers intervenants, qu'ils soient émetteurs ou investisseurs ; Par conséquent, nous posons des questions sur ces restrictions et contrôles contractuels sur le marché financier algérien et les limites des règles générales permettant de conclure des contrats.

Mots clés :

Investissement - marché financier- restreindre la liberté contractuelle.

مقدمة:

تعد أسواق رأس المال من بين أهم الوسائل الاقتصادية لتنمية الادخار وتكوين الثروة، بحيث تعتبر المكان الذي يلتقي فيه أصحاب المشروعات التي تحتاج إلى تمويل بالمدخرين الذين يملكون المال لهذا التمويل ، وبالرجوع إلى بلادنا نجد أن التحولات العميقة التي شهدتها الاقتصاد الوطني منذ أكثر من عقدين من الزمن والمتمثلة بصفة خاصة في التحول من نظام اقتصادي اشتراكي وموجه من طرف السلطة المركزية، إلى نظام ليبرالي تلعب فيه المبادرة الفردية دورا حاسما ،قد وجدت انعكاساتها على المنظومة القانونية في صدور جملة من القوانين التي تمهد السبيل لتحرير الأسواق وفتحها في شتى المجالات أمام الاستثمار الخاص، ومن بين هذه الميادين الاقتصادية الهامة مجال الاستثمار في القيم المنقولة، والذي برزت ملامحه الأولى بصدور المرسوم التشريعي 93-10 الصادر في 23 مايو 1993 المعدل والمتمم بالقانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المتعلق ببورصة القيم المنقولة

إلا انه وبالرغم من الأهمية التي تكتسبها البورصة والمكانة الهامة التي تحتلها، إلا أن التعامل فيها لا يخلو من المخاطر، حيث يحتاج الأمر إلى متعاملين أخصائيين ومرخصين للعمل في هذا المجال يتكفلون بتجميع أوامر الشراء والبيع من العملاء لتنفيذها على مستوى البورصة حسب الظروف المتاحة، بالإضافة إلى جملة من القيود والشروط التي يستلزمها ضبط هذه السوق لحمايتها من أي تلاعب أو مضاربة غير مشروعة فرضتها النصوص القانونية بالإضافة إلى أنظمة البورصة نفسها، وعليه فنحن نتساءل من خلال هذه المداخلة حول هذه القيود والضوابط التعاقدية داخل السوق المالية الجزائرية، وما مدى خروجها عن القواعد العامة المعروفة لإبرام التصرفات القانونية؟، وللإجابة على هذا التساؤل قسمنا المداخلة إلى المحورين التاليين:

المحور الأول: القيود القانونية للقبول و الإدخال إلى البورصة:

لطالما ارتبط ظهور السوق المالي بشركات الأموال - شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم - باعتبارها الإطار المناسب لإصدار القيم المنقولة المتداولة داخل السوق، بالإضافة إلى إقبال الدولة للاقتراض عن طريق اللجوء للادخار العام، فالشركات سواء كانت شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم يحق لها كلما توافرت الشروط القانونية (مقدار رأس المال و احترام بعض الالتزامات المتعلقة بالإيداع والإشهار ونشر المعلومات) أن تصدر أسهما أو سندات قرض بهدف الحصول على التمويل، وكذلك الأمر بالنسبة للدولة وبعض أشخاص القانون العام (المؤسسات العمومية الجماعات المحلية) يحق لها بدورها أن تلجأ إلى الادخار العام بإصدار سندات الدين.

ويطلق على عمليات إصدار الأسهم والسندات وتوظيفها بسوق الإصدار أو "السوق الأولي"، وهي تشكل مجال خصص للتعاقد حول هذه القيم حيث وإلى جانب إصدار القيم المنقولة وتوظيفها يمكن لحملتها أن يتنازلوا عنها بعوض أو بغير عوض أو أن يرهنوها رهناً حيازياً أو أن يقوموا بإيداعها أو تسجيلها في حساب السندات أو يوكلوا غيرهم في إدارتها، وعمليات البيع أو المعاوضة أو شراء القيم المنقولة هو ما يسمى بسوق التداول أو "السوق الثانوي"، وهي العمليات التي يضطلع بأدائها الوسيط المالي.

أولاً/ الخطوات السابقة للإدخال بداية تقييد الحرية التعاقدية:

تجدر الإشارة إلى أن أسواق المال لفظ عام، يشير إلى مجموعة من الأسواق تندرج تحتها وتشمل: أسواق العقود المستقبلية و التي تتداول فيها العقود الآجلة، عقود المبادلات ، و عقود الخيارات ، وأسواق حاضرة أو فورية و تنقسم بدورها إلى أسواق رأس المال والتي تتعامل في الأدوات المالية كالأسهم وأدوات الدين مثل السندات ، وأسواق النقد وهي أسواق العملات والأدوات النقدية قصيرة الأجل مثل أنونات الخزانة وشهادات الإيداع¹.

وبالرجوع إلى الأسواق الفورية للأدوات المالية أو القيم المنقولة نجدها تنقسم بدورها في البورصات العالمية النشيطة إلى عدة أسواق، وهي السوق الرسمية المنظمة le marché réglementé، السوق الثانوية le second marché والسوق غير الرسمية Le marché hors cote²، حيث تؤمن الدول التي تتبنى نموذج تعدد الأسواق بضرورة إتاحة الفرصة لكل المتعاملين الاقتصاديين لتطوير مشاريعهم بحسب المعطيات التي تتيحها كل من هذه الأسواق، بينما هناك من الدول من يفضل وحدة السوق ووحدة الجدول ، ومن بين هذه الدول الجزائر.

و يمكن تبرير هذا الموقف بكون مفهوم الاستثمار في البورصة مفهوم حديث في الاقتصاد الجزائري والمجتمع بصفة عامة، فكان يجب الانطلاق بسوق وحيدة تسعى لاستقطاب المستثمرين ، وتحاط بالحماية القانونية الكافية لزيادة الثقة عن طريق فرض الرقابة والشروط القانونية الصارمة للانخراط فيها من جهة، ولعمليات التداول حول القيم المنقولة المسعرة فيها من جهة أخرى، إلا أن هذه الوحدة سرعان ما أخذت تتلاشى نوعا ما لا سيما بعد تعديل النظام العام للبورصة 97-03 من خلال النظام 12-01 المعدل والمتمم له، والذي تم من خلاله تقسيم بورصة الجزائر الى أربعة أقسام³:

1- سوق رئيسية لسندات رأس المال الصادرة عن الشركات الكبرى .

2- سوق لسندات رأس المال الصادرة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

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

¹ « Financement des entreprises et évolution du système financier »

Henri Jullien et Bernard Paraque ,Revue internationale P.M.E. : économie et gestion de la petite et moyenne entreprise l'Université de Montréal, Canada, vol. 8, n°3-4, 1995, p.

46. URI: <http://id.erudit.org/iderudit/1008358ar>.

² JAFFEUX Corynne , Bourse et financement des entreprises, Edition Dalloz,Paris,1994,p 77-80.

³ المادة 13 من النظام 01-12 المعدلة للمادة 77 من النظام 97-03 ، قرار وزارة المالية المؤرخ في 6 ديسمبر 1997 يتضمن التصديق على النظام 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة ،جريدة رسمية عدد 87 الصادرة في 29 ديسمبر 1997 المعدل والمتمم بالنظام رقم 12-01 المؤرخ في 12 يناير 2012 .

4- سوق لكتلة الدين التي تصدرها الدولة (السندات الشبيهة بالخرينة)¹.

وتعرف السوق الأولية بأنها سوق الإصدارات الجديدة، ويعتبر الاكتتاب العام مرحلة هامة لإعداد الشركة لولوج عالم البورصة، وهي المرحلة التحضيرية التي يليها قبول وإدخال هذه القيم المكتتب فيها للتداول في السوق المالية.

تعتبر كل من عمليتي الإصدار والتوظيف للقيم المنقولة عمليتان متتابعتان ومتكاملتان ومنظمتان بشكل كامل من طرف المشرع التجاري مما يشكل تقييدا واضحا لحرية التعاقد في هذا المجال، إذ لا يمكن إصدار الأوراق المالية من طرف الشركة أو المنشأة الاقتصادية إلا بشروط معينة و أن تتبع ذلك بعملية توظيف لهذه الأوراق، ذلك أن التوظيف عبارة عن تسويق لتلك الإصدارات الجديدة² التي تطرحها الشركة المصدرة في السوق والتي تنتهي بعملية الاكتتاب من طرف الجمهور، سواء تم ذلك عن طريق اللجوء العلني للادخار أو من دونه .

أ- المرحلة التحضيرية للإصدار:

ويعود تنظيم اللجوء العلني للادخار في فرنسا إلى القانون الصادر في 24 جويلية 1867 المتعلق بالشركات التجارية، وهو القانون الذي جرى تعديله مرارا، إلا أن التعديل الحقيقي لإجراء اللجوء العلني للادخار كان بمناسبة تعديل سنة 1966³، وهو التعديل الذي اقر بالتزام الشركة باختيار محافظ حسابات من قائمة محددة مسبقا لتقييم أصولها إذا ما رغبت في اللجوء العلني للادخار وهو القانون الذي حاول تعريف هذا الإجراء من خلال المادة 72 منه باعتباره الإجراء الذي تتبعه الشركة لقبول قيمها في السوق المنظم والتي تقوم بالتوظيف الخاص لقيمها بالاستعانة بسماسرة أو بإجراءات الإشهار أو السعي المصفاقي، وقد انتهج المشرع الجزائري نفس النهج الذي سار عليه المشرع الفرنسي في تعريفه للجوء العلني للادخار من خلال نص المادة 43 من المرسوم التشريعي 93-10 التي نصت: "تعد من الشركات التي تلجئ إلى التوفير علنا، الشركات المسجلة سندات في التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة ابتداء من تاريخ التسجيل، أو التي تلجأ لتوظيف سنداتها مهما يكن نوعها اما الى البنوك او المؤسسات المالية أو الوسطاء في عمليات البورصة، وإما إلى أساليب الإشهار عادي وإما إلى السعي المصفاقي المباشر"، وهي المادة التي جرى تعديلها بالقانون 03-04 بإلغاء أساليب الإشهار العادي والسعي المصفاقي المباشر كوسائل للجوء للادخار العام، وللقيام بهذا الإجراء لابد من مرحلة تحضيرية تعتبر كالخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر، مهما كان شكله، قبل عملية الإدراج و تتضمن الخطوات التالية:

¹ وهي سندات يتم قبولها تلقائيا للتداول في البورصة في قسم المعاملات بالجملة بطلب من وزير المالية وليس عن طريق الوسطاء وهو ما تنص عليه المادة 77-1 من النظام 01-12.

² Neuville Sébastien ,Droit de la banque et des marchés financiers ,Presse universitaire de France ,Paris,2005 ,p253.

³ Neuville Sébastien ,Droit de la banque et des marchés financiers ,op.cit ,p304.

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

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

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

4- اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق: ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدراج في البورصة حيث تنص المادة 17 من النظام العام للبورصة 97-03 "يجب على الشركة التي تطلب قبول سندات في عمليات التداول في البورصة أن تعين وسيطاً في عمليات البورصة يكلف بمتابعة إجراءات القبول والإدخال"، كما وتنص المادة 18 من نفس النظام على وجوب أن يتأكد الوسيط من أن الشركة التي تلتجئ للادخار العلني تتوفر فيها شروط القبول، ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معاً نقابة التوظيف التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية³.

إلا أن وظيفة الوسيط في هذه المرحلة التحضيرية تبقى مجرد وظيفة استشارية غير إجبارية، و يتأكد ذلك بنص المادة 34 من النظام 15-01 التي تنص على جواز ان يقوم الوسيط في عمليات البورصة بمساعدة المؤسسات في اعداد العمليات الخاصة بالإصدار وتبادل أو إعادة شراء القيم المنقولة والمنتجات المالية المسعرة في البورصة بحيث يتكفل الوسيط بما يلي:

-مساعدة المصدر أثناء كتابة مشروع المذكرة الإعلامية وتأدية الشكليات القانونية والإدارية المتعلقة بإصدار ما يسمى بالقيم .

-تحضير مشروع إدماج أو إعادة شراء المؤسسات.

¹المادة 691 قانون تجاري.

² المواد من 687 الى 708 قانون تجاري .

³راجع موقع بورصة الجزائر WWW.SGBV.DZ

-تمثيل المصدر لدى اللجنة ومؤسسات السوق ولدى مجموع البنوك القائمة بالتوظيف.

ب/ مرحلة القبول في البورصة:

يشرف على عملية القبول في البورصة بالضرورة وسيط في عمليات البورصة وهي العملية التي تتطلب شروط وإجراءات معينة يحددها النظام العام للبورصة رقم 97-03 المعدل والمتمم بالنظام 12-01 ، حيث يتطلب قبول القيم المنقولة في البورصة مجموعة من الشروط الواجب توافرها والتي نحاول إجمالها فيما يلي:

-يجب على الشركة التي تقدم طلب قبول سندات رأسمالها في التداول في السوق الرئيسية إلا تقل قيمة رأسمالها الذي تم وفاؤه عن خمسمائة مليون دينار (500000000 دج) ، وان توزع على الجمهور سندات تمثل 20% على الأقل من رأسمال الشركة ، وذلك يوم الإدراج على ابعده تقدير¹، وهو نفس الشرط الذي اقره المشرع المصري بنص المادة 16 من قانون سوق رأس المال 95 لسنة 1992 حيث يشترط في فقرته الأولى ألا يقل ما يطرح من الأسهم الاسمية للاكتتاب العام عن 30% من مجموع أسهم الشركة ، ويقصد المشرع من هذا الشرط أن تكون أسهم الشركة على قدر كبير من الانتشار حتى تكون فرصة تداول هذه الأسهم في البورصة كبيرة وهو ما يؤدي إلى تنشيطها وتفعيلها أكثر².

-يجب توزيع سندات رأس المال الموزعة على الجمهور على عدد أدناه مائة وخمسون مساهما وذلك يوم الإدراج على ابعده تقدير³ ، وهو نفس ما نص عليه المشرع المصري في المادة 16 في فقرتها الثانية حيث يشترط الا يقل عدد المكتتبين في الأسهم المطروحة عن مائة وخمسين ولو كانوا من غير المصريين ، وذلك رغبة من المشرع في تحقيق انتشار أسهم الشركة بين اكبر عدد من المكتتبين ، وهو ما يفسر اشتراطها ان تكون الأسهم اسمية حتى يتسنى احتساب هذه النسبة ، ولعل قصد المشرع من ذلك هو تجنب ان يستأثر شخص واحد أو عدد محدود من الأشخاص بالاكتتاب في النسب المقرر تفاديا للمضاربة وافتعال ارتفاع او انخفاض أسعار الأسهم وخلق اضطراب في البورصة.

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

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

²عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى 2009 ،ص335 .

³المادة 44 من النظام 97-03 المعدلة بالمادة 8 من النظام 12-01 .

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

-التزام الشركة التي تكون سنداتها محل طلب قبول تقديم تقرير تقييمي لأصولها بإنجزه عضو من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير مندوب حسابات الشركة أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه عدا احد أعضائها².

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

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

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

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

كما سعت كل القوانين رغم اختلافها إلى توفير حماية خاصة للمدخر الملتزم منه الاكتتاب، و ذلك عن طريق إلزام المصدر بالحصول على ترخيص مسبق من قبل الهيئات الرقابية للسوق المالية قبل طرح القيم المنقولة للاكتتاب بإتباع إجراءات معينة، وعلى ضوء نصوص الأنظمة الداخلية لبورصة القيم المنقولة الجزائرية، و يعتبر أول إجراء للحصول على ترخيص بإدخال القيم المنقولة إلى البورصة هو تقديم طلب بذلك إلى لجنة البورصة، ويتعين إضافة لذلك على الوسيط في عمليات البورصة الذي يتصرف بصفة مستشار الشركة إبلاغ شركة تسيير بورصة القيم بنيته تقديم طلب قبول قيم منقولة للتداول في البورصة حتى تكون

¹المادة 31 من النظام 03-97.

²المادة 32 من النظام 03-97.

³المادة 34 من النظام 03-97.

⁴المادة 36 من النظام 03-97.

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

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

بدورها على بينة بذلك، ويجب تقديم طلب القبول في اجل لا يتعدى ستين (60) يوما وذلك قبل تاريخ التسعيرة في البورصة ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك¹.

ويتضمن طلب القبول الوثائق القانونية والاقتصادية والمالية والمحاسبية للشركة، ويكون اللجنة أن تحدد العناصر التي يجب أن يحتويها الملف ولها أن تطلب من الشركة صاحبة الطلب أي معلومة تكميلية²، ويجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على : طلب القبول، محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار، مشروع المذكرة الإعلامية، مشروع الدليل، معلومات عامة عن الجهة المصدرة، معلومات عن التمويل، معلومات اقتصادية ومالية، الوثائق القانونية، تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم.

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

ويضاف إلى ذلك انه يقع على عاتق الشركة صاحبة طلب القبول التزام بان ترفع إلى علم اللجنة كل تعديل قد يطرأ على عنصر من العناصر المكونة للملف بين تاريخ الإيداع وتبليغ قرار اللجنة، وعليها أن ترسل كل البلاغات والإعلانات ذات الطابع المالي والنشرات التي تتولى الشركة توزيعها وكذا كل وثيقة للإعلام الاقتصادي أو المالي التي قد تنشره الشركة، ويتعين عليها الحصول على تصديق اللجنة لتوزيع هذه الوثائق خلال مرحلة تقييم ملف القبول³.

ويكون قبول القيم المنقولة في عمليات التداول في البورصة محل مقرر يصدر عن اللجنة، وقبل ذلك وكمرحلة تمهيدية تدرس اللجنة مشروع المذكرة الخاضعة للتأشير المسبقة وتشير عند الاقتضاء إلى البيانات الواجب تعديلها و المعلومات الإضافية الواجب إدراجها فيها، كما يمكن للجنة أن تطلب أي إيضاح أو تبرير يخص المعلومات الواردة في مشروع المذكرة، ويمكن للجنة رفض التأشير على المذكرة ما لم يستجب لطلبات التعديل وللجنة مهلة شهرين قبل أن تمنح تأشيرتها أو ترفضها أو تطلب معلومات إضافية أو تعديلات⁴.

ويصدر قرار اللجنة حول طلب قبول القيم المنقولة بالقبول او بالرفض، حيث يمكن للجنة رفض طلب قبول تداول سند إذا رأت أن الطلب مخالف لمصلحة السوق والمدخرين⁵، أما إذا كان الرد ايجابيا يرسل هذا المقرر إلى شركة تسيير بورصة القيم من اجل نشره في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة، وتتخذ اللجنة قرارها في خلال اجل شهرين من استلام ملف طلب

¹المواد 19 و 20 من النظام 03-97 .

²المواد 26 و 27 من النظام 03-97 .

³المواد 25 و 28 من النظام 03-97 .

⁴المادة 42 من المرسوم التشريعي 10-93 .

⁵المادة 29 من النظام 03-97 .

القبول و إذا طلبت اللجنة معلومة تكميلية تقلص المدة إلى شهر يلي استلام هذه المعلومة ،وتكون صلاحية مقرر القبول أربعة أشهر إلا انه يجوز تمديد هذه المدة بطلب من الشركة العارضة¹.

ويلاحظ إغفال المشرع الجزائري النص على إمكانية طعن الشركة المصدرة ضد قرار اللجنة المتضمن رفض التأشير على المذكرة أو رفض قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة ،مما يدعو للتساؤل عن إمكانية لجوء الشركة صاحبة الطلب إلى القضاء للطعن في القرار المتضمن للرفض طبقاً لمبدأ قابلية الطعن أمام القضاء ضد القرارات الإدارية ،أم انه غير قابل للطعن كونه لا ينظر في مضمون العملية بل في مدى تطابق المذكرة والطلب مع النصوص التشريعية والتنظيمية للبورصة².

وذلك على عكس المشرع المصري الذي كان حريصاً على بيان كيفية الطعن في قرار رفض لجنة القيد قبول قيد الأوراق المالية في البورصة ،وذلك بإمكانية ان تتقدم الشركة صاحبة الطلب بالقبول بطلب إعادة النظر في القرار لمجلس إدارة البورصة خلال خمسة عشر يوماً من إخطارها بالقرار ،وعلى المجلس البث في طلب إعادة النظر في خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ تقديمه،وإذا أيد المجلس قرار اللجنة جاز للشركة تقديم التماس للهيئة العامة للرقابة المالية خلال خمسة عشر يوماً من صدور قرار المجلس، وفي حالة رفض التماس يحق للشركة التظلم أمام لجنة التظلمات المنصوص عليها في المادة 50 من قانون سوق رأس المال 95 لسنة 1993³.

ثانياً/ الوساطة الإجبارية خلال الطرح الأول وطريقة تحديد سعر الورقة المالية :

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

حيث تلتزم الشركة التي حصلت على الموافقة بقيد قيمها المنقولة في البورصة بإيداع نسخة من طلب القبول مرفقاً بالمذكرة الإعلامية المؤشر عليها لدى شركة تسيير بورصة القيم⁴.

¹ المادة 22 من النظام 97-03.

² حتى القانون الجديد رقم 04/03 لم يتطرق إلى إمكانية الطعن ضد قرار اللجنة المتضمن رفض منح التأشير مما يؤكد لدى البعض الفرضية الثانية وهي اتجاه نية المشرع نحو عدم السماح بهذا الطعن.

³ خالد احمد الشعراوي، تداول الأوراق المالية في البورصة المصرية، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية ،كلية الحقوق جامعة المنصورة ،العدد 44 ،لسنة 2010 ،ص.11.

⁴ شركة تسيير بورصة القيم هي شركة مساهمة تأسست برأسمال قدره أربعة وعشرون مليون دينار 24000000 دج ممثل في أسهم مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين دون سواهم، وهي مساهمة إجبارية

وتبرم الشركة اتفاقية تسجيل مع هذه الأخيرة بواسطة وسيط معتمد¹، بحيث تحدد هذه الاتفاقية تاريخ الإدخال، سعر الإدخال، والإجراء المناسب للإدخال، وتنتشر شركة تسيير البورصة نشرة خاصة تسمى مقرر الإدخال Avis d'introduction، تتضمن هذه النشرة السعر المرجعي للسندات والأسعار المقترحة من طرف الشركة في طلب القيد إذا كان الإدخال مرفقا بطرح قيم جديدة على الجمهور²، والغرض من هذه النشرة هو السماح للجمهور بالاطلاع على تفاصيل الإدخال لتمكينهم من دراسة السوق وتقييم العملية لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب، ويمتاز هذا الإجراء بأنه يضمن للشركة المقيدة الحصول على سعر السوق وفقا لقاعدة العرض والطلب³، أو الحصول على الأقل على السعر الأدنى الذي عرضته.

وتجدر الإشارة إلى انه يجوز لشركة إدارة البورصة تقرير تأجيل إدخال القيم المقبولة إلى تاريخ لاحق لا سيما إذا لاحظت بأن السعر المحدد في نهاية التسعيرة، و بالنظر إلى أوامر الشراء المقدمة للسوق، قابل لأن يكون أعلى بصفة غير عادية من سعر العرض المعلن عنه، أو أنه قد يؤدي إلى تخفيض هام في أوامر الشراء المقبولة، وعليه تصبح جميع الأوامر المتعلقة بتلك القيمة باطل⁴. وتقوم شركة إدارة البورصة بذلك لأن دورها الأساسي هو السهر على حسن سير السوق و الحفاظ ما أمكن على أمنه واستقراره، ومن وراء ذلك الحفاظ على مصالح المتعاملين فيه.

وفي حالة التأجيل، كما سبق إيضاحه، تحدد شركة إدارة البورصة إجراء إدخال جديد في تاريخ معين كما تحدد الشروط الجديدة المقررة، تم تقوم بتبليغ قرارها بتأجيل الإدخال و التاريخ المحدد لإدخال جديد عن طريق الإعلان ومن جديد في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة

بحيث لا يعتبر اعتمادهم فعليا إلا بعد الاكثاب في قسط من رأسمال هذه الأخيرة، وهي تسهر أساسا على التنظيم العلمي لإدخال القيم المنقولة للبورصة، و التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها، تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها، نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة -راجع المادة 18 من المرسوم التشريعي 93-10-، كما تسهر في إطار احترام قواعد السوق على شرعية العمليات المنجزة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة او من طرف الأشخاص الذين يتصرفون لحساب هذه الشركات -المادة 3 من النظام العام للبورصة 97-03 - أما مهام التسوية والمقاصة فأصبحت من صلاحيات المؤتمن المركزي على السندات منذ صدور القانون 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10 .

¹ المادة 14 من النظام 97-03 .

² « Lorsque l'introduction en bourse d'un titre s'accompagne d'une diffusion dans le publique de nouveaux titres ,le cours de référence est le cours stipulé par les introducteurs dans la demande d'admission soumise à la COSOB. Le cours d'introduction retenu et validé par la SGBV sur la base des conditions du marché et publier dans l'avis d'introduction »,Article 10 de la décision de la SGBV n° 98/01 modifié par la décision n° 99/05 relatif aux procédures d'introduction de valeurs mobilières en bourse .

³ ESSOMBE MOUSSIO Jean-Jacque, « introduction en bourse procédures techniques et modalités contractuelles », Répertoire bourse et produits financiers , n° 1-1998, mis à jour en 2006,p8.

⁴ المادة 54 من النظام 97-03.

وتبيان العناصر السالف ذكرها بخصوص بيانات الإعلان عن إدخال القيم المنقولة في التداول، وقد نظمت إجراءات الإدخال بموجب قواعد مهنية، تتمثل في كل من أنظمة ل.ت.ع.ب.م. وكذا القرارات الصادرة عن شركة التسيير¹، والتي ميزت بين ثلاث أنواع من الإدخال وهي:

- العرض العمومي للبيع بسعر ثابت .

- العرض العمومي للبيع بسعر أدنى.

-الإجراء العادي.

المحور الثاني: التداول داخل السوق وتقييد حرية التعاقد:

يكتسي موضوع تداول الأوراق المالية في البورصة أهمية بالغة، حيث تعتبر عمليات التداول بمثابة المرآة لقياس مستوى تطور أي بورصة، كما تعكس مدى تطور المعاملات المالية فيها، وحجم الاستثمارات ونسبة توظيف الرساميل، وكل ذلك لا يتأتى إلا بضمان وجود تاطير قانوني جيد لمختلف هذه العمليات مما يشكل في حد ذاته تقييدا للحرية التعاقدية في هذا الإطار، وذلك بهدف الوصول إلى تحقيق المصداقية والشفافية وحماية المستثمرين والاستثمار في البورصة على حد سواء

أولا/ التعامل الحصري عبر وسطاء ماليين :

يعتبر الوسيط في عمليات البورصة همزة الوصل والجسر الذي يربط المستثمر بالسوق المالية، بحيث لا يجوز تدخل هذا الأخير مباشرة بالبيع أو الشراء في البورصة إلا عن طريق وسيط معتمد، وعليه تكتسي مهنة الوساطة المالية Le courtage financier أهمية بالغة في كل قوانين أسواق المال المعاصرة، وهو بالضرورة شخص معنوي وهو التعديل الذي جاء به القانون 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة².

حيث تنص المادة 5 منه: "تعديل الفقرة الأولى من المادة 6 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 وتحرر كما يأتي: يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية"، وهو الحال بالنسبة لأغلب التشريعات المقارنة، غير أننا نلاحظ عدم تحديد المشرع للشكل الذي تتخذه هذه الشركة في ضوء التعديل عكس ما كان عليه

¹ نظام اللجنة رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام للبورصة المعدل والمتمم بالنظام 12-01، مرجع سابق ذكره، والقرار 98-01 الصادر عن ش.ت.ب.ق بتاريخ 22 مارس 1998 المتضمن إجراءات إدخال القيم المنقولة إلى البورصة والمعلومات الواجب نشرها المعدل والمتمم بالقرار 99-05 الصادر في 22 جويلية 1999

² حيث كانت تحرر المادة 6 في ظل المرسوم التشريعي 93-10 على النحو التالي "يمكن ان يمارس عمل الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من اللجنة، أشخاص طبيعيين او شركات ذات أسهم تنشأ خصيصا لهذا الغرض".

الأمر قبل تعديل هذه المادة حيث كانت تنص على أن تكون شركة الوساطة شركة ذات أسهم مما يعني أن تتخذ شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم، وعليه نستنتج أن شركة الوساطة في التشريع الجزائري قد تتخذ أي شكل من أشكال الشركات التجارية، إلا أنه وبالنظر لضخامة حجم رأس المال المطلوب لتأسيسها¹ فلا يمكن لها عمليا إلا أن تتخذ شكل شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم، والعلّة من تحول التشريعات المقارنة هي لضمان حماية المستثمرين المتعاملين بالأوراق المالية لتمتع الأشخاص المعنوية (لا سيما الشركات² والبنوك والمؤسسات المالية) بالملاءة المالية.

والوساطة في تداول الأوراق المالية ليست اختيارية بحيث يكون للمتعاملين الحق في اللجوء إليها من عدمه بل اللجوء إليها إجباري على اعتبار أن وجود الوسيط في عمليات البورصة هو أمر إلزامي بموجب نصوص القانون و لا يجوز التداول بدونه ، ذلك أن مسالة الوساطة المالية تتجاوز مجرد فكرة التوفيق والتقريب بين المدخرين وأصحاب رؤوس الأموال إلى السعي للحفاظ على هذا الادخار بوجه عام، والحرص على استقرار السوق المالية، وعليه فقد جعل المشرع الجزائري اللجوء إلى الوسيط في البورصة مسالة إجبارية بموجب المادة 5 من المرسوم التشريعي 93-10 السابق التطرق إليها.

ولقد حرص المشرع الجزائري على غرار باقي التشريعات على جعل الوسيط المالي ضامنا لصحة وسلامة وتنفيذ العمليات داخل البورصة ويتضح ذلك جليا من خلال نص المادة 14 من المرسوم التشريعي 93-10 التي تنص: "يعد الوطاء في عمليات البورصة مسؤولين حيال أمرهم بالسحب وتسليم القيم المنقولة المتفاوض بشأنها في السوق ودفعها" بالإضافة إلى إصراره على حماية حقوق الزبائن.

ويتضح ذلك من خلال اشتراطه على الوسيط المساهمة في صندوق الضمان الذي تقوم بتسييره لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، حيث تنص المادة 64 من المرسوم التشريعي 93-10 "ينشأ صندوق قصد ضمان التزامات الوطاء في عمليات البورصة حيال زبائنهم . و يمون الصندوق بمساهمات إجبارية يقدمها الوطاء في عمليات البورصة....."، وهو ما أكدته المادة 2 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-04 المؤرخ في 9 سبتمبر

¹ قرار وزارة المالية مؤرخ في 2 يونيو 2015 يتضمن الموافقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-15 المؤرخ في 15 ابريل 2015 المتعلق بشروط اعتماد الوطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، جريدة ر. رقم 55.

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

² في هذا الإطار تنص المادة 5 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-15 والمتعلق بشروط اعتماد الوطاء في عمليات البورصة وواجباتهم : "يجب على الهيئات الأخرى غير البنوك والمؤسسات المالية التي تلتزم الاعتماد لممارسة نشاط الوسيط في عمليات البورصة : -امتلاك عند الالتماس رأسمال اجتماعي قدره عشرة ملايين دينار 10000000 دج يدفع كليا و نقدا-حيازة محلات ملائمة لضمان امن مصالح زبائنها"

2004 الخاص بصندوق الضمان ،كما وتوضح المادة 5 من نفس النظام بنصها: "تتعلق الالتزامات التي يغطيها الصندوق برد السندات والأموال التي يحوزها الوسيط في عمليات البورصة بصفته ماسكي الحسابات المستثمرين عندما تكون متصلة بالنشاطات المنصوص عليها في المادة 7 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم".

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

ثانيا/ تنفيذ الصفقة من خلال مشغلي السوق :

حيث قد سعت مختلف التشريعات بما فيها التشريع الجزائري إلى محاولة ضبط هذا الجانب المهم من نشاط البورصة حيث تم إنشاء هيئات خاصة تشرف على هذه العمليات والتي تتمثل في شركة تسيير بورصة القيم التي أوكل لها مهمة تسيير عمليات التداول في كل مراحلها والتي تعتبر محورية ولا يمكن تجاهلها في هذه المرحلة ،كما أن الحديث عن نشاط التداول يجرنا مباشرة إلى الحديث عن إجراءات التسوية والمقاصة من حيث نقل ملكية الورقة المالية محل التداول وما ينجر عن ذلك من آثار وهو الأمر الذي يشرف عليه جهاز خاص تم استحداثه بموجب القانون 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10 الخاص ببورصة القيم المنقولة¹ وهو المؤتمن المركزي على السندات (الجزائرية للمقاصة)،وهو جهاز مكمل لشركة تسيير بورصة القيم وينشط كلاهما تحت سلطة ورقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ،وعليه يمكن القول بان التداول في البورصة يتم على مراحل عدة يختص بتنظيمها وسيرها هيئات أنشئت خصيصا لهذا الغرض .

ويعتبر أهم أثر يترتب على عقد البيع الناشئ عن أوامر البورصة هو انتقال ملكية المبيع، عن طريق عملية التسوية و التسليم *la règlementation et la livraison*، إلى جانب المقاصة *la compensation*، التي تمثل الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات تمهيدا لتسويتها، ويتم هذا الحساب وفقا لمبدأ التصفية الذي يقوم بالغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متداول، ويؤدي في النهاية لتحديد صافي الدائنية و المديونية للمتداولين، أما التسوية فيقصد بها إتمام إجراءات الصفقة بقيام البائع بتحويل الأصل المالي للمشتري في مقابل قيام المشتري بتحويل مبلغ الصفقة إلى البائع، وتبدأ هذه الإجراءات بعد تمام

¹ المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة 1413 الموافق ل23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ،جريدة رسمية رقم 34 المعدل والمتمم بالقانون 03-04 المؤرخ في 16 ذي الحجة 1423 الموافق ل17 فبراير 2003.جريدة .رسمية.رقم 11.

المقاصة وفق تنظيم معين تديره شركة مختصة بالتسوية والمقاصة¹ ، وبالتالي فإن الأثر الناقل للملكية لا يترتب إلا بعد انعقاد العقد.

كما وتجدر الإشارة إلى أن البورصة الجزائرية هي بصورة أساسية عبارة عن سوق فورية تتم عمليات تسوية و تسليم السندات فيها مباشرة في مدة أقصاها ثلاثة أيام (03) من إقفال حصة التداول² ، أما بالنسبة لعقود التداول المؤجلة فتتم تسويتها غالبا مرة واحدة في كل شهر وذلك قبل آخر جلسة من جلساتها ويتم تسوية الصفقات نهائيا بيعا وشراء فيدفع الثمن وتسلم الأوراق المالية رسميا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية، وهي الصفقة التي يتم تسجيلها في نظام التداول، و تتحول مباشرة إلى ما يعرف بعملية المقاصة La Compensation بالشكل الذي يسمح بربطها بحساب الوسيط المالي³ والذي سيعمل، سواء كان في مركز المشتري أم البائع، على متابعة تنفيذ هذه الصفقة. وبصرف النظر عن إجراءات التنفيذ التي تختلف باختلاف طبيعة الأوراق المالية محل عقد التداول، فإن آثار هذا التنفيذ لا تتوقف عند الوسيط وإنما يجب أن تنصرف إلى العملاء مصدري أوامر البورصة⁴.

وأسندت مهمة التسوية في عمليات التداول الجارية في البورصة الجزائرية للمؤتمن المركزي على السندات⁵ وذلك من خلال القانون 04-03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وذلك بعدما كانت من اختصاص شركة التسيير، وبينما احتفظت هذه الأخيرة بمهمة المقاصة، وغاية المشرع في ذلك هو مواكبة التحولات الحاصلة في الأسواق المالية، ومن إعطاء تنظيم أكثر فاعلية للسوق وكذا ضمان تسوية أكثر سرعة وسلامة

¹ محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل الملكية في الأسواق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية الإسلامية، المجلد 14، العدد 1، ص 65.

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

³ حيث يحتكر نشاط التداول حول القيم المنقولة فئة الوسطاء الماليين دون غيرهم داخل البورصة الجزائرية، راجع المادة 5 من المرسوم التشريعي 10-93 الخاص ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

⁴ رشا محمد تيسير خطاب، عقد التداول في البورصة -دراسة قانونية مقارنة- مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، جامعة اليرموك، الأردن، المجلد 36، العدد 1، 2009، ص 122

⁵ تحدد الفقرة الثانية من المادة 19 مكرر 2 المضافة بموجب القانون 04-03 على مهام المؤتمن المركزي على السندات والتي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة او بالتراضي على النحو التالي:

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

بإنشاء جهاز مختص في التسوية ونقل الملكية مسائرا في ذلك نظيره المشرع الفرنسي¹ في هذا الشأن.

ويتم مباشرة بعد عملية المفاوضات وإبرام الصفقة عملية المقاصة في كل الأسواق المالية العالمية بواسطة إحدى شركات المقاصة التي يعتبر الوسيط العميل أحد أعضائها، ويقصد بالمقاصة جميع الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات، تمهيدا لتسويتها ويتم هذا الحساب في الغالب وفق مبدأ التصفية netting، الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متعامل، ويؤدي في النهاية إلى تحديد صافي الدائنية أو المديونية لكل المتعاملين المشتركين في عملية التصفية، ويترتب على عملية المقاصة حينئذ تحديد ما إذا كان الوسيط مستلماً أو مسلماً للورقة المالية محل التعامل، مع مراعاة حجم الأوراق التي لا يمكن استخدامها في عملية المقاصة (لكونها مقرضة أو مرهونة)، وتحديد المبالغ النقدية الدائنة والمدينة المترتبة على الصفقات بالنسبة لجميع الوسطاء الأعضاء في شركة المقاصة. وقد تتم المقاصة بواسطة شركة أو نظام تابع للسوق المالي نفسه² على غرار البورصة الجزائرية، وعليه فإن عملية المقاصة هي عملية وسطية بين مرحلة التفاوض ومرحلة التسوية والتسليم.

إلا أن الغريب في الأمر وبالرجوع للقانون الجزائري، نجد أن عملية المقاصة لا تزال من مهام شركة التسيير رغم وجود المؤتمر المركزي على السندات، وهو ما تؤكدته المادة 18 من المرسوم التشريعي 93-10 التي تحدد من بين مهام الشركة مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة والتي لم يطلها تعديل 2003، بالإضافة لصراحة المادة 128 من النظام العام للبورصة 97-03 التي تنص: "تكلف ش.ا.ب.ق بتنظيم عمليات مقاصة المعاملات في البورصة ومراقبتها"، ورغم أن هاتين المادتين قد وجدتا قبل إنشاء جهاز المؤتمر المركزي على السندات بموجب القانون 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10 الخاص ببورصة القيم المنقولة، إلا أنها لم تلغ بالتعديلات اللاحقة، والأمر الأغرب هو أن التقرير السنوي للجنة البورصة لسنة 2010 المقدم لمجلس الحكومة يسمى المؤتمر المركزي Algérie clearing بالجزائرية للتسوية تارة، وبالجزائرية للمقاصة تارة أخرى³، وهو ما يثير الالتباس والاستغراب رغم أن كلمة Clearing بالانجليزية تعني المقاصة بالدرجة الأولى.

ولقد 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 عن عمليات التداول، حيث يرعى المؤتمر المركزي على السندات أو نظام الجزائرية للتسوية Algérie clearing عملية نقل ملكية الورقة

¹ عرف النظام الفرنسي عدة غرف للمقاصة، ثم اجتمعت هذه الغرف في نظام مركزي واحد هو بنك التسوية الذي

. LCH Clearnet اسمي

BONNEAUX Thierry et DRUMMOND France, Droit des marches financier, droit des marchés financiers, economica paris 2010, p48.

² محمد بن إبراهيم السحيباني، اليات نقل الملكية في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 85.

³ التقرير السنوي لسنة 2010 المنشور على الموقع الإلكتروني www.cosob.org الصفحة 75 وما يليها.

المالية، حيث أصدرت لجنة تنظيم عمليات البورصة النظام 03-01¹ المتعلق بالمؤتمن والذي حدد آليات التسوية، عن طريق نظام تسوية سندات يسيره المؤتمن المركزي بالإنجاز الآلي والمتزامن للسندات وتسليمها التي كانت موضوع عمليات تداول بين الوسطاء، إضافة إلى بنك الجزائر المكلف بالتسوية النقدية في إطار الاتفاقية المبرمة بينه وبين المؤتمن²، يقوم نظام التسوية والتسليم على وظيفتين أساسيتين وهما التصديق على العمليات المنجزة، وقيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية للسندات في المؤتمن، وفي حسابات جارية نقدا في بنك الجزائر.

ويتأسس المؤتمن المركزي على السندات في شكل شركة ذات أسهم³، ولا يفتح رأسماله إلا لشركة تسيير بورصة القيم والشركات المصدرة للسندات والوسطاء في عمليات البورصة⁴، ويقوم المؤتمن المركزي على السندات بمهمة تسوية وتسليم المعاملات على السندات، وهي هيئة تتولى الوظائف الرئيسية الثلاث الآتية⁵:

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

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

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

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

-تقنين الأدوات المالية،

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

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

² المواد 35 و 36 من النظام 03-01.

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

⁴ المادة 19 مكرر 3 من القانون 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10.

⁵ التقرير السنوي لل.ت.ع.ب.م لسنة 2010 مرجع سابق، ص 76.

ويمارس المؤتمر المركزي على السندات مهامه تحت مراقبة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها¹، وزيادة على تسيير عمليات التسوية والتسليم والعمليات المرتبطة بالسندات المتعلقة بالقيم المنقولة (الأسهم وسندات استحقاق الشركات) فإن سندات الشبيهة للخرينة قد تم تحويلها من بنك الجزائر إلى الجزائرية للتسوية².

الخاتمة :

يتبين بوضوح من خلال محاور المداخلة المتعلقة بقيود الحرية التعاقدية داخل السوق المالية الجزائرية بان الاستثمار والتعاقد داخل هذه الأخيرة يعد من أهم المجالات التي ترد عليها العديد من القيود والاستثناءات التي تحد من حرية الأطراف في التعاقد من خلال تقنين كل من المشرع ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لهذه العمليات المبرمة داخلها، وذلك يرجع أساسا لهدفين أساسيين يتمثلان في حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة من جهة، وحماية شفافية واستقرار السوق المالية ككل من جهة أخرى، يتضح الأمر بصفة خاصة من خلال مايلي:

- تعد الشروط والإجراءات المفروضة في التشريع التجاري على الشركات الراغبة في طرح قيمها المنقولة داخل البورصة، بما في ذلك الخطوات السابقة للإدخال أو إجراءات الإدخال نفسه بداية لتقييد الحرية التعاقدية في هذا المجال .

- كما تعد الوساطة الإجبارية سواء خلال إدخال الشركة للبورصة أو خلال عمليات التداول نفسها نظرا لحصرية النشاط المكرس من طرف المشرع لصالح فئة الوسطاء، من أهم الاستثناءات على حرية التعاقد بتقرير إجبارية المرور عبر الوسيط المالي للاستثمار في القيم المنقولة المطروحة للتداول.

- كما أن تنفيذ الصفقة نفسها من تسلم للمبيع ودفع للثمن تختلف شروطه وإجراءاته عما هو متعارف عليه في القانون المدني، وذلك من خلال إجبارية التنفيذ من خلال مشغلي السوق وهم بصفة أساسية شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات، وذلك بهدف ضمان الحقوق أكثر والحفاظ على استقرار السوق.

وتعد من وجهة نظرنا هذه القيود التعاقدية للتعامل في السوق المالية مقبولة إلى حد بعيد نظرا لخصوصية التعامل داخل هذه الأخيرة، وما يستلزمه الأمر من إشراف للدولة لحماية الادخار الوطني وضمان استقرار التعاملات داخل السوق .

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

² التقرير السنوي لل.ت.ع.ب.م لسنة 2010 مرجع سابق،ص 76

قائمة المراجع و المصادر:

النصوص القانونية و التنظيمية:

- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة 1413 الموافق ل23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ،جريدة رسمية رقم34 المعدل والمتمم بالقانون 03-04 المؤرخ في 16 ذي الحجة 1423 الموافق ل17 فبراير 2003.جريدة رسمية رقم 11.
- النظام 01-12 المعدلة للمادة 77 من النظام 97-03 ، قرار وزارة المالية المؤرخ في 6 ديسمبر 1997 يتضمن التصديق على النظام 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة ،جريدة رسمية عدد 87 الصادرة في 29 ديسمبر 1997 المعدل والمتمم بالنظام رقم 01-12 المؤرخ في 12 يناير 2012 .
- قرار وزارة المالية مؤرخ في 2 يونيو 2015 يتضمن الموافقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-15 المؤرخ في 15 ابريل 2015 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم،جريدة ر. رقم 55.
- قرار مؤرخ في 15 سبتمبر 2003 يتضمن التصديق على نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 01-03 المؤرخ في 18 مارس 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات ،الجريدة الرسمية عدد 73.

المقالات:

- خالد احمد الشعراوي، تداول الأوراق المالية في البورصة المصرية، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية ،كلية الحقوق جامعة المنصورة ،العدد 44 ،لسنة 2010
- محمد بن إبراهيم السحبياتي، آليات نقل الملكية في الأسواق المالية ،مجلة الدراسات الاقتصادية الإسلامية، المجلد 14، العدد 1
- رشا محمد تيسير حطاب، عقد التداول في البورصة -دراسة قانونية مقارنة- مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون،جامعة اليرموك،الأردن،المجلد 36،العدد 1، 2009

المراجع باللغة الفرنسية:

-BONNEAUX Thierry et DRUMMOND France, Droit des marches financier, droit des marchés financiers, economica paris 2010

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

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

- JAFFEUX Corynne , Bourse et financement des entreprises, Edition Dalloz,Paris,1994,

- Neuville Sébastien ,Droit de la banque et des marchés financiers ,Presse universitaire de France ,Paris,2005 .

-Henri Jullien et Bernard Paraque ,Revue internationale P.M.E. : économie et gestion de la petite et moyenne entreprise l'Université de Montréal, Canada, vol. 8, n°3-4, 1995,

URI: <http://id.erudit.org/iderudit/1008358ar>.