

نوارة حمليل

بورصة القيم المنقولة مجال حيوي للاستثمار

الملخص

تهدف هذه الورقة البحثية لدراسة البدائل في توجيه الاستثمار نحو بورصة القيم المنقولة ، التي تعتبر عصب الاقتصاد الحديث، نظرا لقدرتها الفائقة على تعبئة المدخرات و ضخها في القطاعات الإقتصادية ، مما يؤدي إلى دفع عجلة التنمية قدما، إضافة إلى أنها أداة تمويل المشاريع الاقتصادية باهتياز، حيث يدخل في تركيبة البوصات العالمية النشطة عدة أسواق، تخصص كل سوق لفئة معينة المتعاملين والشركات. الغرض من هذا التنويع هو منح فرص استثمارية لمجموعة واسعة من الشركات بأحجام مختلفة.

الكلمات المفتاحية: بورصة القيم المنقولة، الاستثمار، التنمية.

Nouara hamli.

THE STOCK EXCHANGE OF MOVABLE VALUES A VITAL AREA FOR INVESTMENT

Abstract

This research paper aims to study alternatives in directing investment towards the Transferable Values Exchange, which is the backbone of the modern economy, due to its superior ability to mobilize savings and pump them into the economic sectors, which leads to advancing development, in addition to being a tool for financing economic projects par excellence. Several markets are included in the active global inches structure, each market allocating to a specific class of dealers and companies. The purpose of this diversification is to give investment opportunities to a wide range of companies of various sizes.

Keywords: Movable Values Exchange, Investment. Development.

بورصة القيم المنقولة مجال حيوي للاستثمار

THE STOCK EXCHANGE OF MOVABLE VALUES A VITAL AREA FOR INVESTMENT

د. حمليل نوارة (*)

أستاذة محاضرة "أ" جامعة مولود معمري تيزي وزو

مقدمة:

تسعى الجزائر جاهدة إلى جلب الاستثمارات الوطنية والأجنبية، لدفع عجلة التنمية الاقتصادية قدماً، لأجل ذلك باشرت سلسلة من الإصلاحات لتهيئة المناخ الاقتصادي للمستثمر. صاحبت هذه الإصلاحات جملة من النصوص القانونية التي تهدف إلى تنظيم الاستثمارات في الجزائر وحماية مصلحة المستثمر والاقتصاد الوطني على حد سواء، وتأسيس الإطار المؤسسي المرافق لها.

منحت الدولة تسهيلات كثيرة للمستثمرين، بغرض تشجيعهم على إنجاز مشاريع تساهم في تحقيق الرخاء الاقتصادي. تتمثل هذه التسهيلات في جملة الامتيازات التي يستفيد منها المستثمر والإعفاءات الجبائية، إضافة إلى تذليل العقبات الإدارية. رغم تلك الجهود بقيت نسبة الاستثمارات الوطنية والأجنبية ضئيلة جداً، و بقيت مرتبة الجزائر من حيث استقطابها للاستثمار في التقارير الدولية في الحضيض الأسفل.

يجب على الدولة الجزائرية إن أردت نفض الغبار عن اقتصادها وتنشيطه، أن تفتح آفاق جديدة للاستثمار، خاصة مع الوضع الراهن الذي يشهد أزمة مالية نظراً للتبعية المطلقة لقطاع المحروقات. لا يكون ذلك إلا بطرح بدائل استثمارية حديثة بالموازاة مع الطرق التقليدية للاستثمار المتمثل في انجاز المشاريع و اسغلالها.

تكمّن هذه البدائل في توجيه الاستثمار نحو بورصة القيم المنقولة ، التي تعتبر عصب الاقتصاد الحديث، نظراً لقدرتها الفائقة على تعبئة المدخرات و ضخها في

(*) البريد الإلكتروني: nouara.hamliil@ummtto.dz

القطاعات الإقتصادية ، مما يؤدي إلى دفع عجلة التنمية قدماً، إضافة إلى أنها أداة تمويل المشاريع الاقتصادية بامتياز، و هو ما سوف نتوقف عنده بالتحليل من خلال هذه المداخلة من خلال طرح الاشكالية التالية :

كيف يمكن للدولة أن تحفز الاستثمار في بورصة القيم المنقولة كسبيل لتعبئة المدخرات وتحقيق التنمية الاقتصادية ؟ الإجابة على هذه الاشكالية ستكون من خلال مبحثين هما :

المبحث الأول: أنواع الأسواق المتاحة للاستثمار في بورصة القيم المنقولة

المبحث الثاني: آليات الاستثمار في بورصة القيم المنقولة.

المبحث الأول: أنواع الأسواق المتاحة للاستثمار في البورصة.

يدخل في تركيبة البوصات العالمية النشطة عدة أسواق، تخصص كل سوق لفئة معينة المتعاملين والشركات. الغرض من هذا التنوع هو منح فرص استثمارية لمجموعة واسعة من الشركات بأحجام مختلفة. يمكن الاستدلال في هذا الصدد بالنموذج الفرنسي، الذي يعتبر من النماذج الناجحة في تنظيم وتسيير السوق المالية، ونماذج أخرى قسمت سوقها المالية إلى عدة أسواق هي:

— السوق الرسمية: La cote officielle

— السوق الثانوية Le second marché

— السوق غير الرسمية Le marché hors cote⁽¹⁾.

تؤمن الدول التي اقتدت بهذا النموذج بفكرة أن تعدد الأسواق وسيلة لتنشيط السوق المالية. في المقابل هناك دول عديدة لا تحبذ فكرة التعدد هذه، بل ترى أنّ تنشيط السوق المالية لا يجب أن يكون على حساب نظام السوق ورقابتها. من هذا النموذج نذكر التشريعين الكويتي والأردني اللذين أخذوا بمبدأ وحدة الجدول، بمعنى أنّها تملك جدولا واحدا تقيّد فيه كافة الأوراق المقبولة للتداول في البورصة يتمثل في

¹ - انظر عاشور عبد جواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، ص 98.

السوق الرسمية. أما عن شروط القيد فيها، فهي لا تختلف كثيراً عن السوق الرسمية المصرية والفرنسية، سوى أنّ المشرع الكويتي جاء بشرط جديد هو الجنسية، فيشترط على الشركة الراغبة في قيد قيمها المنقولة في بورصة الكويت أن تكون من جنسية كويتية، هذا يعني أنّ قيد الأوراق المالية الأجنبية غير وارد في بورصة الكويت⁽¹⁾.

تعد الجزائر من الدول التي تنتهي إلى النموذج الثاني معتنقاً مبدأ وحدة السوق المالية. انطلقت بورصة الجزائر بسوق وحيدة، هي السوق الرسمية لسندات رأس المال وسندات الدين⁽²⁾. يمكن تبرير هذا الموقف بأن مفهوم البورصة مفهوم حديث آنذاك في الاقتصاد الجزائري بصفة خاصة وفي المجتمع بصفة عامة، فكان يجب البداية بسوق وحيدة تسعى لاستقطاب المستثمرين، وتحاط بالحماية القانونية الكافية عن طريق فرض شروط صارمة للانخراط فيها.

استمرت بورصة الجزائر في العمل بنظام السوق الوحيدة إلى غاية صدور النظام رقم 01/12 المعدل للنظام رقم 03/97 الذي قسم بورصة الجزائر إلى عدة أسواق وهي:

- ✓ سوق سندات الرأسمال، التي تنقسم بدورها إلى سوق رئيسة تقيد فيها سندات رأس مال الشركات الكبرى، وسوق لسندات رأسمال الصادرة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- ✓ سوق لسندات الدين الذي يتضمن سوقاً لسندات الدين الصادرة عن شركات الأسهم، وسوقاً لسندات الدين الصادرة عن الدولة والهيئات المحلية.
- ✓ سوق للقيم الصادرة عن الخزينة العمومية.

¹ - JAFFEUX Corynne, Bourse et financement des entreprises, Editions Dalloz, Paris, 1994, pp 77-80.

Voir aussi : JAQUILAT Bertrand, L'introduction en bourse, 2^{ème} édition, Collection Que sais-je, Editions Presses Universitaires, Paris, 1989, p 27.

² - أنظر المادة 77 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام للبورصة، التي تنص على ما يلي: «إن السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة. سوق وحيد يتضمن سوقاً لسندات رأس المال وسندات الديون».

حددت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في النظام رقم 01/12 شروط خاصة بالاستثمار في سوق سندات رأس المال (المطلب الأول)، وأخرى بسوق سندات الدين (المطلب الثاني).

المطلب الأول – الاستثمار في سوق الأسهم

تنص المادة الخامسة من النظام رقم 01/12 على إحداث قسم ثاني من الفصل الأول، الخاص بشروط القبول تحت عنوان شروط قبول سندات الرأسمال في السوق الرئيسية يتضمن المواد من 30 إلى 44. ثم نصت المادة التاسعة من النظام نفسه على إنشاء قسم ثالث يدعى شروط إدراج سندات رأس المال في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتضمن المواد من 45 إلى 46-7.

الفرع الأول- شروط قيد سندات الرأسمال في السوق الرئيسية:

توجد هذه السوق منذ وجود بورصة الجزائر، وهي السوق المخصصة لشركات الأسهم الضخمة لأن شروط الدخول فيها جد صارمة. يمكن تقسيم هذه الشروط إلى قسمين هما: قسم خاص بالشروط الخاصة بالشركة المصدرة، وقسم خاص بالشروط الواجب توافرها في القيم المنقولة المرغوب قيدها.

أ- الشروط الخاصة بالشركة المصدرة: يجب على الشركة التي تقدم طلب قيد قيمها المنقولة في البورصة أن تثبت توافرها على الشروط التالية:

✓ أن تكون الشركة شركة أسهم منشأة وفقًا للقواعد والإجراءات المنصوص عليها في القانون التجاري⁽¹⁾.

✓ على الشركة أن تنشر الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تم خلالها تقديم طلب القبول ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك⁽²⁾.

¹ - المادة 30 من النظام رقم 03/97 المعدلة بموجب المادة 6 من النظام رقم 01/12 المتضمن النظام العام لبورصة القيم.

² - انظر المادة 31 من النظام رقم 03/97 السابق ذكره.

اشتراط المشرع الفرنسي على الشركة الراغبة قيد قيمها المنقولة في الجدول الرسمي أن تنشر كشوف السنوات الثلاث الأخيرة قبل طلب القيد.

- ✓ يجب على الشركة أن تثبت بأنها حققت أرباحاً مالية خلال السنة المالية السابقة لطلب القبول⁽¹⁾.
- ✓ يجب على الشركة تقديم تقرير تقييبي لأصولها، ينجزه عضو من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير مندوب الحسابات للشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه.
- ✓ يجب أن تبرّر وجود هيئة للمراقبة الداخلية، تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم تتوفر مثل هذه الهيئة لدى الشركة فعلياً، تنصيحها خلال السنة المالية التي تلي قبول سندات التداول في البورصة⁽²⁾.
- ✓ أن تتكفل الشركة بعملية تحويل السندات، وإذا بقي مساهم غير الدولة أو شركة قابضة عمومية تتحكم في رقابة الشركة على رابطة خاصة معها، مما ينجم عنه تعارض المصالح بين التزامات الشركة حيال هذا المساهم ومسؤوليات الشركة تجاه كل المساهمين فيها، لا يقبل قيد هذه الشركة في البورصة⁽³⁾. يجب على الشركة التي تطلب قبول سندات رأسمالها للتداول في السوق الرئيسية، أن لا تقل قيمة رأسمالها الذي تم وفاؤه عن خمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج)⁽⁴⁾.

¹ - انظر المادة 34 من النظام رقم 03/97 السابق ذكره.

² - انظر المادة 36 من النظام رقم 03/97، السابق ذكره.

³ - يمكن للجنة أن تفرض تسوية المصالح في أجل تحدده وذلك بعد قبول سندات الشركة للتداول في البورصة إذا كان ذلك ممكناً. إذا رأت اللجنة أن الشركة أهلة للقبول في جدول الأسعار رغم وجود تعارض المصالح، وجب إشعار كل مساهمي الشركة بذلك وكذا عامة المستثمرين ويتعين على الشركة أن تصرح بذلك في المذكرة الإعلامية.

انظر المواد 37، 38 و39 من النظام رقم 03/97، السابق ذكره.

⁴ - المادة 7 فقرة أولى من النظام رقم 01/12 المعدلة للمادة 43 من النظام رقم 03/97 التي كانت تشترط ألا يقل رأسمال الشركة عن مائة مليون دينار جزائري (100.000.000 دج).

✓ أن توزع على الجمهور سندات تمثل نسبة 20% من رأس المال الاجتماعي للشركة وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير⁽¹⁾.

✓ اشترطت المادة 17 من النظام رقم 03/97 على الشركة، تعيين وسيط لمساعدة المصدر في إجراءات القبول والإدخال⁽²⁾، وعليه التأكد من توافر الشروط المذكورة فيها.

ب - الشروط الخاصة بالأوراق المالية:

✓ يجب أن تكون الأسهم محل طلب القبول مدفوعة بكاملها⁽³⁾.

✓ يجب توزيع سندات رأس المال على جمهور يقدر بـ 150 مساهم على الأقل، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير⁽⁴⁾.

الفرع الثاني - الاستثمار في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

حظيت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باهتمام خاص من طرف المشرع الجزائري، وذلك وعياً منه بأهميتها للاقتصاد الوطني. إذ تعد هذه المؤسسات من أقوى أدوات التنمية والتطور الاقتصادي والاجتماعي في معظم الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، فهي مصدر لتوليد الإنتاج والدخل وخلق فرص العمل، كونها تهتم بالأنشطة الإنتاجية، الخدماتية والفكرية⁽⁵⁾.

¹ - المادة 7 فقرة ثانية من النظام رقم 01/12 المعدلة للمادة 43 من النظام رقم 03/97. يستغرب إدراج هذه الفقرة في المادة 7 من النظام رقم 01/12 مع أنها تنص على النسبة نفسها أي 20% من قيمة رأس المال الشركة دون تعديل. هذه النسبة تعادل تلك التي اشترطها المشرع المصري على خلاف المشرع الفرنسي الذي اشترط التوزيع بين الجمهور بنسبة 25% من رأسمال الشركة التي ترغب في القيد داخل البورصة. كما اشترط هذا النظام ألا يقل عدد المكتتبين في الورقة المطلوب قيدها عن مائة وخمسين (150) شخصاً، وهو ما لم يشترطه المشرع الفرنسي.

أنظر عاشور عبد الجواد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 107.

² - المادة 3 من النظام رقم 01/12 المعدلة للمادة 17 من النظام رقم 03/97، السابق ذكرهما.

³ - المادة 33 من النظام رقم 03/97، السابق ذكره.

⁴ - أنظر المادة 8 من النظام رقم 01/12 المعدلة للمادة 44 من النظام رقم 03/97، السابق ذكره.

كانت المادة 44 من النظام رقم 03/97 قبل تعديلها تنص على ما يلي: «يجب توزيع سندات رأس المال على جمهور يقدر بـ 300 مساهم على الأقل، يملكون فرادى 5% على الأكثر من رأس المال الاجتماعي، وذلك يوم الإدخال على أبعد تقدير».

⁵ - أنظر إقولي ولد رابح صافية، "مكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القانون الجزائري"، مجلة إدارة، العدد 2، 2008، ص 7.

بذلت الحكومة الجزائرية مجهودات جبارة لتشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بخلق المناخ القانوني والمؤسسي المناسب لمراقبتها وترقيتها، كان ذلك بإصدار القانون رقم 18/01 المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة⁽¹⁾. يهدف هذا القانون إلى تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتحديد تدابير مساعدتها، دعمها وترقيتها⁽²⁾. عرفت المادة الرابعة منه المؤسسة الصغيرة والمتوسطة كما يلي: « تعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات:

✓ تشغل من 1 إلى 250 شخصاً.

✓ لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي ملياري (2) دينار جزائري أولاً لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية خمسمائة (500) مليون دينار.

✓ تستوفي معايير الاستقلالية... ».

ميز القانون رقم 18/01 بين كل من المؤسسة المتوسطة، الصغيرة، والمصغرة وذلك بتحديد المعايير الخاصة بكل واحدة منها⁽³⁾. أما المشرع الفرنسي فقد وضع ثلاث معايير واكتفى بتوافر واحد منها لاعتبار المؤسسة مؤسسة صغيرة أو متوسطة⁽⁴⁾.

¹ - القانون رقم 18/01 المؤرخ في 12 ديسمبر 2001، المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية عدد 77، صادر في 15 ديسمبر 2001.

² - تنص المادة الثانية من القانون رقم 18/01 المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، على ما يلي: « تركز سياسات وتدبير المساعدة والدعم الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على دراسات ملائمة، تهدف إلى ترقية تنافسية المؤسسات. تسخر السلطات العامة كل التدابير اللازمة والوسائل الضرورية لذلك ».

³ - أنظر المواد 5، 6 و 7 من القانون رقم 18/01 السابق ذكره.

⁴ - Article 212-7-1 du règlement général de l'AMF Modifier par l'arrêté du 14 juin 2012,

« 1° Les petites et moyennes entreprises sont celles qui, d'après leurs derniers comptes annuels ou consolidés publiés, présentent au moins deux des trois caractéristiques suivantes :

- a) Un nombre moyen de salariés inférieur à 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice ;
- b) Un total du bilan ne dépassant pas 43 000 000 d'euros ;
- c) Un chiffre d'affaires net annuel ne dépassant pas 50 000 000 d'euros ; »

سمحت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة لأول مرة بموجب النظام رقم 01/12 وذلك لغرضين، أولهما ترقية المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وتشجيع تنافسيتها عن طريق استفادتها من مزايا البورصة السابق ذكرها، ثانيهما بعث نفس جديد في بورصة الجزائر التي تعاني الركود وإحجام الشركات عنها. يستنتج من هذا النظام أن اللجنة سمحت بإدراج سندات رأس المال الصادرة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دون سندات الدين. يمكن رد ذلك إلى حرصها على حماية والسوق المدخرين على حد سواء، من خطر عدم قدرة هذه المؤسسات على سداد ديونها في آجالها.

وضع النظام رقم 01/12 شروط خاصة لإدخال سندات رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة، إضافة إلى الشروط العامة المتعلقة بإدراج سندات رأس المال وهي:

- ✓ يجب أن تكون المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ذات نظام شركة أسهم، كما يجب عليها تعيين مستشار مرافق لمدة خمس سنوات يدعى الراعي في البورصة ويكلف بمساعدتها أثناء إصدار سنداتها، في تحضير عملية القبول والتأكد باستمرار من أنها تحترم التزاماتها القانونية والتنظيمية في مجال الإعلام⁽¹⁾.
- ✓ يجب أن يشهد الراعي في البورصة بواسطة توقيعه على المذكرة المعروضة على اللجنة للتأشير عليها، بأنه قام بالإجراءات المعهودة وبأن المذكرة لا تتضمن أي إغفال من شأنه أن يؤثر في مضمونها⁽²⁾.
- ✓ يجب أن يكون الراعي في البورصة وسيطاً معتمداً في عمليات البورصة، أو بنكاً، أو مؤسسة مالية، أو شركة استشارة في المالية والقانون وإستراتيجية المؤسسات تتمتع بالتجربة الكافية في مجال هيكله الرأس مال والإدماج وشراء المؤسسات،

¹ - أنظر المادة 46 من النظام رقم 03/97، المستحدثة بموجب المادة 9 من النظام رقم 01/12 السابق ذكره.

² - أنظر المادة 46-1 المستحدثة بموجب المادة 9 من النظام رقم 01/12 السابق ذكره.

معتزاً بها من اللجنة ومسجلة لديها. حددت شروط وإجراءات تسجيل الشركة المرشحة لممارسة وظيفة الراعي في البورصة بموجب تعليمات من اللجنة⁽¹⁾.

✓ يجب أن تكون الشركة قد أبرمت مع الراعي في البورصة اتفاقية يتم إعدادها حسب النموذج الذي تحدده اللجنة لمدة أدناها سنتان ويتفق عليها الطرفان. في حال فسخ الاتفاقية يجب على الشركة أن تعين على الفور راعياً آخر في البورصة وتبلغ اللجنة بذلك⁽²⁾.

✓ يجب أن تكون الشركة قد نشرت كشوفها المالية المصادق عليها عن السنتين الماليتين الأخيرتين، ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك دون المساس بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تلجأ إلى الإعلان العلني للاذخار ولا يطلب استثناء شروط الربحية والرأسمال الأدنى من الشركات التي تطلب قبولها في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة⁽³⁾.

✓ يجب أن تفتح الشركة رأسمالها الاجتماعي على مستوى أدناه 10%، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير.

✓ يجب توزيع سندات رأسمال الشركة على الجمهور على عدد أدناه خمسون (50) مساهماً، أو ثلاثة (3) مستثمرين مؤسسيين من بنوك ومؤسسات مالية، شركات التأمين، هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، صناديق الاستثمار، شركات

¹ - طبقاً للمادة 2-46 المستحدثة بموجب المادة 9 من النظام رقم 01/12 السابق ذكره، أصدرت اللجنة التعليمية رقم 01/2013 المؤرخة في 09 جوان 2013، المتضمنة شروط وإجراءات تسجيل راعي البورصة.

² - طبقاً للمادة 3-46 من النظام رقم 03/97، المستحدثة بموجب النظام رقم 01/12 السابق ذكره، أصدرت اللجنة التعليمية رقم 02/2013 المؤرخة في 09 جوان 2013، المتضمنة نموذج اتفاقية المبرمة بين الشركة المرشحة للقيد في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والراعي في البورصة.

³ - أنظر المادة 4-46 المستحدثة بموجب النظام رقم 01/12 السابق ذكره.

تظهر خصوصية هذه السوق في أنها سوق مرنة، إذ لا تشترط على الشركة أن تكون قد حققت أرباحاً سابقة، عكس السوق الرئيسية التي يشترط في الشركة أن تنشر كشوف السنتين السابقتين للقيد، وأن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة الأخيرة منها. نقل المشرع الجزائري هذا التقسيم من نظيره الفرنسي، الذي أنشأ سوق غير رسمية بالموازاة مع السوق الرسمية لتداول فيها أوراق المؤسسات المتوسطة والصغيرة، التي لا تستطيع تلبية شروط القيد في السوق الرسمية، مع ذلك ترغب في تدعيم رأسمالها عن طريق تلقي مدخرات الجمهور. القيد في هذه السوق بسيط للغاية، إذ أنه لا يقترن بأي شرط.

رأسمال الاستثمار والشركات المسيرة للأصول، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير⁽¹⁾.

سمحت اللجنة للشركة المقيدة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بنقل سنداتهما إلى السوق الرئيسية بمجرد أن تثبت أن قيمة رأسمالها الذي تم وفائه لا يقل عن خمسمائة مليون دينار جزائري (500.000.000 دج)⁽²⁾. يمكن اعتبار سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمثابة سوق انتظار أي مرحلة أولية تمر بها الشركة، في انتظار توفرها على شروط القيد في السوق الرئيسية، حينها تكون قد تموقعت في السوق واكتسبت الخبرة الكافية عن كيفية عمل السوق المالية وتقنيات الاستثمار فيها.

تختلف سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التشريع الجزائري، عن نظيرتها الفرنسية المعروفة بسوق خارج التسعيرة le marché hors côte، في أن هذه الأخيرة لا تتطلب أي شرط للقيد فيها. فالقيد في هذه السوق بسيط للغاية، كما يمكن لأي مساهم في الشركة أن يقدم طلب القيد فيها وبصفة منفردة لبيع الأسهم التي يمتلكها، دون الحاجة إلى موافقة باقي المساهمين. لذا ذهب البعض للقول أن القيد في هذه السوق حق⁽³⁾.

تعرف السوق المالية الفرنسية سوقاً وسطى بين السوق الرسمية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سميت هذه السوق بالسوق الثانية Le Second Marche. استحدثت بموجب القرار المؤرخ في 04 جانفي 1983⁽⁴⁾. تعتبر هذه سوق بمثابة سوق دائمة تقيّد فيها أوراق الشركات التي لا تتوافر فيها شروط القيد في الجدول الرسمي، وتصنف في المركز الوسط بين السوق الرسمية المتشددة والسوق غير الرسمية

¹ - أنظر المواد 46-5 و 46-6 من النظام رقم 03/97، المستحدثة بموجب النظام رقم 01/12 السابق ذكره.

² - أنظر المادة 46-7 من النظام رقم 03/97، المستحدثة بموجب النظام رقم 01/12 السابق ذكره.

³ - « Il n y a aucune condition restrictive d'admission au marché hors côte, dans la mesure où la négociation sur celui-ci est un droit, et tout associé d'une société par action peut faire une offre de vente sur ce marché de tous ses action ou de seulement une partie ».

Voir : JAQUILAT Bertrand, L'introduction en bourse op. cit, p 31.

⁴ - Voir, AFFEUX Corynne, op. cit, p79.

المباحة بلا قيود. تستفيد الشركة المقيدة في هذه السوق من مزايا القيد في البورصة، دون الخضوع لشروطها القاسية⁽¹⁾.

المطلب الثاني - الاستثمار في سوق سندات الدين: القرض السندي

تشمل هذه السوق سندات الدين الصادرة عن شركات الأسهم، سندات الدين الصادرة عن الدولة والهيئات المحلية، وسندات الخزينة.

الفرع الأول: سوق سندات الدين الصادرة عن شركات المساهمة:

استحدثت المادة 10 من النظام رقم 01/12 بعد المادة 46-7 من النظام رقم 03/97 قسماً رابعاً عنوانه "شروط قبول السندات في السوق". لمنع لكل لبس بين سندات رأس المال وسندات الدين، كان حري باللجنة عنونة هذا القسم بشروط قبول سندات الدين في السوق. تتداول داخل هذه السوق كل من سندات الاستحقاق، السندات القابلة للتحويل إلى سندات رأس المال وسندات المساهمة⁽²⁾، يشترط لقبول هذه السندات للتداول أن يكون سعر السندات محل الطلب للقيود يساوي على الأقل خمسمائة مليون دينار (500.000.000.00 دج)⁽³⁾، بعد أن كانت اللجنة تشترط أن تبلغ قيمة السندات المدرجة مائة مليون دينار في النظام رقم 03/97⁽⁴⁾، على أن توزع بين 100 حائز على الأقل وذلك يوم الإدخال على أبعد تقدير⁽⁵⁾. استغنت اللجنة عن هذا الشرط في نظامها رقم 01/12، وهو موقف غير

¹ - Voir: EVARD Dominique, DE LA BACHELERIE Vincent, QUAGILIA Julien, et CASALIS Georges, Second marché, Editions Information financière, paris 1991, p 22.

² - أنظر المادة 46-8 من النظام رقم 03/97، المستحدثة بموجب النظام رقم 01/12 السابق ذكره.

³ - أنظر المادة 46-9 من النظام رقم 03/97، المستحدثة بموجب النظام رقم 01/12 السابق ذكره.

⁴ - أنظر المادة 45 من النظام رقم 03/97 السابق ذكره.

أما المشرع الفرنسي فقد اشترط أن لا يقل سعر سندات الدين عن 100 مليون فرنك فرنسي.

Voir: JACQUILAT Bertrand, L'introduction en bourse, op.cit, p 22, Voir aussi JAFFEUX Corynne, Financement des entreprises, op. cit, p 132.

عدل سعر سندات الدين ليصبح 100,000 أورو.

Article 212-8 du règlement général de l'AMF Modifier par l'arrêté du 14 juin 2012.

⁵ - أنظر المادة 46 من النظام رقم 03/97 السابق ذكره.

صائب لأنه يتنافى مع معايير اللجوء العلي لبلادخار، التي تشتط فها اللجة الانتشار الموسع للسندات على الجمهور⁽¹⁾.

الفرع الثاني: سوق سندات الدين الصادرة عن الدولة والجماعات المحلية وسندات الخزينة

خص المشرع سندات الدين الصادرة عن الدولة والجماعات المحلية بمعاملة خاصة، إذ استثنىها المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 من شروط القيد في البورصة، بل وأكثر من ذلك، جعلت قيدها بقوة القانون بمجرد طلب مصدرها ذلك⁽²⁾. تجاهلت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هذه المادة عند إصدارها للنظام رقم 03/97، الذي لم يتضمن أي نص على هذا النوع من السندات. يمكن تبرير ذلك بأن اللجنة لم تجد نفسها بحاجة إلى النص على مثل هذه السندات كونها لا تخضع لشروط خاصة للقيد بل تقيد بقوة القانون. لكن التناقض يثور بشأن صياغة المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي لا تجعل هذا القيد تلقائياً إنما تشتط طلب المصدر ذلك. في حين أن المادتين 45 و46 من النظام رقم 03/97 تتعلق بسندات الدين التي يقدم بشأنها طلب القيد، وعليه فإن سندات الدين الصادرة عن الدولة والجماعات المحلية التي يطلب مصدرها قيدها في البورصة تخضع لأحكام المادتين 45 و46 من النظام رقم 03/97، بهذا يظهر التناقض جلياً.

تداركت اللجنة هذا التناقض بمناسبة تعديل النظام رقم 03/97 بموجب النظام رقم 01/12، إذ تنص المادة الثانية منه على تعديل المادة 16 من النظام رقم 03/97 التي صارت تنص على ما يلي: « باستثناء سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية والتي يتم إدراجها وفق الشروط المحددة في المادة 1-77 لهذا النظام، يجب أن يكون قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة موضوع طلب قبول لدى اللجنة وإيداع

¹ - انظر المادة 02 من النظام رقم 02/96 السابق ذكره.

² - تنص المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على ما يلي: « تقبل سندات القرض التي تصدرها الدولة الجزائرية والهيئات المحلية بقوة القانون في المفاوضات إذا طلب مصدرها ذلك... ».

مشروع مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة...»⁽¹⁾. ثم نصت المادة 14 من النظام نفسه على إدراج المادة 77-1 وغيرها بعد المادة 77 من النظام رقم 03/97، والتي تنص على ما يلي: « يتم قبول السندات الشبيهة للخزينة للتداول على مستوى بورصة الجزائر تلقائياً في قسم المعاملات بالجملة بطلب من وزير المالية ». لم توفق اللجنة في هذه الإحالة لأن قيم الخزينة تقيد بطلب من وزير المالية. لا يمكن وضع حد لهذا التناقض إلا عن طريق تعديل المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 بحذف عبارة بطلب من المصدر وتعويضها بكلمة تلقائياً.

يعتبر استثناء سندات الدين الصادرة عن الدولة والجماعات المحلية من شروط القيد في البورصة، بمثابة امتياز من امتيازات السلطة العامة التي تتمتع بها هذه الهيئات باعتبارها من أشخاص القانون العام. بذلك يكون المشرع قد خلق قاعدة خاصة مخالفة للقاعدة العامة المتعلقة بشروط قيد السندات في البورصة⁽²⁾.

المبحث الثاني: آليات الاستثمار بورصة القيم المنقولة.

يتوقف نشاط الأسواق المالية على دعامة أساسية، تتمثل في الرابط الموجود بين حلقتيها، المتمثلة في حلقة الفائض المالي وهم المدخرون، وحلقة العجز المالي وهم مصدرو الأوراق المالية، بغرض سدّ حاجتهم للسيولة المالية اللازمة لتمويل مشاريعهم الاستثمارية⁽³⁾. لذا سعى المشرع إلى إتمام التركيبة العضوية للسوق المالية، بخلق أجهزة يستعين بها كل من المدخر والمستثمر عند ولوجه عالم السوق المالية، خاصة

¹ - كان نص المادة 16 من النظام رقم 03/97 كما يلي: « يجب أن يكون قبول القيم المنقولة في عمليات التداول في البورصة محل طلب قبول لدى اللجنة وإيداع مشروع مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة... ».

² - لم يكن المشرع الجزائري الوحيد الذي أخذ بهذا الاستثناء، إذ نص المشرع الكويتي على تقييد مثل هذه السندات في الجداول الرسمية للسوق الكويتية وجعله قيداً إجبارياً، وذلك طبقاً للمادة 8 من لائحة سوق المال الكويتي. وكذا المشرع الأردني في المادة 16 من قانون سوق عمّان للأوراق المالية. كما كان المشرع الفرنسي صريحاً في قيد سندات الدولة بقوة القانون في الجداول الرسمية على أن يتم تداولها في بورصة باريس لا غير. انظر عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 96.

³ - انظر: عاشور عبد الحميد عبد الجواد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص ص 92 - 93.

إذا كان قليل الخبرة بخباياها. تتمثل هذه الأجهزة في كل من الوسيط في عمليات البورصة، وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

يعتبر الوسيط في عمليات البورصة الرابط المتين والضروري بين هاتين الحلقتين. فما النفع من وجود مصدرين للأوراق المالية يرغبون في بيعها، ومستثمرين يرغبون في شراء أوراق مالية أو بيع تلك التي بحوزتهم، دون وجود وسيط يقرب بينهما. خاصة وأنّ التداول في هذه الأسواق لا يتم إلاّ عن طريق وسطاء معتمدين مرخص لهم القيام بهذه العمليات.

تؤدّي هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بدورها وظيفة اقتصادية هامة، تتمثل في تجميع المدخرات المكتنزة أو المستعملة عادة في السوق الموازية، وتوجيهها إلى استثمارات منظّمة، من خلال شراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والمؤسسات المختلفة. تمنح هذه الهيئات مزايا عديدة خاصة لصغار المدّخرين الذين لا يملكون الوقت والخبرة الكافيين لاختيار المجالات المثلى لاستثمار أموالهم. إذ يتطلب ذلك دراية تامة بأسواق المال، وحقول النشاط الاقتصادي المختلفة، لاتّخاذ أفضل القرارات الاستثمارية في أفضل الصكوك وأكثرها استثمارا وتحقيقا للأرباح.

تقدّم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة الخبرة الفنيّة الغنية المتخصّصة للمدّخرين، بجمع مدّخراتهم وتوظيفها في تكوين وتسيير محافظ القيم المنقولة، التي تتولّى إدارتها وتسييرها لحسابهم. ناهيك عن المزايا كبيرة للاقتصاد الوطني ودورها في إنعاش السوق المالية بصورة خاصة والاقتصاد بصورة عامة.

تتمتّع هذه الهيئات بخبرات تجعلها تتقن اختيار الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى الواجب الاستثمار فيها، وتتقن إدارتها بدقّة وعناية وفقا لبرنامج الاستثمار الذي تسطرّه، ووفقا لسياسة توزيع المخاطر وتحديدها. تقوم بهذه الإدارة لحساب المدّخرين الذين يقتسمون منافع تلك الإدارة كلّ بنسبة حصّته⁽¹⁾، تطبيقا

¹ - Voir : FAFFA Jean – Claude, Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne : expérience Américaine, Editions Cujas, Paris 1991, p 4.

للمثل القائل « لا يجب وضع البيض كله في سلة واحدة ». فالمدخّر الفرد يبحث عن الأمان لأمواله وعن عائد مغري لاستثماراته في القيم المنقولة⁽¹⁾.

لتحقيق الأغراض المنشودة من إنشائها، تتبع هذه الهيئات في ممارساتها لنشاطها مجموعة من المبادئ المشتركة، تتمثل فيما يلي:

- السعي لضمان استثمار آمن ومربح في القيم المنقولة، وتوزيع المخاطر وتقليلها قدر المستطاع⁽²⁾.

- الامتناع عن عمليات السيطرة والمضاربة.

تدخلت أغلب التشريعات لتحديد النسب القصوى من القيم المنقولة التي يمكن لهذه الهيئات شرائها، بغرض منعها من السيطرة القانونية والفعلية على إدارة الشركة المصدّرة بتملكها أغلب أسهمها. كما تمتنع عن المضاربة غير المشروعة لأنها تتنافى مع الأمان الذي يسعى إليه المدخّر⁽³⁾.

يعرف التشريع الجزائري نوعين من هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وهما شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير (المطلب الأول)، والصناديق المشتركة للتوظيف (المطلب الثاني).

المطلب الأول: الاستثمار عن طريق شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير

ظهرت فكرة المشاركة لتحقيق توظيف أمثل للأموال أول مرّة في بلجيكا سنة 1822، لكن بشكل مخالف للنموذج الحالي. وفي سنة 1870 ظهرت شركات توظيف مشترك تقترب من الشركات الرائجة في وقتنا الحالي، حيث كان المدخرون الصغار يأتّمون شركات الترسّ على مدخّراتهم، فتتولى توظيفها في قيم منقولة عن طريق أعوانها المختصين في هذا المجال⁽⁴⁾.

¹ - انظر: نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 16.

² - Voir: JEANTIN Michel, « Sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) » Juris-Classeur :

Banque et crédit, Fascicule 981, Edition Juris-Classeur, Paris 1986, pp 2 — 3.

³ - انظر: نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 16.

⁴ - Voir: JEANTIN Michel, Société d'investissement à capital variable (SICAV), op.cit, p 3.

تأثرت الولايات المتحدة الأمريكية بالترسّات البريطانية، التي كانت تموّل أغلب المشاريع الأمريكية. خشية من زيادة سيطرة الترسّات البريطانية على السوق الأمريكية، قرّرت الحكومة إنشاء هيئات رقابية، تراقب نشاط الترسّات لحماية المدخرين والسوق الأمريكيين، وذلك في ديسمبر 1914⁽¹⁾. في سنة 1924 أنشأت أول شركة باستثمار مفتوح (open-end) في الولايات المتحدة الأمريكية، وهي شركة (MIT) في بوسطن⁽²⁾، وكان رأسمالها في تغيّر دائم كونها كانت تشتري كلّ ما كان يجب شرائه وتبيع كلّ ما كان يجب بيعه من قيمها المنقولة.

تأخّرت فرنسا في الالتحاق بهذا الركب، فلم تعرف هذا النوع من الشركات إلّا في سنة 1945. كان ذلك بغرض إدارة القيم المنقولة التي حصّلتها الدولة من ضرائب التكافل الوطني⁽³⁾. في 28 ديسمبر 1957 صدر مرسومان ينشآن في الوقت نفسه صناديق الاستثمار والشركات ذات رأس المال المتغيّر، بقي هذان النصان مجمدان إلى غاية صدور المراسيم التطبيقية التي تبين كيفية إنشاء هذه الشركات⁽⁴⁾.

كانت هذه الترسّات تسير من قبل أشخاص خبراء قادرين على تحليل المعلومات المالية لاتخاذ أفضل القرارات ولتأمين الادخار، إلّا أنّهم كانوا يخضعون لرقابة جمعية المدخرين، وذلك لوضع حدّ للأخطار الناشئة عن هذا التسيير. أنظر في ذلك: البخفاوي هشام، التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006، ص 13.

¹ - Voir : FAFFA Jean-Claude, Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne : expérience américaine, op.cit, p 47.

² - 48. - (MIT) : Massachusetts Investors Trust. Ibid, pp 47 – 48.

³ - L'ordonnance du 2 Novembre 1945 portant création des sociétés nationales d'investissement « c'étaient des sociétés fermés. La première avait pour objectif la gestion des valeurs mobilière acquises à l'état par suite du paiement de l'impôt de la solidarité nationale. La seconde était destinée à permettre la participation de la petite épargne au marché des valeurs mobilière, ce fut un échec complet pour ces sociétés fermées. »

Voir : JEANTIN Michel, Société d'investissement à capital variable, op.cit, p 3.

⁴ - واجهت هذه النصوص معارضة حادة خاصة من قبل وزير الاقتصاد آنذاك Mr PINY. A الذي كان يخشى أن تعرقل مثل هذه الشركات، آليات التوظيف الخاصة بسندات الخزينة والتي كانت تديرها الدولة. في سنة 1962 ونظرا للضرورة الملحة على فتح بورصة باريس على المعاملات الدولية والأسواق العالمية، نادت لجنة الخبراء الماليين بالإسراع في إنشاء شركات ذات الرأسمال المتغير لتصدر بذلك النصوص التطبيقية.

أراد المشرع الفرنسي جمع النصوص المتعلقة بهذه الشركات في نص واحد، فأصدر القانون المؤرخ في 03 جانفي 1979 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، المعدل بموجب القانون المؤرخ في 23 ديسمبر 1988. لتحقيق الانسجام بين القانون الفرنسي وقواعد التوجيه الأوروبي الصادر في 20 ديسمبر 1985 بشأن تنسيق التنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة في دول السوق الأوروبية المشتركة⁽¹⁾، والمتمم بالنظام رقم 02/89 الصادر عن لجنة عمليات البورصة (COB)⁽²⁾، جمعت سلطة السوق المالية الفرنسية AMF في نظامها العام كل النصوص السارية المفعول، ووحدت النظام القانوني المطبق على شركات ذات الرأسمال المتغير⁽³⁾.

أنشأت هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في الجزائر سنة 1996، بموجب الأمر رقم 08/96⁽⁴⁾ الذي قسمها إلى صنفين من المؤسسات هي: شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير، والصناديق المشتركة للتوظيف. ثم نظمت بموجب نص تنظيمي صادر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، هو النظام رقم 04/97⁽⁵⁾. حددت هذه النصوص كيفية وإجراءات تأسيس شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير (أولاً) وكيفية تسييرها (ثانياً).

الفرع الأول- تأسيس شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير:

منح المشرع الجزائري شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير شكل شركة مساهمة، فعلى الأرجح أن تكون القواعد المطبقة على شركة المساهمة من حيث

¹ - Voir : ROBLOT René, Les organismes de placement collectif en valeur mobilières, (O.P.C.V.M), Edition Ansu, Paris 1995, pp1 - 2.

² - Voir : LE GALL Jean Pierre, Droit commercial, Les groupements commerciaux, sociétés commerciale et GIE. Bourse de valeurs, 13^{ème} édition, Dalloz, Paris, 1992.

³ - Voir : ESSOMBE-MOUSSIO Jean-Jacques, « La gestion de portefeuille », Dictionnaire Jolly bourse, Edition Jolly, Paris 2006, p 2.

⁴ - الأمر رقم 08/96 المؤرخ في 10 يناير 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) و(ش.إ.ر.م.م) و(ص.ت.م)، الجريدة الرسمية، عدد 03، الصادر في 14 يناير 1996.

⁵ - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04/97 المؤرخ في 23 نوفمبر 1997، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، الجريدة الرسمية عدد 87، الصادر في 29 ديسمبر 1997.

رأسمالها وإجراءات تأسيسها هي ذاتها المطبقة على شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير، إلا أن المشرع أفرد هذه الأخيرة بقواعد وإجراءات خاصة بها.

أ - شكل الشركة: تنص المادة 2 من الأمر رقم 08/96 على ما يلي: « شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير المسماة فيما يأتي (ش.إ.ز.م.م) هي شركة أسهم هدفها تسيير حافظة القيم المنقولة وسندات دين قابلة للتداول.

تخضع هذه الشركة لأحكام القانون التجاري في كل ما لم يتم تحديده بمقتضى هذا الأمر». اختار المشرع أن تتخذ هذه الشركة شكل شركة المساهمة، وتنشأ وفقاً للقانون التجاري، على ألا تناقض مع الأحكام الخاصة بشركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير⁽¹⁾. تمتاز شركة المساهمة بأنها شركة أموال ذات اعتبار مادي لا شخصي يملك فيها المساهم أسهماً وصكوكاً قابلة للتداول بطرق سهلة وغير معقدة، ولا يسأل عن ديون الشركة إلا في حدود أسهمه.

تمثل هذه الأسهم حصص نقدية يكتب فيها المساهم مقابل حصوله على صكوك الشركة، دون أن يضطلع بأداء خدمات معينة لها. تسمح شركات الأسهم بجمع أموال طائلة من المدّخرين إذا أسست عن طريق الاكتتاب العام، كما تضمن مرونة تداول صكوكها⁽²⁾.

ب - إجراءات تأسيس شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير:

¹ - موقف يتقاسمه مع المشرع الفرنسي الذي نص عليه في المادة الثانية من قانون 1988 المتعلق بشركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير (SICAV)، مؤكداً بذلك على ما نصّ عليه القانون السابقة الصادر في 3 جانفي 1979.

Voir: JANTIN Michel, Sociétés d'investissement à capital variable., op.cit, p 8.-

على خلاف المشرع المصري الذي سمح بإنشائها في شكل شركة مساهمة أو شكل شركة التوصية بالأسهم. حيث أنّ المادة 29 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 والمادة 134 من لائحته التنفيذية أوجبتا أن تتخذ الشركة العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية البسيطة، وكون شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير تعمل في مجال الأوراق المالية عن طريق إدارة وتسيير المحافظ فيشترط فيها هذان الشكلان. لمزيد من التفاصيل انظر نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، مرجع سابق، ص 340.

² - أنظر في ذلك العربي محمد فريد وهاني دويدار، أساسيات القانون التجاري، مرجع سابق، ص 209 - 210.

انظر كذلك فوضيل نادية، شركات الأموال في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص 145.

تبنى المشرع شكل شركة الأسهم لتأسيس شركة الاستثمار، إلا أنّ خصوصياتها جعلت المشرع يحيطها برعاية خاصة في القوانين المنظّمة لها. فإلى جانب القواعد العامة التي تخضع لها شركة الأسهم في تأسيسها، قام المشرع بتجسيد تطبيق بعضها التي تتنافى مع خصوصية هذه الشركة⁽¹⁾ وعوضها بإجراءات خاصة.

ج - طلب الاعتماد: تخضع شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير كغيرها من الأعوان المتدخلين في السوق المالية، لاعتماد اللّجنة كشرط جوهري لدخول هذه السوق. ويتمّ الحصول على هذا الاعتماد على النحو الآتي:

بعد تحرير القانون الأساسي للشركة من طرف المؤسّسين الأوّلين باحترام البيانات الجوهرية، يتمّ إيداعه أمام اللّجنة مرفقا بطلب الاعتماد. للإشارة فإنّ المادة 5 من النظام 04/97 اكتفت باشتراط إيداع ملف الاعتماد لدى اللّجنة دون تحديد مكوّناته⁽²⁾، علما أنّ المادة 6 من الأمر رقم 08/96 اكتفت بالنص على اعتماد القانون الأساسي للشركة، وأحالت فيما يخص شروط الاعتماد إلى لائحة تصدر من طرف اللّجنة. صدر النظام رقم 04/97 السابق ذكره لكنه لم يحدّد الملف المرافق لطلب الاعتماد.

تتلقّى اللّجنة ملف الاعتماد لقاء تسليمها للمودع وصلا مؤرّخاً وممضياً من قبلها، تشهد فيه باستلام الملف⁽³⁾. إذا ما استوفى الملف شروط الاعتماد، تلتزم

¹ - نصّ المشرع الجزائري في المادة الثانية فقرة 2 من الأمر رقم 08/96 على ما يلي « تخضع هذه الشركة لأحكام القانون التجاري في كلّ ما لم يتمّ تحديده بمقتضى هذا الأمر » بمفهوم المخالفة فإنّ ما تمّ تحديده في هذا الأمر بقواعد خاصة يؤدي إلى تجسيد تطبيق قواعد القانون التجاري.

هذا ما تبناه المشرع الفرنسي في المادة الرابعة من القانون المؤرّخ في 3 جانفي 1979 التي استبعدت تطبيق المواد من 70 إلى 88 من القانون المؤرّخ في 24 جويلية 1966 المتضمّن القانون التجاري. واستمر الأمر على حاله حتى بعد صدور القانون المؤرّخ في 23 ديسمبر 1988 حيث نصّت المادة الخامسة منه على استبعاد المواد نفسها.

Voir : JANTIN Michel, Sociétés d'investissement à capital variable (SICAV). Op.cit, p 8.-

² - تنص المادة 5 من النظام رقم 04/97 المتعلّق ببيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة على ما يلي: « عملا بأحكام المادة 6 الفقرة 2 والمادة 18 من الأمر رقم 08/96 المؤرّخ في 10 يناير سنة 1996 والمذكور أعلاه، فإنّ اعتماد (ش.إ.ر.م) أو مشروع النظام للصندوق المشترك للتوظيف مشروط بإيداع ملف الاعتماد من قبل المؤسّسين لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ».

³ - انظر المادة 7 من النظام رقم 04/97 المتعلّق ببيئات التوظيف الجماعي، السابق ذكره.

اللجنة وفي ظرف مدّة لا تتجاوز شهرين ابتداءً من تاريخ إيداع الملف، بإخطار المؤسسين بقبولها لمنحهم الاعتماد عن طريق رسالة مسجلة مع وصل تسليم. أمّا في الحالة المخالفة فعليها أن تبلغهم رفض منح الاعتماد بموجب قرار مبرّر، ويحتفظ طالب الاعتماد بحقه كاملاً في الطعن المنصوص عليه في التشريع الساري المفعول⁽¹⁾.

لم تحدّد المادة 6 من الأمر رقم 08/96 طبيعة الطعن الذي يرفعه من رفض اعتماده ولا الجهة المختصة بالنظر فيه ولا مواعيده، لكنّ بالرجوع إلى القواعد المتعلقة باعتماد اللجنة للوسطاء في عمليات البورصة، للمعني رفع طعن بالإلغاء ضدّ قرار رفض الاعتماد على أن يرفع أمام مجلس الدولة في أجل شهر واحد من تاريخ تبليغه بالقرار⁽²⁾.

لم يتعرّض المشرع إلى حالة سكوت اللجنة عن الردّ رغم انقضاء مهلة الشهرين لا في الأمر رقم 08/96 ولا اللجنة في النظام رقم 04/97، كما سكت عنها القانون رقم 04/03 بشأن اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة. كما سكت عن ذكر هذه الحالة القانون المصري⁽³⁾. أما القانون الفرنسي، فقد كيف سكوت اللجنة على أنّه موافقة على منح الاعتماد⁽¹⁾.

¹ - انظر المادة 6 من الأمر رقم 08/96 والمادة 8 من النظام رقم 04/97، السابق ذكره.

² - انظر المادة 9 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 بعد تعديلها بموجب المادة 6 من القانون رقم 04/03، السابق ذكره.

³ - فقد نصّت المادة 132 من اللائحة التنفيذية من القانون المصري رقم 92/95 على ما يلي: «يجب أن يكون قرار اللجنة بالرفض مسيّباً...». فإذا كان القرار بالموافقة لا يشترط تسببيه، بينما يشترط تسببيه إذا تضمّن رفض الاعتماد، دون أن يعترض القانون إلى حالة سكوت عن الردّ بعد فوات المواعيد. ويرى الفقه المصري في هذا الشأن أنّه إذا كان للمعني بالأمر الحق في الطعن ضدّ قرار رفض الاعتماد، فله ذات الحق في حالة السكوت عن الردّ، دون أن يفسّر السكوت قبولا، نظرا لخطورة التعاملات المالية التي تباشرها هذه الشركات وحماية لمخدرات الأفراد الذين يضعون ثقتهم فيها.

تفصيلا في ذلك انظر: طاحون نصر علي أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، رسالة مقدّمة لنيل شهادة دكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006، ص 285.

من خصوصيات القانون المصري أنّه نصّ في المواد 50 إلى 62 من القانون رقم 92/95 على تشكيل لجنة خاصة تفصل في النزاعات المتعلقة بالمواد 50 و52 منه المتعلقة بالتظلمات الإدارية بشأن رفض الترخيص بالتأسيس أو سحبه. تتشكّل هذه اللجنة بقرار من وزير الاقتصاد، يرأسها أحد نواب رئيس مجلس الدولة

ب - 4 - الاككتاب في رأسمال الشركة: تنص المادة 8 من الأمر رقم 8/96 على أنه لا يجوز أن يكون رأس المال الأصلي في (ش.إ.ر.م.م) أقل من المبلغ المحدد بموجب مرسوم تنفيذي، صدر هذا المرسوم بتاريخ 28 ديسمبر 1996 تحت رقم 474/96⁽²⁾، وجعل في مادته الثانية الحد الأدنى للرأسمال الأصلي لهذه الشركة هو خمسة ملايين دينار (5.000.000 دج).

سوى المشرع الحد الأدنى لرأسمال هذه الشركة بالحد الأدنى لرأسمال شركة السهم التي تتأسس عن طريق اللجوء العلني للدخار⁽³⁾. تعمّد المشرع الجزائري وضع الحد الأدنى للرأسمال، حتى وإن كانت شركة الاستثمار بداية تتأسس عن طريق الاككتاب الخاص، أي فيما بين المؤسسين. لم يشأ المشرع أن يجعل الحد الأدنى لرأسمالها مليون دينار كما نصّ عليه في المادة 594 تقنين تجاري، لأنّ هذه الأخيرة سرعان ما تلجأ إلى الاككتاب عن طريق اللجوء العلني للدخار بعد إتمام الإجراءات الأولية لتأسيسها.

ثانياً - تسيير شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير:

تعتبر شركة الاستثمار شركة أسهم، لا تختلف أجهزة إدارتها عن أجهزة إدارة هذه الأخيرة، فلا داع لإعادة ذكرها، بل يجب التركيز على القواعد الخاصة بتسييرها. منها

وتتشكّل من عضوان من مستشاري مجلس الدولة، يختارهم المجلس أو أحد شاغلي وظائف مستوى الإدارة العليا بالهيئة العامة لسوق المال المصري، إضافة إلى أحد ذوي الخبرة يختاره الوزير. أمّا ميعاد الطعن أمام هذه اللجنة فهو ثلاثون يوما من تاريخ الإخطار أو العلم به.

انظر طاحون نصر علي أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، مرجع سابق، ص 285 - 286.

¹ - Article 411-5 du règlement général de L'AMF du 12 novembre 2004, modifier le 19 décembre 2008.

« ... *Le silence gardé par L'AMF pendant un délai d'un mois à compter de l'avis de réception de la demande par L'AMF, vaut décision d'agrément...* ».

² - المرسوم التنفيذي رقم 474/96 المؤرخ في 28 ديسمبر سنة 1996 المتعلق بتطبيق المادتين 8 و23 من الأمر رقم 8/96، المؤرخ في 10 يناير والمتعلق ببيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ز.م.م) (و.ص.م.ت)، الجريدة الرسمية، عدد 84، الصادر في 29 ديسمبر 1996.

³ - بحيث نصّت المادة 594 من التقنين التجاري على ما يلي: « يجب أن يكون رأسمال شركة المساهمة بمقدار (5) ملايين دينار جزائري على الأقل إذا ما لجأت الشركة علنية للدخار ومليون في حالة المخالفة ».

القواعد المتعلقة برأسمال الشركة، القواعد المتعلقة بنشاطها المتمثل في إدارة القيم المنقولة.

ب - القواعد المتعلقة بنشاط وتسيير الشركة:

تسير شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وفقاً للقواعد العامة المقررة في إدارة وتسيير شركات الأسهم في القانون التجاري، مع خضوعها لأحكام خاصة بها. تستمد هذه الخصوصية من طبيعة نشاطها من جهة، ومن طبيعة علاقة التبعية التي تربطها باللجنة صاحبة السلطة في منح الاعتماد من جهة أخرى. إنّ نشاط شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير يتمثل في الهدف من إنشائها، هدف صرّحت به المادة 2 من الأمر رقم 08/96، بنصّها على ما يلي: « شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير هي شركة أسهم هدفها تسيير حافظة القيم المنقولة وسندات دين قابلة للتداول ».

تمارس الشركة نشاط إدارة القيم المنقولة وفقاً لمجموعة من القواعد أو المبادئ المتعارف عليها في هذه المهنة. فيمكن لأي شخص طبيعي أو معنوي أن يشارك في رأسمال الشركة بشراء أسهم جديدة، وله الحق في إعادة بيعها لها في أي وقت. إلا أن الشركة تحتفظ بحق تعليق عملية إعادة الشراء، بطلب من الجمعية العامة للشركة التي توكل مجلس الإدارة أو مجلس المديرين بتعليق كل عمليات إصدار جديدة أو إعادة شراء الأسهم الموجودة، إذا ما اقتضت مصلحة المساهمين ذلك⁽¹⁾. يتخذ مجلس الإدارة هذا القرار بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

¹ - أنظر المادة 11 من الأمر رقم 08/96، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السابق ذكره.

الخاتمة:

تتخبط بورصة القيم المنقولة في الجزائر منذ نشأتها في عدة مشاكل حالت دون نشاطها، أهمها إنعدام الإرادة السياسية في تفعيلها و منحها المكانة التي تستحقها بجعلها تلعب دور الريادة في تحريك العجلة الاقتصادية. مما جعلها شبيهة بالبيت المهجور الذي لا يدل على أنها بورصة إلى اللافتة الموصدة علي ذلك مدخلها. السبب هو قلة إن لم أقل إنعدام الحركية و التداول فيها نظراً لضعف العرض و الطلب فيها.

في عز أزمة المحروقات يمكن للسوق المالية بصفة عامة و البورصة بصفة خاصة أن تفرض نفسها في الساحة الاقتصادية، وذلك بتفعيلها وتوجيه الإستثمار نحوها عن طريق عرض أدوات مالية جديدة من أسهم و سندات ثم تعبئة المدخرات نحوها. لتصبح بذلك بورصة الجزائر سوق يجد الكل ظالته فيها ، إذ تجد فيها المؤسسات و الشركات فيها المصادر التمويلة التي تغنيها من الإقتراض من البنوك وما له من تبعات عليها، و يجد المدخر فيها سبيل لاستثمار أموالها بصفة نشيطة يمكن أن يدر عليه أرباحاً خيالية.

كما سييأهم تفعيل نشاط السوق المالية في محاربة ظاهرة كساد الأموال وعدم استثمارها الذي يؤثر سلباً على الاقتصاد الوطني ، وذلك سواءً من جهة صغار المدخرين أو المستثمرين المؤسساتيين، كما سيسمح بالترويج لنشاطات التوظيف المالي و إدارة محفظة القيم المنقولة . وبذلك يمكن القول أن توجيه الاستثمار نحو البورصة من شأنه أن يعود بالفائدة على البورصة ذاتها و على كامل الإقتصاد الوطني.