

## الإطار التشريعي والتنظيمي لمقاصة وتسوية العمليات في بورصة القيم المنقولة

سميرة بوفامة  
أستاذة مساعدة أ  
جامعة قسنطينة 1-

ملخص:

لم يلق موضوع الدراسة القانونية لعمليات البورصة - بما في ذلك عمليات مقاصة وتسوية هذه العمليات- الأهمية التي يستحقها من طرف الباحثين القانونيين، اعتقادا منهم بأنه موضوع اقتصادي بحت، إلا أنه يعد من بين أهم مواضيع قانون الأعمال وي طرح إشكاليات عديدة على رأسها توقيت انتقال ملكية الورقة المالية المتداولة، وضمان حقوق الأطراف المتعلقة بالاستلام والتسليم للشئ المبيع خصوصا أمام إزالة الكيان المادي للأدوات المالية الحديثة. ونحاول من خلال هذه الورقة البحثية توضيح هذه النقاط على ضوء القوانين والأنظمة الجزائرية المنظمة لبورصة القيم المنقولة، والبحث في مدى تماشيها مع ما وصل اليه التطور في الأسواق المالية المتطورة والناشئة على حد سواء.  
كلمات مفتاحية: بورصة، مقاصة، تسوية، انتقال الملكية.

: Abstract

these of Regulation and clearing the including - operations exchange stock of study legal the of subject The  
eco- purely is it that belief the In ,deserve researchers legal that importance, the received not has - transactions  
the especially ,problems many raises and law business of issues important most the of one is it but ,nomic  
and receipt the to parties of rights the ensure to And ,traded securities of ownership of Transfer the to timing  
to try we paper this In , instruments financial of Dematerialization the to particular in ,item sold the of delivery  
exa- to And ,exchange stock the governing regulations and laws Algerian the of light the in points these clarify  
.markets stock Modern the in developments the with compatibility their mine

: Keywords

.ownership of Transfer ,Regulation ,clearing ,exchange stock The

مقدمة

أصبحت السوق المالية بصفة عامة تمثل أداة فعالة للتمويل المباشر للاستثمارات ولماشروع التنمية الاقتصادية والاجتماعية العمومية والخاصة، وذلك من خلال الدور الاستراتيجي الذي تقوم به عبر تحريك وجذب الادخار الحر من لدن المدخرين المحليين والأجانب نحو طالبي الرساميل من الأشخاص المعنوية التي تدعو إلى الاكتتاب العام في سنداتها وأصولها المالية، ويكتسي موضوع

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

وقد سعت مختلف التشريعات بما فيها التشريع الجزائري إلى محاولة ضبط هذا الجانب المهم من نشاط البورصة 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 يجرننا 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 10-93 الخاص ببورصة القيم المنقولة<sup>1</sup> وهو المؤتمر المركزي على السندات (الجزائرية للمقاصة)، وهو جهاز مكمل لشركة تسيير بورصة القيم وينشط كلاهما تحت سلطة ورقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وعليه يمكن القول بان التداول في البورصة يتم على مراحل عدة يختص بتنظيمها وسيرها هيئات أنشئت خصيصا لهذا الغرض.

ويعتبر أهم أثريترتب على عقد البيع الناشئ عن أوامر البورصة هو انتقال ملكية المبيع، عن طريق عملية التسوية والتسليم *la livraison la et règlementation*، إلى جانب المقاصة *la compensation*، التي تمثل الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات تمهيدا لتسويتها، ويتم هذا الحساب وفقا لمبدأ التصفية الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متداول، ويؤدي في النهاية لتحديد صافي الدائنية والمديونية للمتداولين، 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 المقاصة وفق تنظيم معين تديره شركة مختصة بالتسوية والمقاصة<sup>2</sup>، وبالتالي فإن الأثر الناقل للملكية لا يترتب إلا بعد انعقاد العقد<sup>3</sup>.

والسؤال الذي يطرح نفسه في هذه الدراسة هو حول مدى توفيق المشرع الجزائري في وضع اطر تشريعية وتنظيمية كافية لتنظيم عمليات المقاصة والتسوية وبالتالي انتقال ملكية الأوراق المالية داخل البورصة الجزائرية، لا سيما وأن البورصة الجزائرية هي بصورة أساسية عبارة عن سوق فورية تتم عمليات تسوية وتسليم السندات فيها مباشرة في مدة أقصاها ثلاثة أيام (03) من إقفال حصة التداول<sup>4</sup>، 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، وتتحول مباشرة إلى ما يعرف بعملية المقاصة *Compensation La* بالشكل الذي يسمح بربطها بحساب الوسيط المالي<sup>5</sup> 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 البورصة<sup>6</sup>، وتتضمن عملية تسوية عقود

التداول في السوق الفورية بمفهومها الواسع عملية المقاصة ونقل ملكية الأوراق المالية (المبحث الأول) وعملية التسوية المالية (المبحث الثاني)

المبحث الأول: عملية المقاصة ونقل ملكية الأوراق المالية :

أسندت مهمة التسوية في عمليات التداول الجارية في البورصة الجزائرية للمؤتمن المركزي على السندات<sup>7</sup> وذلك من خلال القانون 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وذلك بعدما كانت من اختصاص ش.ت.ب.ق، بينما احتفظت هذه الأخيرة بمهمة المقاصة، وغاية المشرع في ذلك هو مواكبة التحولات الحاصلة في الأسواق المالية، ومن إعطاء تنظيم أكثر فاعلية للسوق وكذا ضمان تسوية أكثر سرعة وسلامة بإنشاء جهاز مختص في التسوية ونقل الملكية مسائرا في ذلك نظيره المشرع الفرنسي<sup>8</sup> في هذا الشأن.

المطلب الأول: عملية المقاصة :

يتم 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 نفسه<sup>9</sup> على غرار البورصة الجزائرية.

وعليه فإن عملية المقاصة هي عملية وسطية بين مرحلة التفاوض ومرحلة التسوية والتسليم، وتعتبر نوع من التأمين لحقوق الوسيط من عدم تلقيه لحقوقه أو تسلم مستحقاته بعد الصفقة، ذلك ان الوسطاء الوكلاء الغير معنيين مباشرة بالصفقة يرتبطون معا في الواقع بالتزامات متقابلة، وعملية المقاصة نفسها تتم بطريقة متعددة الأطراف، وقد ظهر هذا الإجراء تاريخيا في انجلترا حيث يتم تجميع كل المبادلات التي تمت بين الوسطاء وتركيزها في هيئة واحدة يتم على مستواها المقاصة فيما بينهم في عملية واحدة<sup>10</sup>، وعليه فهي عملية تستلزم وجود هيئة للمقاصة ينخرط فيها هؤلاء الوسطاء، وهو ما يضمن النهاية الجيدة للصفقة.

في فرنسا لا توجد سوى SA Clearnet LCH كغرفة مقاصة معتمدة بصفة بنك، وهي تنتمي الى تجمع تنظيمات المقاصة الأوروبية منذ اندماجها مع غرفة مقاصة لندن house clearing London سنة 2003 ولها قواعدها الخاصة التي اعتمدها AMF<sup>11</sup>، وهي قانونيا يقع على عاتقها ان تكون بديلا في تسوية العمليات في حال تخلف احد الأعضاء عن الدفع او التسليم، وهي ضمانتها تقدمها غرفة المقاصة في Alternext وEuronext تساعد في تقليل الأخطار و ضمان السيولة في السوق<sup>12</sup>، ويتم تسجيل كل العمليات على مستواها باسم عضو المقاصة، وبمجرد تمام التسجيل يحصل تجديد في العلاقة بموجبه تصبح Clearnet LCH الطرف المقابل

في العلاقة، فتتحمل الالتزامات وتتلقى الحقوق الناتجة عن العملية المسجلة باسم عضو المقاصة، وهو التجديد الذي يسمح بوجود حقوق وديون متقابلة بين غرفة المقاصة والمنخرطين فيها<sup>13</sup>، وهو الأمر الذي دفع بوجود خلاف فقهي حول طبيعة عملية المقاصة، حيث يرى البعض ان غرفة المقاصة تصبح طرفا في العملية بسبب تسجيل الصفقة وما ينتج عنه من تجديد، وهو تجديد ينطوي على عقدين، احدهما يجمع الغرفة بالمشارك البائع وآخر بالمشارك المشتري، بينما يرى البعض الآخر أن تبقى غرفة المقاصة ليست طرفا في العملية الاصلية ذلك اما لأنها تتصرف كوكيل بالعمولة عن المنخرطين فيها ، او لأنها لا تقوم الا بعمليات مادية ناتجة عن عقد تقديم خدمات المحاسبة de Contrat comptables services de prestation والهدف من ذلك هو التسوية الجماعية للديون<sup>14</sup>.

وفي القانون المصري فقد نصت المادة 211 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم 95 لسنة 1992 على أنه « يجوز إنشاء شركات للمقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية بالبورصة، يكون غرضها تنظيم استلام وتسليم الأوراق المالية المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة، وتسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول التي تتم بواسطة تلك الشركات وعمل المقاصة المترتبة عليها...» وعلى هذا الأساس القانوني تم إنشاء شركة مصر للمقاصة وتسوية المعاملات المالية، وكان من المقرر أن يقتصر نشاط هذه الشركة على أعمال المقاصة والتسوية، إلا أنه تم تطبيق نشاط الحفظ المركزي للأوراق المالية أيضا، وأضيف هذا النشاط إلى أغراض الشركة في نظامها الأساسي بموجب قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم 93 لسنة 2000 ليبرسي الدعائم القانونية لنظام الإيداع المركزي ويضيف نشاط القيد المركزي للأوراق المالية إلى نشاط الإيداع المركزي ، وأوكل العمل بالنشاطين إلى شركة الإيداع والقيود المركزي، وحدد للشركة (مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي) دورها واختصاصاتها والتزاماتها بما في ذلك نقل ملكية الأوراق المالية المقيدة بنظام الإيداع المركزي لديها التي يتم تداولها سواء داخل أو خارج مقصورة التداول بالبورصة المصرية<sup>15</sup> وذلك عن طريق القيد الدفترى لديها.

وتقوم شركة الإيداع المركزي بإجراء عمليات المقاصة للمعاملات التي تتم على الأوراق المالية لحساب أعضاء الإيداع المركزي، وذلك بهدف تحديد صافي حقوق والتزامات كل منهم، حيث تقوم الشركة بإتمام التسوية المالية على أساس الفرق بين قيمة عمليات الشراء في حساب عضو المقاصة وبين قيمة عمليات البيع التي تتم تسويتها في حسابه، مضافا إليها رصيده الدائن في الحساب الخاص به في بنك المقاصة، ويتم ذلك في كل يوم تسوية، وإذا ظهر الفرق بين قيمة عمليات الشراء وعمليات البيع التي أجراها العضو برصيد سلبي لم يتم هذا الأخير بتغطيته فان صندوق ضمان التسويات يتدخل لتغطية العجز بعد إجراء عمليات المقاصة ، ثم يرجع عليه بقيمة ما غطاه وفقا لقواعد وإجراءات السوق<sup>16</sup>.

إلا أن الغريب في الأمر وبالرجوع للقانون الجزائري، نجد ان عملية المقاصة لاتزال من مهام ش.ت.ب.ق رغم وجود المؤتمر المركزي على السندات، وهو ما تؤكده المادة 18 من المرسوم التشريعي 10-93 التي تحدد من بين مهام الشركة مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة والتي لم يطلها تعديل 2003، بالإضافة لصراحة المادة 128 من النظام العام للبورصة 03-97 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 10-93 الخاص ببورصة القيم المنقولة، إلا

أنها لم تلغ بالتعديلات اللاحقة، والأمر الأغر ب هو أن التقرير السنوي لل.ت.ع.ب.م لسنة 2010 المقدم لمجلس الحكومة يسمي المؤتمر المركزي clearing Algérie بالجزائرية للتسوية تارة، وبالجزائرية للمقاصة تارة أخرى<sup>17</sup>، وهو ما يثير الالتباس والاستغراب رغم أن كلمة Clearing بالانجليزية تعني المقاصة بالدرجة الأولى.

#### المطلب الثاني: نقل ملكية الورقة المالية:

ترتبط مسألة نقل ملكية الورقة المالية في البورصة بمسألة إيداعها لدى هيئة إيداع مركزية، وبالنسبة للبورصة الجزائرية لا تطرح هذه الإشكالية نظرا لإلزامية إيداع الأوراق المالية المطروحة للتداول من طرف الشركات المصدرة لدى المؤتمر المركزي على السندات، وهو ما تؤكد المادة 21 مكرر المضافة بموجب النظام 01-12 المعدل والمتمم للنظام العام للبورصة 03-97<sup>18</sup>، كما وتنص المادة 130 من النظام العام للبورصة 03-97 على المبدأ العام لتاريخ نقل ملكية الورقة المالية بنصها: «في اليوم الذي يتم فيه تنفيذ أمره، يصبح الزبون المشتري مالكا للسندات المعنية ويفقد البائع ملكيته عليها»، ورغم أن هذا المبدأ يبدو بسيط وواضح إلا أنه يطرح تساؤلات متعددة حول المقصود بتنفيذ الأمر، هل هو يوم التفاوض نفسه أو لابد من تمام إجراءات التسوية والتسليم.

قد تتحدد الإجابة حول هذا السؤال مبدئيا في تحديد الطبيعة القانونية للورقة المالية لاسيما تلك المسعرة في البورصة، خاصة مع فقدانها للكيان المادي في التعاملات المالية المعاصرة La financiers instruments des dématérialisation، وهو الأمر الذي واكبه المشرع الفرنسي بجملة من الإصلاحات القانونية لاسيما الأمر 303-2005 المعدل للمواد 02-413 و 3-431 L من التقنين النقدي والمالي، حيث كان الهدف من التعديل وهو مطابقة الوقت الفعلي لعملية التسوية مع نقل الملكية ويتعلق الأمر بمبدأ بسيط وهو قيد العملية في حساب المشتري، وهو ما تم تكريسه بتعديل المادة 1-228 L من القانون التجاري الفرنسي التي نصت على مبدأ انتقال الملكية عند القيد في حساب المشتري، ويعتبر هذا المبدأ طفرة قانونية كبيرة بعد أن كان الموقف السائد هو الاعتماد على مبادئ القانون المدني التي تنص على انتقال الملكية بمجرد انعقاد العقد فيما يتعلق بملكية المنقول المادي المعين بالذات (وهو التكييف المعتمد للورقة المالية قبل نزع الكيان المادي لها)<sup>19</sup>، وهو التعديل الذي جاء مواءمة للنصوص القانونية مع تلك المعتمدة في بلدان منطقة Euronext<sup>20</sup>.

حيث انه وتمهيدا لنقل ملكية الأوراق المالية، يتوجب على مالك الأوراق المالية المودعة الذي يرغب ببيعها أو بيع أي جزء منها تحويل تلك الأوراق المالية من حساباته الخاصة لدى المركز أو تحت سيطرة أي من الوسطاء أعضائه إلى الحساب الخاص به الذي تحت سيطرة الوسيط المالي الذي يرغب بإجراء عملية البيع من خلاله، أو التأكد من وجودها في الحساب الخاص به الذي تحت سيطرة ذلك الوسيط، وبالمقابل يتوجب على الوسيط المالي وقبل إدخال أي أمر بيع لعميله على نظام التداول التأكد من ملكية العميل للأوراق المالية موضوع الأمر وبأنها غير محجوزة أو مرهونة ولا يوجد أي قيد على نقل ملكيتها، ويتم نقل ملكية الأوراق المالية المودعة من حساب العميل البائع لدى الوسيط البائع إلى حساب العميل المشتري لدى الوسيط المشتري بموجب قيود إلكترونية بناء على الملف الإلكتروني للتداول اليومي الوارد لغرفة المقاصة في السوق<sup>21</sup>.

المبحث الثاني: عملية التسوية والتسليم :

لقد 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 لإستقلالية منظومة تسوية عمليات التداول، إلى جانب ذلك فقد أدت هذه الإستقلالية إلى تغيير سير إجراءات تسوية عمليات التداول .

#### المطلب الأول : استقلالية منظومة التسوية:

يرعى م.م.ل.س او نظام الجزائرية للتسوية clearing Algérie عملية نقل ملكية الورقة المالية، حيث أصدرت ل.ت.ع.ب.م النظام 03-01<sup>22</sup> المتعلق ب م.م.ل.س والذي حدد آليات التسوية، عن طريق نظام تسوية سندات يسيره المؤتمر المركزي بالإنجاز الآلي والمتزامن للسندات وتسليمها التي كانت موضوع عمليات تداول بين الوسطاء، إضافة إلى بنك الجزائر المكلف بالتسوية النقدية في إطار الإتفاقية المبرمة بينه وبين م.م.ل.س 23، يقوم نظام التسوية والتسليم على وظيفتين أساسيتين وهما التصديق على العمليات المنجزة، وقيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية للسندات في م.م.ل.س، وفي حسابات جارية نقدا في بنك الجزائر.

يرر موقف المشرع الجزائري من هذا التوجه بالبحث عن التخصص في إدارة حصص التسوية من جهة، وحماية السوق من جهة أخرى عن طريق ضمان امن المعاملات، ذلك أن حماية السوق تتحقق عبر حماية مصالح المتعاملين فيها، ويسمح نظام تسوية السندات وتسليمها الذي يسيره م.م.ل.س بالانجاز الآلي والمتزامن لتسوية السندات والتي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء المؤهلين لتسليمها<sup>24</sup>.

ويتأسس المؤتمر المركزي على السندات في شكل شركة ذات أسهم<sup>25</sup>، ولا يفتح رأسماله إلا لشركة تسيير بورصة القيم والشركات المصدرة للسندات والوسطاء في عمليات البورصة<sup>26</sup>، ويقوم المؤتمر المركزي على السندات بمهمة تسوية وتسليم المعاملات على السندات، وهي هيئة تتولى الوظائف الرئيسية الثلاث الآتية:<sup>27</sup>

- وظيفة الحفظ: فهو يمسك حسابات السندات باسم المهنيين؛ وإذا كان الوسيط المالي يقوم بمسك الحساب الخاص بالمستثمر باعتباره ماسك حسابات حافظ فإن المؤتمر المركزي على السندات يتولى مسك حساب الوسيط المالي.
- وظيفة الإشراف على حركة تداول السندات؛ وذلك عن طريق النقل من حساب إلى حساب. ويقوم البنك والشركات المصدرة والمتداولون بإرسال تعليمات تسليم السندات. ويراقب المؤتمر المركزي هذه التعليمات وينظم اتفاق الأطراف على التداول. وبحلول تاريخ التسوية و التسليم يقوم المؤتمر 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 للمؤتمر المركزي على السندات، فإنه لا بد من التذكير بأن هذا الأخير يمكن أن يتولى وظائف أخرى تدور حول السندات. ويتعلق الأمر، بما يأتي :

- تقنين الأدوات المالية،
- جمع المعلومات الاسمية بناء على طلب الشركات التي تقوم بالإصدار.

ويمارس المؤتمر المركزي على السندات مهامه تحت مراقبة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>28</sup>، وزيادة على تسيير عمليات التسوية والتسليم والعمليات المرتبطة بالسندات المتعلقة بالقيم المنقولة (الأسهام وسندات استحقاق الشركات) فإن سندات الشبينة للخبزينة قد تم تحويلها من بنك الجزائر إلى الجزائرية للتسوية<sup>29</sup>.

#### المطلب الثاني: إجراءات التسوية والتسليم:

تشمل عملية التسوية كل العمليات الجارية في السوق المنظمة قانونا، كما تشمل العمليات الجارية خارج الأسواق المنظمة، وما يهمن 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.

1-النظام الفرعي لضبط الأوامر : ajustement d système-sous le : وهو نظام يختص بتسوية العمليات الجارية في السوق المنظمة، فبعد إقفال حصة التسعيرة يقوم الوسيط المتداول بإرسال إشعار بالتنفيذ لكل عملية تداول قام بها إلى الوسيط جامع الأوامر الذي يجيب برسالة موافقة أو رفض<sup>30</sup>، ويجب على هذا الأخير أن يقدم رده في أجل محدد قانونا، وفي حالة عدم الرد خلال الأجل الممنوح يتم التصديق على الإشعار بالتنفيذ بواسطة النظام، وفي سياق متصل يتولى م.م.ل.س إعلام المتداولين يوميا بالوضعية التي ألت إليها إشعاراتهم بالتنفيذ إن كانت مقبولة أو قيد التصديق أم 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 إصداره<sup>31</sup>.

2-النظام الفرعي لحل العمليات : dénouement de système-sous le : 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 المنظمة<sup>32</sup>.

ويتولى النظام الفرعي لحل العمليات معالجة الحركات التي يحل تاريخ الخصم الحسابي لها بواسطة أطوار متتالية يتم خلالها دراسة عمليات التسوية والتسليم سطرًا سطرًا، تتجسد هذه الدراسة في معاينة مدى كفاية الرصيد من السندات بالنسبة للمسلم البائع والنقود بالنسبة للمستلم المشتري ثم التصديق عليها عند كفايتها، ولكن في حال عدم كفاية الرصيد من السندات أو النقود تبقى العمليات معلقة في انتظار طور المعالجة الموالية<sup>33</sup>، ويعتبر التصديق على العمليات المنجزة اعتبارها مختتمة كليًا، ونتيجة لذلك يقوم م.م.ل.س بتبليغ بنك الجزائر بوضعية السيولة النقدية للمشاركين لكي يتم بصفة متلازمة بقيد ما يأتي في دفاتر الحسابات وهو ما يعرف بالتسوية المزدوجة مثلما هو معمول به في<sup>34</sup> paris Euronext.

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

2-يتولى بنك الجزائر التسوية النقدية بقيد حركات النقود المطابقة في حسابات التسوية للمشاركين والتي تكون تحت إدارة هذا الأخير<sup>35</sup>.

وبالرجوع للتشريع الفرنسي نجد انه ورغم إلغاء الكيان المادي للأوراق المالية فإن إجراءات التسليم لم تكن موحدة خاصة مع

تعقيد العمليات التي تتم على مستواها التي تتراوح ما بين العاجلة والأجلة، وعليه وفي إطار تدويل بورصة باريس تم اتخاذ إجراءات لزيادة الإنتاجية من خلال مراقبة التكاليف وتعزيز تكنولوجيا المعلومات، ويتعلق الأمر خاصة بإيجاد جهة إيداع مركزية لهذه الأوراق يتم تسليمها على مستواها وهي Clearnet LCH التي تضمن النهاية الجيدة للصفقة لمنخرطيها، هؤلاء الأخيرين ملزمون بتأسيس صناديق ضمان على مستواها يتم تعديله وتجديده يوميا<sup>36</sup>، وقد يتصرف المنخرط في Clearnet LCH بصفة تابعة أو مستقلة عن مقدم خدمات الاستثمار، وهو يعتبر وكيل بالعمولة du croire Commissionnaire تجاه أصحاب الأوامر المتدخلون في السوق المنظمة بحسب المادة 1-521 من النظام العام AMF، وأي وضعية يقع فيها خلل في التسوية والتسليم في الأجل المحددة تسمى وضعية صافية معلقة en nette Position<sup>37</sup>.

ونظرا لضمان النهاية الجيدة للصفقة التي تضطلع به Clearnet LCH لصالح منخرطيها، فقد أتاح لها النظام العام AMF من خلال المادة 27-541 منه إمكانية أن تمضي قدما في التصفية المباشرة الكلية أو الجزئية لمستحقات مصدر الأوامر الذي لم يحترم التزاماته المتعلقة بمعاملات السوق أو التغطيات والضمانات المتعلقة بهذه العمليات، كما انه في حال تخلف العميل تتيح البورصة للوسيط فرصة الحصول على حقوقه دون اللجوء إلى العدالة عن طريق التنفيذ في السوق<sup>38</sup>، فالوسيط البائع الذي لم يحصل على السندات المباعة من زبونه له شراؤها من السوق على نفقة الزبون، والوسيط المشتري الذي لم يحصل على ثمن السندات المشتراة يقوم ببيعها دون الحصول على إذن العميل، وهو مبدأ يقوم على فكرة الفسخ الضمني للعقد Clause implicite<sup>39</sup> résolutoire.

وبالرجوع للقانون المصري نجد انه استكمالا لبرنامج التطوير الذي انتهجته الهيئة العامة لسوق المال المصرية اعتبارا من عام 1994، تم تنظيم قواعد وإجراءات العمل بصندوق ضمان التسويات وفقاً لأحكام قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال رقم (29) الصادر في 5 أغسطس 2004، وهو عبارة عن وعاء يحتوي على جميع اشتراكات أعضاء التسوية التي تتم التسوية مباشرة على حساباتهم لدى الشركة وبنوك المقاصة سواء لحساب الغير أو لحسابهم، وتعتبر الأهداف الأساسية من تأسيس هذا الصندوق ما يلي:

- له دور إيجابي في إتمام تسوية جميع العمليات لأعضاء صندوق الضمان في مواعيدها المحددة.
- تغطية المخاطر الناتجة عن عدم التزام أعضاء صندوق الضمان لتسوية العمليات المقيدة بالبورصة سواء الورقية أو النقدية.
- يوفر المصدقية والثقة لنشاط الوساطة في سوق الأوراق المالية المصري.
- متابعة الشركات الأعضاء يومياً للعمل على إنهاء أي مشكلة قد تؤدي إلى عدم إتمام تسوية العمليات المقيدة والمنفذة بالبورصة<sup>40</sup>.

أما التشريع الجزائري فقد اغفل تماما مسألة تنظيم صندوق لضمان التسويات، مكتفيا بصندوق ضمان لصالح زبائن الوسيط المنصوص عليه بموجب المادة 64 من المرسوم التشريعي 10-93 والمنظم من طرف ل.ت.ع.ب.م بالنظام 03-04 المتعلق بصندوق الضمان، وتتعلق الالتزامات التي يغطيها الصندوق برد السندات والأموال التي يحوزها الوسيط في عمليات البورصة بصفته ماسكي الحسابات للمستثمرين عندما تكون متصلة بالنشاطات المنصوص عليها في المادة 7 من المرسوم التشريعي 10-93، ولا



تكون مدرجة ضمن مجال تطبيق صندوق ضمان الودائع المصرفية<sup>41</sup>.

#### الخلاصة:

من خلال تناولنا بالدراسة لموضوع الأطر التشريعية والتنظيمية لعمليات المقاصة والتسوية في البورصة الجزائرية يتضح جليا أن الخلل الكبير الذي يشوب هذه المنظومة لا يخدم أبدا تطور وازدهار السوق المالية الجزائرية، ذلك أن كفاءة وسلامة إجراءات وعمليات المقاصة وتسوية المدفوعات من أهم الجوانب التي تؤثر على النشاط الاقتصادي بصورة عامة وعلى سلامة وفعالية أداء القطاع المالي والمصرفي بصورة خاصة، ولهذا تمثل البنية القانونية والتشريعية أهم اللبنة التي يركز عليها إنشاء أي نظام للدفع حيث أنها تتضمن كل الأحكام التي من شأنها تشغيل النظام بشكل سليم يحفظ ويضمن حقوق كل المتعاملين ويوضح التزاماتهم اتجاه بعضهم البعض واتجاه النظام نفسه، وكلما استوفت البنية القانونية والتشريعية كل الأحكام والقواعد الضرورية كلما زادت فعالية نظام الدفع والتسوية وأصبحت عملية تشغيله تمتاز بالسهولة والمرونة والسلامة من جميع المخاطر، ولهذا ينبغي عند إعداد البيئة القانونية الخاصة بأنشطة المقاصة وتسوية المدفوعات، النظر إلى الإطار القانوني العام للاختصاصات ذات الصلة (مثل التشريعات المتعلقة بالعقود، والمدفوعات، والأوراق المالية والأعمال المصرفية، والعلاقات بين المدينين والدائنين) ومن المهم الأخذ في الاعتبار أن جزءا من التعاريف القانونية لا يتم تناولها وتطبيقها إلا في مناطق بعينها، ونتيجة لذلك، غالبا ما يكون من الصعب نقل تعريف قانوني معمول به في بلد معين - ناهيك عن القانون بأكمله - وإدماجه مباشرة في تشريعات بلد آخر، وعليه فنحن ندعو كل من المشرع ولجنة تنظيم عمليات البورصة لإحداث تعديلات تتعلق أساسا بضبط المصطلحات وتحديد المهام بصورة واضحة لا تدع أي لبس حولها، بالإضافة إلى تكريس المزيد من الضمانات حول عمليات المقاصة والتسوية والتسليم بصفة خاصة وهو ما يؤدي إلى إشاعة جو من الاطمئنان في نفوس الوسطاء والمستثمرين على حد سواء حول الاستثمار في السوق المالية الجزائرية، وضمن نشاط واستقرار السوق المالية ككل.

كما نقترح إنشاء صندوق لضمان التسويات بين الوسطاء أنفسهم على غرار التشريعات المقارنة، وعدم الاكتفاء بصندوق ضمان العمليات تجاه الزبائن لما له من دور في تسهيل وتسريع العمليات وضمان للحقوق المتقابلة، انتهاء باقتراح دمج عمليتي التسوية والمقاصة لتتم على مستوى جهاز واحد وهو المؤتمر المركزي على السندات بدل تشتيتها على جهازين، لما قد يوفره ذلك من تبسيط وتوضيح للإجراءات من جهة، وتزامن وسرعة في العمليات من جهة أخرى.

#### المراجع:

اولا /المراجع باللغة العربية:

/النصوص القانونية والتنظيمية:

- 1- المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 2 ذي الحجة 1413 الموافق ل 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية رقم 34 المعدل والمتمم بالقانون 04-03 المؤرخ في 16 ذي الحجة 1423 الموافق ل 17 فبراير 2003. جريدة رسمية. رقم 11.
- 2- قرار وزارة المالية المؤرخ في 6 ديسمبر 1997 يتضمن التصديق على النظام 03-97 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 .

3- قرار وزارة المالية المؤرخ 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.

4- القانون المدني الجزائري.

ب/المؤلفات الفقهية:

1- محمد بن إبراهيم السحيباتي، آليات نقل الملكية في الأسواق المالية ، مجلة الدراسات الاقتصادية الإسلامية، المجلد 14، العدد 1.

2- رشا محمد تيسير حطاب، عقد التداول في البورصة -دراسة قانونية مقارنة- مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، جامعة اليرموك، الأردن، المجلد 36، العدد 1، 2009 .

3- عبد الحميد منصور عبد العظيم ، النظام القانوني لشركة الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية في سوق راس المال المصري، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق ، كلية الحقوق جامعة القاهرة، 2012.

4- عصام احمد المهجي، النظام القانوني لشركات القيد والإيداع المركزي والسمسرة وصناديق الاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2014.

5- حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم تخصص قانون، جامعة مولود معمري تيزي وزو الجزائر 2013.

ج/التقارير والمواقع الالكترونية:

1- التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية لسنة 2010 المنشور على الموقع الالكتروني [www.org.cosob](http://www.org.cosob)

2- الموقع الالكتروني لشركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي

[www.mcsd.com.eg](http://www.mcsd.com.eg)

ثانيا:المراجع باللغة الأجنبية:

1- Guide Introduction en Bourse ,Commission D'organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse ,2015,pour voir le site [www.cosob.org](http://www.cosob.org).

-2 BONNEAUX Thierry et DRUMMOND France, Droit des marches financier ,droit des marchés financiers, economica paris2010 .

3- Michel GERMIN et Véronique MAGNIER, Les sociétés commerciales(les sociétés cotées) 21eme Edition, LGDJ Traités,2014.

- 4- Laurent RUET, Ordre de bourse :dénouement ,Etude joly bourse, décembre 2015.
- 5- DE VAUPLANE Hubert, Transfert de propriété des titres cotée :la réforme achevée.....ou presque !,Revue Banque n°669 ,Mai2005 .
- 6- Catherine Laurent Karyotis, efficience technique d'un système de règlement-livraison des titres, doctorat en sciences de gestion, université paris xii-vale de marne, France ,soutenue le 6 juillet.2004

الهوامش:

- 1/ المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 2 ذي الحجة 1413 الموافق ل 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، جريدة رسمية رقم 34 المعدل والمتمم بالقانون 04-03 المؤرخ في 16 ذي الحجة 1423 الموافق ل 17 فبراير 2003.جريدة .رسمية.رقم 11.
- 2/ محمد بن إبراهيم السحيباتي، آليات نقل الملكية في الأسواق المالية ، مجلة الدراسات الاقتصادية الإسلامية، المجلد 14، العدد1، ص 65.

3

- 4/ Guide Introduction en Bourse, Commision D'organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse,2015, pour voir le site [www.cosob.org](http://www.cosob.org),p09.

5/ 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.

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

- 7/ 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 الى اخر.  
-ادارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.  
-الترقيم القانوني للسندات.  
-نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

8/ عرف النظام الفرنسي عدة غرف للمقاصة، ثم اجتمعت هذه الغرف في نظام مركزي واحد هو بنك التسوية الذي. Clearnet LCH سمي

- BONNEAUX Thierry et DRUMMONDFrance,Droit des marches financier,droit des marchés financiers,economica paris2010,p48.

9/ محمد بن ابراهيم السحيباتي، آليات نقل الملكية في الاسواق المالية ، مرجع سابق، ص 85.

- 10/ Michel GERMIN et Véronique MAGNIER, Les sociétés commerciales(les sociétés cotées) 21eme Edition, LGDJ Traités,2014,p221.

- 11/ idem,p223.

12/ Laurent RUET, Ordre de bourse :dénouement ,Etude joly bourse, décembre 2015,p46.

13/ Michel GERMIN et Véronique MAGNIER ,Les sociétés commerciales(les sociétés cotées) ,op.cit,p224.

14/idem,p224.

15/ عبد الحميد منصور عبد العظيم ، النظام القانوني لشركة الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية في سوق رأس المال المصري،رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق ،كلية الحقوق جامعة القاهرة،2012،ص 4.

16/ عصام احمد الهيجي، النظام القانوني لشركات القيد والإيداع المركزي والسمسرة وصناديق الاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،2014،ص 98.

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

18/ تنص المادة 21 مكرر من النظام 01-12: "يجب على الشركة التي تطلب قبول سنداتهما في عمليات التداول في البورصة ان تثبت ايداع سنداتهما لدى المؤتمر المركزي على السندات قبل الادخال في البورصة"، قرار وزارة المالية المؤرخ في 6 ديسمبر 1997 يتضمن التصديق على النظام 03-97 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 .

19/ وهو نفس المبدأ المنصوص عليه في القانون المدني الجزائري حيث تنص المادة 165 منه، «الالتزام بنقل الملكية او اي حق عيني اخر من شأنه ان ينقل بحكم القانون اذا كان محل الالتزام شيئاً معيناً بالذات يملكه الملتزم...» وهو التكييف الذي تم العدول عنه في الفقه الفرنسي فيما يتعلق بالورقة المالية المتداولة في البورصة من نفس النوع والتي تم اعتبارها منقول مثلي لا تنتقل ملكيته الا بالفرز، وهو ما نظمته المشرع الجزائري بموجب المادة 166/1 من القانون المدني التي تنص، «اذا ورد الالتزام بنقل حق عيني على شئ لم يعين الا بنوعه فلا ينتقل الحق الا بافراز هذا الشئ»

20/ DE VAUPLANE Hubert, Transfert de propriété des titres cotée :la réforme achevée.....ou presque!,Revue Banque n°669 ,Mai2005 ,p87.

21/ رشا تيسير حطاب، عقد التداول في البورصة، مرجع سابق، ص 123.

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

23/ المواد 35 و 36 من النظام 01-03.

24/ حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم تخصص قانون، جامعة مولود معمري تيزي وزو الجزائر 2013 ص 404

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

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

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

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

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

30/ المادة 44 فقرة 1 من النظام 03-01.

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

32/ المادة 54 فقرة 1 من النظام 03-01.

33/ المادة 56 من النظام 03-01.

34/ Catherine Laurent Karyotis, efficience technique d'un systeme de règlement-livraison des titres, doctorat en sciences de gestion ,université paris xii-vale de marne, France ,soutenu le 6 juillet,2004 p89.

35/ المادة 57 من النظام 03-01.

36/ Michel GERMIN et Véronique MAGNIER, Les sociétés commerciales)les sociétés cotées, (op.cit,p225.

37/ idem,p226.

38/ يعتبر حق التنفيذ في السوق أحد ضمانات الوسيط للحصول على حقه من المستثمر، ويأتي استعمال هذا الحق في حالة امتناع أو عجز المستثمر عن الوفاء بالتزاماته، حيث تنص المادة 121 من النظام 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة:«تستعمل بقوة القانون النقود والسندات المودعة لدى الوسيط في عمليات البورصة لحساب الزبون في تسديد النقود و/أو تسليم السندات الناتجة عن التعهدات التي عقدها في السوق،وتخصص بقوة القانون كل السندات او القيم المحتفظ بها تحت حساب او حسابات الامرين،لتسوية و/او الوفاء بتعهداته. ويمكن للوسيط في عمليات البورصة استعمالها دون اشعار مسبق لتسوية او تسليم عمليات الزبون.».

39/ Michel GERMIN et Véronique MAGNIER, Les sociétés commerciales)les sociétés cotées, (op.cit,p225

40/ الموقع الالكتروني لشركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي

www.mcsd.com.eg

41/ المادة 3 من النظام 04-03 المتعلق بصندوق الضمان .