

الطبيعة القانونية لعقد تسيير حافظة القيم المنقولة ( دراسة مقارنة )  
Legal Nature of the Contract for the Management of a Portfolio of Securities  
(Comparative Study)

فريدة بلعالم\*

جامعة محمد لمين دباغين - الجزائر

aridjfulla@yahoo.fr

تاريخ الارسال: 2022/09/09 تاريخ القبول: 2022/11/25 تاريخ النشر: 2022/12/31

ملخص:

طبيعة نشاط تسيير حافظة القيم المنقولة يتطلب معرفة متخصصة وخبرة و مهارات محددة من الوسيط المسير الذي يتعامل عادة مع المستثمرين-المبتدئين و المحترفين -، وتجد علاقة الزبون صاحب الحافظة بمدير تسييرها أساسها في عقود الوكالة وتخضع من حيث المبدأ للقواعد العامة التي تحكم هذه العقود، إلا أن خصائصها المميزة والطبيعة الخاصة لها دعت إلى إخضاعها لقواعد خاصة تتجسد في القوانين والأنظمة واللوائح والتعليمات المتعلقة بسوق القيم المنقولة.

**كلمات مفتاحية:** البورصة. حافظة القيم المنقولة. عقد تسيير. نظرية الوكالة. الوسيط المالي.

**Abstract:**

The nature of the activity of managing a portfolio of transferred values requires specialized knowledge, and specific experience from the managing broker, who usually deals with investors - beginners and professionals -, the relationship of the client holding the portfolio with the manager of its management is based on agency contracts and is in principle subject to the general rules governing these contracts, but their distinctive characteristics and special nature called for subjecting them to special rules embodied in laws, regulations and instructions related to the market of transferred values.

**Keywords:** Stock exchange; portfolio of transferred values; management contract; agency theory; financial intermediary.

## مقدمة

إن تطور الأسواق المالية مرتبط بزيادة تداول رؤوس الأموال و تنمية الاستثمار، وهو بدوره ما يبعث الحيوية في الاقتصاد، ولذا تسعى كافة التشريعات إلى تطوير نظم قانونية تعالج كل الوظائف والآليات والأدوات المنظمة لعملية الاستثمار المالي في سوق الأوراق المالية، بما يكفل للمستثمرين الحماية اللازمة ويحفزهم لخوض غمارها، ويعد نشاط إدارة محافظ الأوراق المالية الوظيفة الأكثر إنعاشا لحركة هذه السوق، إلا أنه وعلى الرغم من الجهود المبذولة من المشرع الجزائري للنهوض بهذا النوع من الاستثمار الذي يلعب دورا مفصليا في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع الانتاجية الذي بدوره يحدث تطورا هائلا في الاقتصاد، إلا أنه من الناحية العملية يشهد هذا النوع من الاستثمار ركودا وانكماشاً يعكس عزوف المدخرين والمستثمرين الذي سببه تعقد عمل الأسواق المالية وغموض الأمر لديهم وتخوفهم من الخوض فيه، حيث أن المستثمرين عندما يكسبون مجموعة من الأوراق المالية (محفظة القيم المنقولة *portefeuille de valeurs mobilières*) يجدون أنفسهم أمام تشعب المعاملات وتداخلها في ظل قلة خبرتهم في مجريات السوق وعدم إلمامهم بتقنياته، وبالتالي صعوبة اتخاذ القرار الاستثماري الأنسب فأى خطأ قد يكلفهم خسائر كبيرة تفقددهم الحافظة المالية ككل، وهو ما يبرر ضرورة تعاقدهم مع شخص ذو دراية وخبرة لإدارتها يجنبهم كل تلك المخاطر.

وإن الطبيعة المعقدة لهذه العقود لارتباطها بقوانين وتنظيمات سوق القيم المنقولة من جهة، والقوانين المتعلقة بالاستثمار من جهة أخرى، والتفاوت في المراكز القانونية لأطرافها، وهذه الازدواجية أثارت إشكالية تكثيف هذا العقد ودفعتنا لمعالجة هذا الموضوع من خلال بيان ماهية عقد تسيير محفظة الأوراق المالية وإظهار خصوصيته مقارنة بالعقود المشابهة الأخرى، والإجابة عن بعض التساؤلات التي يثيرها من الناحية القانونية: ما هي خصائص هذا العقد؟ وما هو التكيف القانوني لنشاط تسيير حافظة القيم المنقولة؟ والآثار المترتبة عليه؟ ويستمد هذا الموضوع أهميته من أهمية محافظ القيم المنقولة في حد ذاتها لما تحققه من مصلحة للمستثمرين وسوق القيم المنقولة وما توفره من إنعاش لحركة التعاملات نتيجة توسيع قاعدة المتعاملين فيه، بالإضافة إلى أن هذه الدراسة ستسلط الضوء على الجانب القانوني من هذا الموضوع على عكس معظم الدراسات السابقة التي تناولته من وجهة نظر اقتصادية بحتة.

كما يعد تحديد الطبيعة القانونية لعقد تسيير حافظة القيم المنقولة وتكييفه القانوني على درجة كبيرة من الأهمية إذ تتبين من خلالها بعض معالم النظام القانوني لهذا العقد والعديد من المسائل القانونية الجوهرية فيه كالحقوق والالتزامات المترتبة على أطرافه والاختصاص القضائي أو تلك التي تتعلق بقواعد الإثبات.

وفي إطار ذلك اخترنا المنهج الوصفي التحليلي المقارن، من خلال تسليط الضوء على أهم الحقائق والمعلومات المتعلقة بالموضوع وتحليل وتفسير النصوص القانونية والتنظيمية التي تحكمها وترتبط بها في ظل التشريع الجزائري، ثم مقارنة ببعض التشريعات السابقة في هذا المجال للوقوف على الاختلافات الموجودة والثغرات القانونية خاصة في ظل الغياب التام للاجتهادات القضائية الوطنية، للوصول إلى نتائج للدراسة واقتراح

بعض التوصيات والحلول لانعاش هذه الوظيفة المحورية في سوق القيم المنقولة، وعليه سنقسم هذه الدراسة إلى بحثين، نتناول الأول ماهية عقد تسيير حافظة القيم المنقولة وخصائصه، فيما نتطرق في الثاني للطبيعة القانونية لهذا العقد وآثاره.

### أولاً: ماهية عقد تسيير حافظة القيم المنقولة

يتطلب البحث عن ماهية عقد تسيير وإدارة حافظة القيم المنقولة التركيز أولاً على مفهومه من خلال تحديد المقصود من عناصره وخصائصه في ظل قواعد القانون العامة والقواعد المهنية الخاصة بنشاط الوسطاء الماليين في سوق القيم المنقولة.

#### 1. مفهوم عقد تسيير حافظة القيم المنقولة

قد برزت الحاجة للمحافظ الاستثمارية<sup>1</sup> نتيجة ظهور الاحتياجات الجديدة للمستثمرين في ظل توسع الفرص الاستثمارية المتاحة أمامهم، وازدياد حجم الأموال الباحثة عن سبل وآليات أخرى لتوظيفها وحمايتها من المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها هذه الأموال خاصة في التقلبات التي تميز الأسواق المالية. تعتبر الحافظة المالية أداة مركبة من الأدوات الاستثمارية تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير الحافظة (Gestionnaire de portefeuille)، الذي يكون مالكها أو جهة مؤجرة، وقد تكون تلك الأصول مالية (مثل الأسهم و السندات...) أو حقيقية ( كالعقارات والذهب والمشاريع الاقتصادية...) أو مزيج بينهما<sup>2</sup>، حيث يسعى المدير لتحقيق أهداف المستثمر بالحصول على فوائد مرتفعة ومخاطر منخفضة .

وأورد المشرع العراقي في قانون الاستثمار رقم (13) لسنة (2006) في المادة (1) بفقرتها (15) مفهوم المحفظة الاستثمارية حيث جاء فيها " أنها مجموعة من الاستثمارات في الأسهم والسندات"<sup>3</sup>.

وأما مصطلح التسيير (la gestion) فقد عرفه الفقيه Cornu على أنه " إدارة مجموعة من القيم المنقولة بالقيام لحساب الغير بجميع الاجراءات المناسبة التي تستلزمها هذه الإدارة مثل تسليم قيمة الصكوك، تحصيل الكوبونات، الاكتتاب في زيادة رأس المال ..."<sup>4</sup>، وإن كان هذا التعريف قد حصر مهام المسير في الأعمال الإجرائية فقط متجاهلاً بذلك التصرفات القانونية التي قد يقوم بها الوسيط في إطار تسيير الحافظة، فالتسيير المالي هو مجموعة الآليات والسبل المستعملة لتقدير الحالة المالية الحالية والمستقبلية وإتخاذ القرار الاستثماري المناسب لها.

وأورد الفقه بعض التعريفات لعقد تسيير حافظة القيم المنقولة، فعرفه البعض بأنه " تخويل إدارة حافظة شركة الاستثمار لجهة متخصصة في استثمارات القيم المنقولة كالبنوك، وسماسرة الأوراق المالية، وذلك مقابل أجر متفق عليه"<sup>5</sup>.

وإن كان المشرع الجزائري لم يضع تعريفاً لعقد تسيير حافظة القيم المنقولة، إلا أنه أدرج هذا النشاط ضمن نشاطات وسطاء عمليات البورصة من خلال نص المادة 5 من القانون رقم 03-04<sup>6</sup> المعدل والمتمم

للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة<sup>7</sup>، وعرف هذا النشاط ضمن المادة 2 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 15-01<sup>8</sup> على أنه "تسيير الحافظة لحساب الغير يتمثل في تسيير حافظات القيم المنقولة بطريقة تقديرية وفردية بموجب توكيل من الطرف الآخر"، وهو ما قام به المشرع الفرنسي أيضا عندما عرف خدمة إدارة المحافظ نيابة عن الغير، بأنها إدارة الحافظات بطريقة تقديرية وفردية والتي تشمل واحدة أو أكثر من الأدوات المالية أو واحدة أو أكثر من الوحدات، في إطار الوكالة الممنوحة له<sup>9</sup>.

وقصر المشرع الجزائري ممارسة هذا النشاط على الوسطاء المرخص لهم بذلك من قبل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، كما أن المشرع الفرنسي لم يجز لأي شخص إدارة محافظ الأوراق المالية نيابة عن عملائه، إلا بواسطة شركات متخصصة، أو مؤسسة ائتمان مرخص لها بذلك من قبل هيئة الأسواق المالية، ويمكن أن يقتصر الترخيص على مباشرة خدمة واحدة، أو يمتد إلى أكثر من خدمة<sup>10</sup>.

ولم تضع معظم التشريعات تعريفا لهذا العقد إلا أن المشرع الأردني اعتمد مصطلح "عقد إدارة الاستثمار"، ونصت المادة 26 من تعليمات الترخيص والاعتماد الأردنية على أهم عناصر هذا العقد والتي جاء فيها "تشمل أعمال مدير الاستثمار إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير وفقا لاتفاقية إدارة الاستثمار الموقعة بينه وبين زبونه، والتي تحدد السياسة الاستثمارية للزبون وصلاحيات مدير الاستثمار وواجباته كما تشمل هذه الأعمال إدارة صناديق الاستثمار المشتركة"<sup>11</sup>.

ومما سبق يتضح لنا أن عقد تسيير حافظة القيم المنقولة اتخذ عدة تسميات في التشريعات المقارنة، ويمكن أن نعرفه بأنه علاقة قانونية بين المستثمر صاحب المحفظة المالية ومدير تسييرها المرخص له بممارسة نشاط إدارة محافظ القيم المنقولة مقابل عمولة متفق عليها.

ويتضح أن المشرع الجزائري وإن كان قد أشار إلى أن ممارسة هذا النشاط لا يتم إلا من خلال الوسطاء الماليين المرخص لهم بذلك، إلا أنه كان على اللجنة ضمن لوائحها التنظيمية أن تفصل في شروط هذا العقد، بأن تحدد على الأقل العناصر اللازمة التي يجب أن تذكر فيه، والمتعلقة على وجه الخصوص بأهداف الإدارة، وفئات الأوراق المالية التي قد تتضمنها الحافظة، وطرق إبلاغ المدير عن إدارة محفظته، ويحذو المشرع الفرنسي الذي نص على ضرورة أن تتضمن اتفاقية تسيير الحافظة على أهداف الإدارة وفئات الأدوات المالية التي قد تشملها الحافظة، إجراءات إبلاغ الزبون بإدارة حافظته، مدة التفويض وشروط تجديده وإنهائه، وبيان أجر الوسيط<sup>12</sup>.

## 2. خصائص عقد تسيير حافظة القيم المنقولة

بما أن عقد تسيير حافظة القيم المنقولة هو المستند الذي يحدد حقوق والتزامات كل من الطرفين، لذا من الضروري أن نتطرق لخصائص هذا العقد، خصوصا حتى نميزه عن العقود التجارية الأخرى وخاصة عقود الوساطة المالية، ونناقش أهم ميزاته في إطار قواعد القانون المدني وقوانين البورصة والقوانين المقارنة.

## 1.2. الخصائص العامة لعقد تسيير حافظة القيم المنقولة

عقد تسيير حافظة القيم المنقولة عقد يتمتع بمجموعة من الخصائص المشتركة مع باقي العقود الأخرى، وسنفصل فيها على ضوء القواعد العامة وقوانين سوق الأوراق المالية، بالتركيز على مناقشة بعض الاشكالات القانونية التي تثيرها طبيعة هذا العقد.

### 1.1.2. عقد تسيير حافظة القيم المنقولة تجاري

بالرجوع إلى القانون التجاري الجزائري في مادته الثانية التي حددت الأعمال التجارية بحسب الموضوع نجد أن عمليات البورصة تعد من الأعمال التجارية<sup>13</sup>، وهو ما نصت عليه الفقرة (د) من المادة (5) من قانون التجارة المصري "تعد الأعمال الآتية تجارية إذا كانت مزاولتها على وجه الاحتراف ... د- الوكالة التجارية والسمسرة أيا كانت طبيعة العمليات التي يمارسها السمسار"، وحذى المشرع الأردني حذوها فنص في الفقرة (1/ح) من المادة (6) من القانون التجاري "تعد الأعمال التالية بحكم ماهيتها الذاتية أعمالا تجارية ... 2- العمالة و السمسرة".

وما يؤكد تجارية عقد تسيير محافظ القيم المنقولة هو احتكار الوسطاء لهذا النشاط بموجب وكالة تسيير، إذ لا يمارس هذه المهنة إلا الشركات التجارية والبنوك والمؤسسات المالية المرخص لها بذلك<sup>14</sup>، وهو ما يكسب الوسيط مدير الحافظة حقوق التجار ويفرض عليه التزاماتهم إلى جانب تمتعه بالحقوق وتحمله لالتزامات التي تقرها القوانين المنظمة لبورصة القيم المنقولة، ومن ثم فالعمليات التي يقوم بها المسير بيعا أو شراء يتولاها باعتباره وكيل عن مالك الحافظة مقابل عمولة، وبمفهوم القانون التجاري الجزائري فالوكيل التجاري يكتسب صفة التاجر.

أما فيما يخص اكتساب الزبون لصفة التاجر من عدمه فيختلف الأمر بين حالتين، إذ يعد شخصا مدنيا خاضع للقانون المدني ذلك أن إدارة حافظة القيم المنقولة تهدف بالدرجة الأولى إلى التوظيف الحريص للأموال، أما بالنسبة للزبون الذي يقوم بشراء القيم المنقولة بين الحين والآخر بهدف بيعها من أجل تحقيق الربح جراء هذه العملية، فالعملية تعد تجارية دون أن تضيف صفة التاجر على هذا الزبون لأن قيامه بذلك لا يكون على وجه الاحتراف، في حين الزبون الذي يقوم على وجه الاحتراف بعمليات شراء وبيع القيم المنقولة بنية المتاجرة بها فيعد عمله تجاريا، وهو ما يكسبه بالضرورة صفة التاجر سواء كان هذا شخصا طبيعيا أو معنويا. ومنه فإن عقد تسيير حافظة القيم المنقولة يعد عقدا تجاريا، إذ يكفي اعتبار الوسيط المسير للحافظة تاجرا حتى وإن كان الزبون لا يكتسب صفة التاجر.

### 2.1.2. عقد تسيير حافظة القيم المنقولة عقد رضائي

الأصل العام في العقود التجارية أنها عقود رضائية، ومراعاة لطبيعة العمل التجاري الذي يتميز بالمرونة والسرعة، فقد اكتفى المشرع في مثل هذه العقود بتوافق إرادة أطرافها لتتم وترتب آثارها دون الحاجة إلى إفراغها

في شكل أو قالب معين، ووفقا لذلك فيعد عقد إدارة حافظة القيم المنقولة عقد رضائي، نظرا لما يتمتع به أطرافه من حرية في إبرامه.

غير أن قوانين البورصة و أنظمتها نصت على أن عقد إدارة حافظة القيم المنقولة لا يتم إلا بموجب اتفاق مكتوب en vertu d'une convention écrite حيث نصت المادة 7 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة على أن قيام الوسيط بمباشرة مهامه في إطار تسيير وتوظيف القيم المنقولة يتم عن طريق عقد مكتوب، وهو ما أكدته المادة 2 من النظام رقم 15-01 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة حيث اشترطت أن لا يتم التسيير الفردي للحافظة إلا بموجب عقد مكتوب، وجاءت المادة 23 من نفس النظام في نفس السياق، ففرضت أن لا يبرم هذا العقد إلا حسب النموذج الذي حددته لجنة تنظيم عمليات البورصة وفقا لما جاء به النظام رقم 97-05<sup>15</sup>، وهو ما ذهبت إليه المادة 58 من لائحة مفوضية الاتحاد الأوروبي رقم 2017/565 المؤرخة في أبريل 2016<sup>16</sup>.

وقد اشترطت أغلب التشريعات كتابة الاتفاقية المبرمة بين مسير الحافظة وصاحبها في نسختين ممضيتان وموقعتان من كلا الطرفين، ويحتفظ الوكيل بنسخة منه، وهو ما نص عليه المشرع المصري في المادة (256) من اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1995 التي جاء فيها "تلتزم الشركة بإبرام عقد فتح حساب مع كل زبون من زبائنه ... وذلك على وثائق تعدها الشركة لهذا الغرض".

والزام الطرفين - صاحب الحافظة المالية ومدير تسييرها - بإبرام العقود في شكل كتابي وفق نموذج محدد حماية لحقوقهم، أدى إلى طرح إشكال قانوني هام حول مدى اعتبار هذا العقد عقد رضائي أم شكلي؟ يرى بعض من الفقه أن العقد يبقى رضائيا نظرا لتمتع طرفيه بالحرية في إبرامه، وأن شرط الكتابة غير كافي لاعتباره عقدا شكليا كون هذا الشرط وضع بداعي حماية حقوق الأطراف وتنظيم العمل في هذا المجال الاستثماري الحساس، إذ لم تنص أي مادة على جزاء تخلف الكتابة في اتفاقيات تسيير محافظ القيم المنقولة، وبالتالي فتخلفه لا يترتب عنه بطلان العقد، ومنه فشرط الكتابة شرط إثبات وليس شرط انعقاد.

وهو ما أكدته الفقيه JUGLART الذي اعتبر أن الشكلية المطلوبة في عقد تسيير حافظة القيم المنقولة لا تعتبر شرطا لانعقاد وإنما هي عمل مسهل ومساعد لتنفيذ العقد الذي عبر عنه بأنه وكالة<sup>17</sup>.

وقد أخذت بعض الأنظمة القانونية برضائية هذا العقد ومنها المشرع السعودي، حيث يتضح من خلال نظامه في السوق المالية ولوائحه التي خلت من أي قيد يحد من إرادة الأطراف في إبرامه أو شكل خاص يجب أن تنصب فيه هذه الإرادة، وكذا من عدم إشتراطه وسيلة معينة لإثبات وجود هذا العقد أو أي أمر يصدره المستثمر الزبون<sup>18</sup>.

### 3.1.2. عقد تسيير حافظة القيم المنقولة عقد مساومة و معاوضة

اتضح مما سبق أن عقد تسيير حافظة القيم المنقولة عقد نموذجي منظم مسبقا من قبل لجنة تنظيم عمليات البورصة، وهذا ما جعل بعض الفقهاء يعدونه من عقود الاذعان، باعتبار هذه الأخيرة هي تلك العقود

التي يتمتع فيها أحد طرفيه بالحرية الكاملة لعرض شروطه بحكم وضعه الفعلي أو القانوني واحتكاره لخدمة ما أو مرفق ما لا يمكن الاستغناء عنها، ليجد المتعاقد الآخر نفسه أمام خيار واحد، إما قبول العقد برمته أو رفضه دون أن تكون له إمكانية مناقشة أو تعديل الشروط التي تضمنها، وتحقق ذلك حسبهم في عقد التسيير خاصة وأن صاحب الحافضة لا يستطيع مناقشة بنود هذا العقد إلا فيما يتعلق بحجم الصفقة، ولكن هذا الرأي قد جانب الصواب إذ أن تسيير الحافضة لا تعد خدمة ضرورية للزبون لحد أنه يصبح ملزماً بالانتفاع بها، كما هو الحال مع المستهلك الذي لا تستقيم مصالحه إلا باقتناء الخدمة، ليصبح في وضعية إذعان و يكون للقاضي السلطة التقديرية ليتدخل في تعديل العقد بما يحقق التكافؤ في التزامات أطرافه، وقد يصل الأمر إلى درجة إعفاء الطرف المذعن من الشروط التعسفية، وكل اتفاق على غير ذلك يعد باطلاً بطلاناً مطلقاً<sup>19</sup>، ولا يجوز ذلك في عقد تسيير حافضة القيم المنقولة إذ يعد مخالفة لمبدأ " العقد شريعة المتعاقدين".

من جانب آخر تتوفر للزبون بدائل استثمارية كثيرة ومتعددة فباستطاعته أن يختار أي أداة استثمارية أخرى، كما بإمكانه أن يقوم بمفرده بتسيير حافضته ويمنح أوامر شراء وبيع قيمه للوسيط الذي يقوم بتنفيذها وهو ما يعرف بالإدارة المباشرة للمحفظة الاستثمارية، ولا يعد الوسيط محتكراً لهذه الخدمة نظراً للمنافسة الموجودة بينه وبين بقية الوسطاء المعتمدين، كما أن العقد الذي يسلمه المسير للمستثمر تتم صياغته وفق نموذج معتمد من طرف اللجنة، لتضمن هذه الأخيرة مصالح الطرفين وتحفظ حقوقهما دون أن يكون لأحدهما الحق في تعديله، وبذلك فكلاهما يذعان لإرادة اللجنة و تعليماتها فيما يخص شكايات العقد فقط، دون المساس بالمسائل الموضوعية لتسيير المحفظة، إذ يبقى لهما مطلق الحرية في الاتفاق حول السياسة الاستثمارية للمحفظة والعمليات التي يمكن للوسيط المبادرة بها، ودرجة المخاطر التي يمكن للزبون مواجهتها، وشروط سير الحساب وكذا مكافأة المسير<sup>20</sup>.

وبالتالي فحتى وإن كان عقد تسيير المحفظة وفق نموذج معد مسبقاً إلا أن ذلك لا يكفي لاعتباره من عقود الإذعان، وهو من العقود التي تتكافأ فيه مراكز كل من مسير المحفظة وصاحبها في تحديد بنوده ومناقشتها، فكل منهما له أن يساوم الآخر حتى يحقق أفضل الشروط التي تخدم مصالحه دون أن تطغى إرادة أحدهما على إرادة الآخر.

كذلك فهو عقد معاوضة إذ يكون بمقابل يحصل عليه كلا الطرفين مسير الحافضة وصاحبها بحيث كلاهما دائن ومدين للطرف الآخر في آن واحد، فهو ليس من قبيل عقود التبرع، إذ نصت كافة التشريعات على ضرورة أن يتضمن عقد تكوين وإدارة حافضة القيم المنقولة بصفة خاصة على مقابل الإدارة الذي يتقاضاه الوسيط المالي كمدير للحافضة، وهو ما فعله المشرع الجزائري حين نص على ضرورة أن يتضمن عقد تسيير الحافضة على أجرة المسير<sup>21</sup>.

ويترتب على اعتباره من عقود المعاوضة خضوعه للأحكام العامة لهذه العقود، إذ تطبق عليه أحكام الفسخ والدفع بعدم التنفيذ، وتحمل تبعة استحالة تنفيذ الالتزام.

#### 4.1.2. عقد تسيير حافضة القيم المنقولة قائم على الاعتبار الشخصي

الاعتبار الشخصي في أي عقد يتحقق عندما تكون شخصية المتعاقد معه محل الباعث من أجل التعاقد باعتبارها عنصرا جوهريا، لذلك فإن موته أو فقدانه يؤدي لانقضاء العقد.

وعقد إدارة محفظة القيم المنقولة يغلب عليه الاعتبار الشخصي، حيث يدخل كلا طرفيه في الاعتبار الشخصي، نشاط المحفظة يتمحور حول المعاملات الواردة على الأوراق المالية في البورصة، والتي يعهد بتسييرها لأشخاص ذوو دراية وكفاءة في هذا المجال التي يفنقدها صاحب المحفظة، وبالتالي فإن الزبون يختار الوسيط لتسيير محفظته بناءا على ثقة ويأخذ بعين الاعتبار في تعاقدته معه صفة الاحترافية، ويقدر خبرته ومعرفته.

ونظرا لذلك فيعد عقد تسيير المحفظة من العقود القائمة على الاعتبار الشخصي كونه عقد وارد على خدمات تتصل مباشرة بشخصية القائم بها، وإن كانت القوانين واللوائح الخاصة بالبورصة لم تشر إلى إمكانية أن يوكل الوسيط الغير لينوب عنه في جزء من نشاطاته، إلا أن القواعد العامة تحيز للوكيل بأن يوكل من ينوب عنه في تنفيذ أوامر الموكل أو جزء من التزاماته وفقا للمادة 580 قانون مدني<sup>22</sup>.

ويتضح جليا من خلال هذه المادة جواز أن ينيب الوكيل غيره في تنفيذ جزء من وكرالته حتى وإن لم يأذن له بذلك موكله، ويثير ذلك إشكالا إذ يتعارض مع الاعتبار الشخصي الذي يميز عقد تسيير المحفظة المالية، بالرغم من أنه يستجيب لمقتضيات الممارسة القائمة على تقسيم النشاطات في ميدان واحد والتخصص فيها، فيترتب نوع من الجودة يستفيد منها طالب الخدمة<sup>23</sup>.

وإن كان من حق الوسيط أن ينيب عنه غيره دون اذن من الزبون، فعليه أن يتحمل المسؤولية بالمقارنة بالحالة التي يكون له فيها ترخيصا مسبقا، إذ تشير الفقرة الثانية من نفس المادة على أن يتحمل الوكيل أي خطأ ناتج عن اختياره لنائبه أو أي خطأ يتعلق بما أصدره له من تعليمات، ويبقى السؤال إلى أي حد يسأل الوسيط عن نائبه اتجاه الزبون، وهل يجوز لهذا الأخير أن يستفيد من حكم الفقرة الأخيرة من المادة 580 فيعود مباشرة على نائب وكيله؟

وفقا للمادة 580 فإن مسؤولية الوكيل تختلف في حالتين، الأولى أين نجد الموكل رخص للوكيل الإنابة أما الحالة الثانية فنجد له يرخص له بذلك، ففي الحالة الأولى لا يكون الوسيط مسؤولا إلا عن خطئه الشخصي فيما أصدره له من تعليمات، دون أن يسأل عن اختيار نائبه، أما حكم الحالة الأخيرة تطبق عليه القواعد العامة للمسؤولية العقدية عن الغير، فيعد الوسيط مبرم لعقد أصلي ملزم بموجبه تنفيذ إدارة تسيير المحفظة المالية، وهناك عقد من الباطن أناب فيه الغير لتنفيذ جزء من التزاماته، فإذا ما ارتكب نائب الوسيط خطأ في تنفيذ وكرالته تحققت مسؤوليته اتجاه الوسيط واتجاه زبونه، ويبقى الوسيط مسؤولا عن أخطاء نائبه في كل الأحوال.

## 2.2. خصائص ينفرد بها عقد تسيير حافظة القيم المنقولة

عقد تسيير حافظة القيم المنقولة من بين أهم عقود الوساطة، يترتب عليه التزامات متنوعة ويخضع لأحكام القواعد القانونية العامة والقوانين والأنظمة المتعلقة بنشاط البورصة، وهذا يمنحه خصوصيات تميزه.

### 1.2.2. احتكار نشاط تسيير حافظة القيم المنقولة

لا يجوز ممارسة أي مفاوضة تتناول قيما منقولة في البورصة إلا عن طريق وسطاء معتمدين من قبل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وذلك بعد توفر الشروط القانونية المطلوبة، حيث قصر المشرع الجزائري إبرام الصفقات داخل البورصة على الوسطاء الماليين دون غيرهم<sup>24</sup>، وهو ما أخذ به المشرع المصري حيث نص في المادة 18 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 على أن "يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك، وإلا وقع باطلا"، وقد أكد المشرع الفرنسي ذلك حيث أعطى فقط لمقدمي خدمات الاستثمار الحق في تقديم خدمات على الأوراق المالية للغير<sup>25</sup>.

وفي بداية الأمر كانت تتضمن فئة الوسطاء كل من الأشخاص الطبيعية والمعنوية، لكن فيما بعد ونظرا لحساسية هذا النشاط ومساسه بالذمة المالية للمستثمرين وبشفافية وحسن سير السوق المالية، قصرت أغلب التشريعات نشاط الوساطة على الأشخاص الاعتبارية، وهو ما أخذ به المشرع الجزائري واستحسنه كل الفقهاء، إلا أنه وباستقراء نص المادة 4 من القانون 03-04 نجدها قد منحت حق ممارسة نشاط الوساطة للشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية، أي أنها لم تستثنى شركات التضامن من ممارسة هذا النشاط رغم ما تتميز به من خصائص قد تتعارض مع مقتضيات الوساطة في سوق القيم المنقولة، وهو ما انتبه له المشرع المصري وتفاذى الوقوع فيه، حيث اشترط في المادة 29 من قانون سوق رأس المال المصري على أن الترخيص لا يكون إلا لشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وبالتالي حرم شركات التضامن من ممارسة النشاط صراحة، وكان على المشرع الجزائري الحذو حذوه وقصر نشاطات الوساطة على شركات الأموال فقط.

وقد شدد المشرع موقفه في تحديد الأشخاص المسموح لهم بتسيير حافظة القيم المنقولة، إذ لا يكفي أن يكون وسيطا في البورصة بل يجب أن يحصل على ترخيص لممارسة نشاط التسيير بعد أن يوفر الشروط الخاصة، وبالأخص شرط توفير قسم منفصل مسؤول عن نشاط تسيير الحافظات لحساب الغير<sup>26</sup>.

وقد حظر المشرع على الشركات المزاولة لنشاط الوساطة أن تزاوّل أنشطة موازية، إذ يتحقق قبول اعتمادها من خلال توفر شرط التخصص والخبرة في مجال التعامل في البورصة، ويتعين عليها أن تتفرغ لهذا النشاط وأن لا تزاوّل نشاط مواز له<sup>27</sup>، وذلك لضمان حسن التسيير وحماية للمتعاملين في هذه السوق، وجاءت المادتين 26 و 27 من قانون رأس المال مصري في نفس السياق، إلا أن المشرع الفرنسي لم يشر إلى ذلك، ويستثنى من هذا الالتزام البنوك والمؤسسات المالية.

## 2.2.2. ضمان تنفيذ صفقات تسيير حافظة القيم المنقولة

في إطار ضمان تنفيذ المسير للصفقات المتعلقة بتسيير الحافظة ألزم المشرع الوسطاء بتقديم مساهمات إلى صندوق خاص يتكفل بضمان الالتزامات التي تترتب على عانقهم في حال التقصير، أو الإخلال في معاملات القيم المنقولة داخل البورصة<sup>28</sup>، كما يلتزم بالاكنتاب في تأمين يضمن مسؤوليتهم تجاه زبائنهم<sup>29</sup>.

### ثانيا: التكيف القانوني لعقد إدارة محفظة القيم المنقولة و آثاره

نظرا لخصوصية عقد تسيير حافظة القيم المنقولة الذي يجمع بين مهني محترف و متخصص مع الزبون الراغب في استثمار مدخراته والراغب في الحصول أكبر العوائد و بأقل المخاطر، يترتب على هذا العقد مجموعة من الالتزامات والحقوق ، قبل الحديث عن آثار هذا العقد وتحديد التزامات وحقوق طرفيه، يجب أولا وضع تكيف قانوني دقيق لطبيعته.

### 1. التكيف القانوني لعقد تسيير حافظة القيم المنقولة

إن تخويل الزبون لوسيط من أجل إدارة حافظة القيم المنقولة يكون بناء على عقد يبرم بينهما، وإن تحديد الطبيعة القانونية لهذا العقد خلق نقاشا فقهيًا واسعًا، إذ اختلف الفقهاء في تكيف هذا العقد، ووقع الجدل حول ما إذا كان هذا العقد يخضع لقواعد الوكالة العادية أم وكالة بالعمولة ؟ أم أنه عقد من نوع خاص؟ وسنحاول البحث عن الطبيعة القانونية لهذا العقد من أجل الوقوف على امكانية إدراجه ضمن إطار قانوني لأحد العقود المسماة الأقرب له، وبالتالي تحديد الوضع القانوني لكل من طرفيه المسير وصاحب الحافظة.

#### 1.1. عقد تسيير حافظة القيم المنقولة عقد وكالة

إن العلاقة ما بين الزبون ومدير محفظة القيم المنقولة أساسها العقد المبرم بينهما، وبمقتضى هذا العقد يتنازل الزبون عن إدارة المحفظة الخاصة به، ويعهد بها إلى مهني متخصص - الوسيط-، ويتضح من خلال ذلك أن هذا العقد هو أقرب لعقد الوكالة الذي عرفته المادة 571 من القانون المدني بأنه "عقد يفوض بمقتضاه شخص شخصا آخر للقيام بعمل شيء لحساب الموكل وباسمه"<sup>30</sup>، ومنه فإن الوكيل الذي يتصرف باسم موكله تتصرف آثار العقد وفقا لقواعد النيابة إلى الأصيل مباشرة دون أن تمر بذمة الوكيل، وقد أخذت بعض التشريعات بهذا الرأي واعتبرت عمل الوسيط من قبيل الوكالة، كالمشرع الفرنسي الذي نص بموجب المادة 99 من القانون رقم 84-46<sup>31</sup> على أن تلقي مسير الحافظة للأموال لأداء مهامه يتم بمقتضة الوكالة، إلا أن هذا النص ألغي بموجب القانون رقم 92-665 الصادر في 16 جويلية 1992، إلا أن لجنة البورصة كلفته على أنه وكالة تسيير<sup>32</sup>، ليبقى موقف المشرع الفرنسي غير واضح في تكيفه لهذا العقد خاصة وأن لائحة سلطة الأسواق المالية الفرنسية قد أقرت بإمكانية أن يشكل العقد المبرم بين الوسيط وزبونه عقد وكالة، إذ جاء في الفقرة الأولى من المادة 312-3 على أنه " يمارس نشاط تنفيذ الأوامر لحساب الغير مزود خدمات مرخص والذي إما بوصفه سمسارا، وكيلا أو وكيلا بالعمولة، يتصرف لحساب مصدر الأمر بغية تنفيذ صفقة محلها أوراق مالية"<sup>33</sup>،

وبالتالي فهي لم تفصل في الجدل القائم وأقرت بتعدد تكييف العقد المبرم بين الوسيط وزملائه حسب بنود وشروط كل نموذج، فإذا اقتصر دور الوسيط في السعي لايجاد الطرف المقابل، فيعد عقد سمسرة، بينما إذا تصرف الوسيط باسم زبونه ولمصلحته فيعد عقد وكالة، في حين لو تصرف الوسيط باسمه الشخصي ولحساب موكله ترتبت آثار العقد في ذمته لتنتقل بعد ذلك إلى ذمة الأصيل، وهذا ما يسمى بعقد الوكالة بالعمولة. لكن من الناحية العملية فإن الافتراض الأول -عقد سمسرة- غير متوقع ومستبعد تماما إلا في بعض الصفقات التي تبرم في الأسواق غير المنظمة أي خارج البورصة، وبهذا فإن هذا العقد يمكن أن يبرم بوصفه عقد وكالة أو وكالة بالعمولة فقط.

وذهب أغلب الفقهاء القانونيين إلى أن الوسيط هو وكيل بالعمولة إذ لا يتم اللجوء إلى الوكالة لتعارضها مع الغاية الرئيسية لعمل الوسيط في البورصة والتي تمتاز ببقاء شخصية العملاء خفية ويرتبط الوسطاء شخصيا بكل الصفقات والمعاملات المبرمة، فلا وجود لأي علاقة مباشرة بين العملاء لأن كل منهم يتعامل بواسطة وسيط مالي مرخص، ويتضح من ذلك أن الوسيط يعد ممثلا للزبون وإن كان هذا التمثيل ناقصا وليس كامل. وبناء على ذلك اعتبروا عقد تسيير محفظة القيم المنقولة عقد وكالة بالعمولة<sup>34</sup>، نظرا لطريقة مباشرة الوسيط مسير المحفظة لعمله، فهو كثير الشبه بعمل الوكيل بالعمولة الذي يتعاقد باسمه الشخصي ولكن لحساب الموكل، وبالنظر لعقد إدارة محفظة القيم المنقولة نجده لا يحتوي على أي نيابة لأن الوسيط يبرم العقد باسمه فيبقى الزبون أجنبي عن هذا العقد، وبالرغم من ذلك يبقى التمثيل ناقصا لأنه ومنذ البداية مسير المحفظة يعمل باسمه لكن لحساب الزبون حيث ستتصب آثار التعاقد في ذمة هذا الأخير، إذ تنتقل الحقوق المكتسبة بموجب هذا العقد إلى الزبون حتى تبرأ ذمة الوسيط من التزاماته، وبالتالي فاننتقال هذه الحقوق يعد ضرورة ملحة في ظل غياب العلاقة المباشرة بين العملاء، فالوسيط إنما يتصرف باسمه داخل البورصة، لأن ذلك يشارك في تحقيق أمن الصفقات البورصية من جراء تقابل محترفين بصفة وكلاء بالعمولة يضمنون بهذه الصفة حماية أكثر لزيائنهم.

كما استند الفقهاء في رأيهم هذا لكون محل عقد إدارة محفظة القيم المنقولة هو الأوراق المالية، التي تعتبر من المنقولات، ومن المعلوم أن عقد الوكالة بالعمولة محله المنقولات، ومنه فالوسيط وكيل بالعمولة<sup>35</sup>، استنادا أيضا إلى أن الوسيط يعد وكلاء بالعمولة متى كان العمل المسند إليه تجاريا، وقد سبق وأن ذكرنا أن العمل المسند للوسيط مسير المحفظة هو عمل تجاري.

وبالرغم من نقاط التقاطع الكثيرة بين عقد الوكالة سواء العادية أو الوكالة بالعمولة وعقد تسيير الحافظة إلا أن هناك اختلافات في عدة أوجه، أولها أن عقد التسيير محتكر من قبل الأشخاص الاعتباريين دون الطبيعيين ولا يمكن لهؤلاء مزاوله أنشطة موازية، وعلى خلاف ذلك فإنه يجوز لأي شخص طبيعي أو معنوي ممارسة نشاط الوكالة أيا كان نوعها، بمفردها أو بالموازاة مع أنشطة أخرى.

من جهة أخرى فإن التعامل بالقيم المنقولة داخل البورصة يستوجب قانونا اللجوء إلى وسيط وإلا كان هذا التعامل باطلا، بينما لا يلزم الأشخاص في تعاملاتهم اليومية بالاستعانة بسماسرة أو وكلاء. وإن كانت الوكالة تتضمن القيام بتصرفات قانونية فقط، حتى وإن تضمنت على أعمال مادية مرتبطة بالتصرف القانوني، بالمقابل فالمسير يقوم إلى جانب التصرفات القانونية بالأعمال المادية حتى ولو لم تكن ضرورية لإتمام التصرف القانوني<sup>36</sup>.

وأهم خاصية يتميز بها مسير الحافظة هو استقلاليتها وحرية في إتخاذ القرارات المناسبة لحافظة القيم المنقولة، إذ له حرية المبادرة والتصرف بما يتوافق وأهداف التسيير<sup>37</sup>، فمجال حريته واسعة مقارنة بحرية الوكيل المقيدة فوفقا لأحكام الوكالة فالوكيل تابع لموكله ولا يتصرف من تلقاء نفسه ويبقى ملزما بتنفيذ أعمال الوكالة وفقا لتعليمات موكله، مع احتفاظ هذا الأخير بحقه في رفض تحمل آثار العقد في حالة خروج الوكيل عن الحدود المرسومة له في عقد الوكالة، كما له أن يجيز تلك التصرفات الخارجة عن حدود الوكالة<sup>38</sup>.

## 2.1. عقد تسيير حافظة القيم المنقولة عقد خاص

مما سبق يتضح جليا أن عقد تسيير الحافظة يختلف كثيرا عن العقود السمسرة والوكالة ولا يمكن أن تنطبق عليه كافة القواعد العامة لعقد الوكالة إذ لا تكفي لإضفاء حماية كافية للمتعاقدين الأمر الذي دفع التشريعات لوضع قواعد خاصة بنشاط إدارة المحافظ وتكليف السلطات المختصة بسوق الأوراق المالية كلجنة تنظيم عمليات البورصة بالجزائر وهيئة الأسواق المالية في فرنسا بوضع تنظيم خاص بها.

وقد نص نظام اللجنة رقم 01-15 على أن عقد إدارة محفظة القيم المنقولة عبارة عن "وكالة تسيير"<sup>39</sup>، لكن بالرجوع للقواعد العامة للقانون المدني لا نجد أي عقد مسمى تحت هذه التسمية، كما لا نجد ضمن أحكام القانون التجاري إشارة لمثل هذا العقد، مما يبين لنا أن هذا النظام اعتبر هذا العقد من العقود ذات الطبيعة الخاصة، التي تستمد طابعها الخاص والمستقل من خصوصية أنشطة الوسطاء في عمليات البورصة والتي تتطلب نظاما قانونيا خاصا.

والمشرع الأردني أشار صراحة في نص المادة 105 القانون التجاري أن نشاط السمسرة في الأوراق المالية يخضع قدر الحاجة لتشريع خاص<sup>40</sup>.

وكيف بعض الفقهاء هذا العقد على أنه عقد إدارة بموجب وكالة ممنوحة له من صاحب المحفظة لمسيرها، أي أنه إدارة منتقلة استنادا إلى استقلال المدير في اتخاذ القرار بشأن المحفظة، باعتبار أن انفراد المسير بقرار الاستثمار هو العنصر المهيمن، والمميز لعقد إدارة المحفظة.

ويقول الأستاذ PELTIER أن العلاقة القانونية الناشئة بين الوسيط وزبونه تعتبر دائما بمثابة عقد وكالة، سواء تعلق الأمر بتنفيذ أوامر الزبون، أو المحافظة على أصول مالية أو تسيير حافظة القيم المنقولة، ففي كل هذه الحالات يعطي الزبون لوسيطه سلطة القيام بعمل ما، إلا أن خصوصيات النشاط في السوق المالية تؤدي إلى تميز القواعد التي تحكم في هذه الوكالة، وذلك خاصة بسبب كون الوساطة المالية نشاط منظم<sup>41</sup>.

ويمكننا أن نستنتج من خلال كل ما سبق أن عقد تسيير حافظة القيم المنقولة هو عقد ذا طابع خاص لما تمتاز من استقلالية، يندرج ضمن العقود غير المسماة، فهو عقد وكالة ذو خصائص مهنية متعلقة بأحد أنشطة الوسطاء في البورصة، نتيجة تداخل الالتزامات التعاقدية والواجبات المهنية الملقاة على عاتق المسير، إذ أن التصرفات القانونية التي يقوم بها مسير الحافظة في إطار نشاطه تندرج ضمن أحكام الوكالة، ولكن تمتعه بسلطة تقديرية لاتخاذ القرار وإجراء أعمال التصرف التي تعد من قبيل الأعمال المادية، هذه الأخيرة لا تستوعبها أحكام الوكالة، وبالتالي فهذا العقد تتداخل فيه أحكام الوكالة وبعض الأحكام المهنية الخاصة، إذ تمثل "العلاقة بين الوسيط وموكله علاقة مهنية، يعمل الوسيط كمستشار ومهني تجاه موكله، ليست مجرد علاقة تجارية بسيطة أو علاقة مشتري وبائع"<sup>42</sup>.

## 2. الآثار القانونية لعقد تسيير حافظة القيم المنقولة

الغاية من مناقشة طبيعة هذا العقد تكمن في الإحاطة بالآثار القانونية المترتبة عنه والمتمثلة في الالتزامات الواقعة على عاتق الطرفين والحقوق الممنوحة لهم، وحتى يتمكن كل طرف من تنفيذ التزاماته والمطالبة بحقوقه يجب تحديد نطاقها، وباعتبار عقد تسيير الحافظة ذو طبيعة ازدواجية، فيقع على المسير التزامات خارجة عن العقد تفرضها القواعد المهنية وأعرافها، ونظرا لكون هذا العقد ملزم للجانبين فتعد الالتزامات الواقعة على أحد الطرفين حقوقا للطرف الآخر، ولذا سنتطرق للالتزامات وحقوق المسير.

### 1.2. التزامات الوسيط مسير حافظة القيم المنقولة

يقع على الوسيط المسير الامتثال للالتزامات العامة المفروضة على كافة الوسطاء الماليين في البورصة دون استثناء، كما يلتزم ببعض الالتزامات الناشئة بمناسبة ممارسته نشاط التسيير حافظة القيم المنقولة، لن نذكر كافة هذه الالتزامات بل سنكتفي بأهمها.

#### 1.1.2. الالتزام مسير حافظة القيم المنقولة باعلام الزبائن

تلعب المعلومات دورا جوهريا في مجال تداول القيم المنقولة وتسيير الحافظة، ولذا يلتزم مدير حافظة القيم المنقولة بتقديم معلومات لزبونه المتعلقة بالعقد المراد إبرامه بينهما وبطبيعة الاستثمار في بورصة الأوراق المالية والمخاطر التي يعجز عن الإحاطة بها بوسائله الخاصة، لكي يكون على بينة من أمره بحيث يتخذ القرار المناسب لحاجاته وأهدافه.

ولا يقتصر واجب الاعلام على موافاة الزبون ببعض المعلومات عن السوق قبل التعاقد، إنما يستلزم شرح وارشاد متجاوز بذلك الاعلام المجرد، إذ تشمل مراقبة مدى امكانية تنفيذ العملية، مراقبة قانونية العملية، إعلام الزبون بالمخاطر<sup>43</sup>.

كما يجب على مسير حافظة القيم المنقولة أن يلتزم بتقديم حساب عن الوكالة بموافاة الزبون بالمعلومات الضرورية التي يتوقف عليها سير عملية تنفيذ التصرف القانوني<sup>44</sup>، حيث نصت المادة 44 من النظام 15-01 على أنه "فور تنفيذ الأوامر يرسل الوسطاء في عمليات البورصة لزيائهم، خلال يومي العمل التاليين، ابتداء من

تاريخ التسديد أو التسليم، إشعارا بالتنفيذ..."، وأكد المشرع الجزائري على ضرورة أن تتضمن العقود المبرمة بين الوسطاء وعملائهم على شرط تقديم الوسطاء لتقارير دورية كل ستة أشهر على الأكثر عن العمليات التي أجروها لحساب زبائنهم<sup>45</sup>، وبالتالي فالالتزام بتقديم حساب عن الوكالة وفقا للمشرع الجزائري هو التزام من النظام العام ولا يمكن الاتفاق على مخالفته، وتقديم إشعار بالتنفيذ أولا بأول.

ويعد سكوت الزبون بعد تلقيه الإشعار بالتنفيذ بمثابة قبول بظروف تنفيذ الصفقة من طرف الوسيط، فعدم احتجاجه يعتبر بأنه قبل الصفقة كما هي، ولم ينص المشرع الفرنسي ولا الجزائري على ميعاد معين للاحتجاج، إلا أن السرعة التي يتصف بها المجال البورصي تفرض ميعاد قصير وعلى الزبون بمجرد تلقيه الإشعار بالتنفيذ وملاحظته لعدم مطابقته لتعليماته أن يحتج فوراً، فالسكوت يعد قرينة بسيطة على قبول تنفيذ الصفقة البورصية ولا تؤدي إلى عدم قبول الدعوى القضائية، بإمكان الزبون الرجوع على من نفذ العمليات على أساس أن التنفيذ لم يكن مطابقاً لأوامره<sup>46</sup>.

### 2.1.2. التزام مسير حافظة القيم المنقولة بردها إلى الزبون

تقضي القواعد العامة بضرورة أن يلتزم الوكيل برد ما لديه للموكل<sup>47</sup>، وبذلك فعلى الوسيط رد القيم المنقولة الموجودة بحوزته إلى الزبون بالإضافة إلى كل الفوائد التي قد تنتج عن ما يكلفه به زبونه من تقاضي الأرباح الناتجة عن الأسهم أو الفوائد الناتجة عن السندات المكونة لحافظة القيم المنقولة، ونظراً لكون هذه العملية مادية بحتة فإن الالتزام بها يكيف على أنه التزام بتحقيق نتيجة، ويؤدي الوسيط هذا الالتزام بمجرد مطالبة الزبون به، وفقاً لما تقتضي المادة 494 من القانون المدني.

### 3.1.2. التزام مسير حافظة القيم المنقولة بتسييرها وفقاً لمقتضيات عقد التسيير

الوسيط ملزم بالسعي إلى تحقيق الصفقة البورصية، ولا يهم إن كان هذا السعي من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق الصفقة أم لا، فما عليه إلا أن ينفذ التزاماته وفقاً لما يقره القانون والتنظيم، وإذا تعذر عليه التنفيذ لعدم توافر الشروط أو بسبب إلغاء الصفقة، فلا تترتب عليه مسؤولية إلا في حدود التزامه ببذل عناية، إلا أن التزامه ببذل عناية هو التزام مشدد نظراً لكونه محترفاً ومحتكراً لنشاط البورصة، فعليه أن يمتثل بدقة لأعمال التسيير المحددة في العقد بما فيها أعمال الإدارة والتصرف، وأن لا يستعملها لأغراض غير تلك المحددة في العقد<sup>48</sup>، وعليه عند تنفيذ مهامه أن يبذل العناية اللازمة التي تتوافق ومصالح زبونه، وتقديم مصالح زبونه على مصالحه الشخصية تحقيقاً لمبدأ الأمانة، وهو ما جاءت به المادة 533-4 من قانون النقد والمال الفرنسي والتي تنص على أن الوسطاء الماليين ملزمين بتنفيذ مهامهم بالإختصاص والعناية والأمانة التي تفرضها مصالح عملائهم. فالمسير الذي يقوم بإدارة حافظة القيم المنقولة نيابة عن زبائنه ملزم ببذل العناية اليقظة لإدارة الحافظة والتي لا تكفل بالضرورة الوصول إلى زيادة أصول الحافظة أو ارتفاع العائد، لأن ذلك مرهون بعوامل متعددة خارجة عن سيطرة المسير، ويعتمد تحديد مدى بذله للعناية اللازمة من خلال مقارنة النتائج التي حققها المسير مع النتائج التي كان يمكن أن يحققها مسيرين آخرين في مثل ظروفه<sup>49</sup>.

وقد تظهر حالات تتعارض فيها مصالح الزبون مع مصالح الوسيط المسير أو أحد موظفيه أو زبائن آخرين لدى نفس هذا الوسيط فهنا ألزم المشرع الجزائري هذا الوسيط بالتأكد من وضع وسائل وقائية تكشف على تضارب المصالح تناسيبا مع حجم النشاطات والأخطار المؤكدة<sup>50</sup>، كما يجب على الوسيط الذي يسير حافطات القيم المنقولة لحسابه الخاص أو لحساب مساهميه أو حساب موظفيه، أن يكون له قسم منفصل عن نشاط تسيير الحافطات لحساب الغير<sup>51</sup>.

الملاحظ أن المشرع الجزائري على خلاف التشريعات المقارنة قد اختار طريقة واحدة لضمان الكشف عن حالات تضارب مصالح الزبون مع الوسيط المسير وهو اتخاذ تقنيات تسمح بكشف هذا التضارب وإيجاد قسم خاص بتسيير حافطات الغير، بينما هناك عدة طرق يمكن من خلالها ضمان تنفيذ المسير لالتزاماته اتجاه الزبون دون تضارب لمصالحهما، ففي حالة تعاقد الوسيط مع نفسه أو لصالح زبون آخر لديه ألزم القانون الفرنسي هذا الوسيط بضرورة إعلام زبونه بأنه طرفا في العملية، وهو ما يضمن للزبون عدم قيام الوسيط بترجيح مصلحته الشخصية أو مصلحة زبون آخر عليه<sup>52</sup>، متبعا بذلك قاعدة الشفافية.

## 2.2. حقوق الوسيط مسير حافطة القيم المنقولة

بالمقابل يحق لمسير حافطة القيم المنقولة أن يستلم العمولة المتفق عليها مع الزبون صاحب الحافطة كمقابل لما قام به من أعمال مادية وتصرفات قانونية لصالحه، وقد أكد المشرع على هذا الحق في أكثر من مرة، وشدد على ضرورة إدراج وتحديد أجرة المسير في عقد التسيير وفقا لنص المادة 23 من نظام اللجنة رقم 01-15، ويتم دفع العمولة بعد تنفيذ الصفقة لأن تحديدها لا يتم إلا بعد تنفيذها، بالإضافة إلى حق المسير في الحصول على تعويض عن المصاريف التي قد ينفقها بمناسبة أدائه لعملية التسيير وعن الأضرار التي قد تصيبه من جراء ذلك<sup>53</sup>، ويدخل في المصاريف الواجب ردها ثمن السندات التي اشتراها الوسيط لحساب الزبون إذا لم يشترط منه التغطية المسبقة وقام بتسديد ثمنها من ماله الخاص، والتزام الزبون بدفع العمولة ورد المصروفات مستحق مهما كانت نتيجة الصفقة، ذلك أن الوسيط ملزم ببذل عناية، فحتى وإن كانت الصفقة خاسرة فلا يمكن للزبون الاحتجاج بذلك ليعفى من دفع العمولة إلا إذا أثبت خطأ الوسيط، وللوسيط ضمان استيفاء عمولته من خلال حقه في حبس القيم المنقولة والأموال التي بحوزته<sup>54</sup> حتى يستوفي من ثمنها في حالة بيعها المصاريف التي أنفقها ويأتي في المرتبة الثالثة بعد المصاريف القضائية والمبالغ المستحقة للخزينة العمومية.

بالإضافة إلى هذه الحقوق المألوفة في عقد الوكالة يحق للمسير أيضا باشتراط تغطية الصفقات مسبقا<sup>55</sup>، وهي عملية تتمثل في وضع الزبون تحت يد الوسيط المسير المبالغ المالية والسندات قبل تنفيذ الصفقة البورصية، بحيث يضمن الوسيط أن ينفذ الزبون كافة التزاماته الناتجة عن عقد تسيير الحافطة.

## الخاتمة

تبين من خلال هذه الدراسة أن عقد تسيير حافطة القيم المنقولة عقد خاص، يخضع لمبادئ أحكام عقد الوكالة، وباعتبار هذه الأخيرة غير كافية وغير صالحة لتجسيد الأهداف المرجوة من سوق البورصة، فهي تخضع إلى أحكام الأعراف والقوانين المهنية المنظمة للبورصة، ويحدد هذا العقد المعاملات والأدوات المالية التي يترك القرار بشأنها لاختيار مدير المحفظة وتلك التي يحتفظ بها لصالح صاحب المحفظة، فالزبون له أن يعطي لمسير المحفظة كامل الحرية في إدارتها، بحيث يضع المسير خطة إجمالية للاستثمار تحقق له التوازن والتي يتم تحديدها في عقد التسيير، وقد يترك الزبون بعض الحالات التي يتدخل فيها، ومنه فإن صلاحيات مدير المحفظة تتفاوت وفقا لشروط العقد المبرم بينه وبين الزبون.

وبعد هذه الدراسة توصلنا إلى مجموعة من النتائج سنبينها فيما يلي:

### أولاً: النتائج

- عقد تسيير حافطة القيم المنقولة عقد تجاري رضائي، وإن كانت معظم التشريعات اشترطت الكتابة إلا أن هذا الشرط لا يعد شرطاً للانعقاد وإنما مجرد شرط للثبات يساعد في تنفيذ العقد.
- يتضمن عقد تسيير حافطة القيم المنقولة على أحكام عقد الوكالة، غير أن هذه الأخيرة تتعارض مع مقتضيات سوق القيم المنقولة خاصة أن المسير يتمتع باستقلالية كبيرة وسلطة تقديرية لإجراء تصرفات مادية وقانونية على أدوات الحافطة دون الرجوع إلى زبونه وهذه الخصائص لا تستوعبها أحكام الوكالة، وهو ما دفع المشرع الجزائري على غرار التشريعات المقارنة للعمل على وضع ضوابط مهنية محددة تتعلق بهذا العقد ضمن القواعد القانونية للبورصة واللوائح المنظمة لها، وذلك بهدف زيادة الرقابة وتوفير حماية أكثر للمستثمرين المتعاملين بهذه الآلية، نظراً لحساسيتها ومخاطرها التي قد تسبب فقدان كامل المدخرات.
- ينفرد عقد تسيير حافطة القيم المنقولة عن النشاطات التجارية المعتادة بعدة مميزات كخاصية احتكار نشاط التسيير وحظر مزاوله أنشطة موازية، وضمان تنفيذ الصفقات المتعلقة بحافطة القيم المنقولة.
- يترتب على الطبيعة الخاصة لعقد التسيير نشوء التزامات على عاتق الوسيط مصدرها الممارسة والأحكام والأعراف المهنية، وهي التزامات تساهم في تحقيق حماية للزبون كالتزام بالاعلام وذلك بتزويد الزبون بالمعلومات الضرورية والكافية حول العمليات الاستثمارية المتعلقة بحافطته قبل وخلال تنفيذ العقد، وموافاته بتقارير دورية وإشعارات بالتنفيذ عن هذه العمليات، كما تساهم في الحفاظ على حسن سير السوق المالية من خلال ضمان أمن الصفقات البورصية وضمان حقوق الوسطاء في مواجهة زبائنهم الذين يلتزمون بالتغطية.
- إن تنفيذ مسار الحافطة لالتزاماته اتجاه الزبون صاحب الحافطة هو التزام ببذل العناية اللازمة، إذ يلزم ببذل العناية والأمانة التي تفرضها عليه مصالح زبونه، ومؤدى ذلك أن يمثل بدقة لتوكيل التسيير الذي وقع عليه وأن لا يستعمله لأغراض أخرى غير تلك المحددة في العقد، بأفضل تنفيذ ممكن، ولا يعني ذلك بالضرورة أن تحقق الحافطة العوائد المتوقعة إذ تحقيق ذلك يعتمد على عدة عوامل اقتصادية وسياسية واجتماعية... التي

تؤثر في سوق القيم المنقولة، والتي لا يمكن للوسيط توقعها أو التدخل فيها، وبالتالي يكفي أن يبذل كل ما يمكن أن يبذله باقي الوسطاء في مثل ظروفه.

### ثانياً: التوصيات

- على المشرع الجزائري عدم الاكتفاء بالقواعد العامة للوكالة، وتفصيل النصوص المهنية المتعلقة بعقد تسيير حافظة القيم المنقولة، عليه التأكيد على ضرورة أن ينص الاتفاق بين الطرفين على أمور عديدة من بينها تحديد الهدف من الإدارة، وتحديد مواعيد وطرق إخطار الزبون، ونطاق الوكالة المعطاة لمدير المحفظة بالإضافة لتحديد قدرات الزبون على تحمل المخاطر ورغباته.

- وعليه أن يحذو حذو المشرع الفرنسي بالنص صراحة على أن التزام الوسيط في تسيير حافظة القيم المنقولة التزام ببذل عناية الرجل الحريص في تنفيذ التزاماته المترتبة على هذا العقد والمتمثلة بأفضل تنفيذ ممكن باعتبار الوسيط مهني متخصص، أخذاً في عين الاعتبار القرارات التي تتلاءم مع حاجات الزبون وصفته وحالة السوق المالية، لتوفير حماية أكبر لهذا الزبون صاحب الحافظة، مقتدياً أيضاً بالمشرع الأردني الذي أكد على ذلك من خلال المادة (7) من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية لسنة 2005.

- تتعارض خصائص شركات التضامن مع مقتضيات الوساطة في سوق القيم المنقولة، لذا على المشرع الجزائري أن يستثني هذه الشركات صراحة ويرخص فقط لشركات الأموال بمزاولة نشاط الوساطة، مقتدياً بالمشرع المصري الذي تقادى مثل هذا التعارض وفقاً لنص المادة 29 من قانون سوق رأس المال المصري.

- تتخذ حالات تعارض مصالح الزبون مع الوسيط مسير محفظته المالية عدة صور ولذا وجب على المشرع الجزائري ولتجنب هذا التعارض في المصالح أن يتخذ عدة طرق وإجراءات قانونية تحمي الزبون وتجعل العملية تجري بكل حيادية وأمانة، من خلال النص على ضرورة أن يعلم الوسيط المسير زبونه في حالة دخوله كطرف مقابل في عملية تخص محفظته، سواء لمصلحته أو لمصلحة زبون آخر لديه أو لمصلحة أحد موظفيه، منع الوسيط من إجراء عمليات مباشرة بين حسابات زبائنه، ويفرض على الوسيط تنفيذ العمليات لصالح زبونه وفقاً لمبادئ الشفافية والحياد.

### الهوامش

<sup>1</sup> يعتبر المحلل الأمريكي ماركويتز (Harry markowitz) أول من كتب عن المحافظ الاستثمارية في مقاله "portfolio selection" اختيار المحفظة سنة 1952، ثم جاء بعده عدد من الدارسين والمحللين أمثال coren و sharp، أنظر: غازي المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، الطبعة الأولى، دار المنهاج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 18.

<sup>2</sup> طاهر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1997، ص 75.

<sup>3</sup> قاعدة التشريعات العراقية، قانون الاستثمار رقم 13 لسنة 2006 المعدل بالقانون رقم (2) لسنة 2010 والقانون رقم (50) لسنة

- <sup>4</sup> حاتم مولود، النظام القانوني لتسيير محفظة القيم المنقولة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2019، ص 18.
- <sup>5</sup> رولا سلامة، رشا خطاب، الماهية القانونية لعقد إدارة الاستثمار في سوق عمان المالي، مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، المجلد 41، العدد 2، 2014، ص 1474.
- <sup>6</sup> القانون رقم 04-03 مؤرخ في 17 فبراير سنة 2003، يعدل و يتم المرسوم التشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج. ر العدد 11 المؤرخ في 19 فبراير 2003.
- <sup>7</sup> المرسوم التشريعي رقم 93-10، مؤرخ في 23 مايو 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج.ر العدد 34 مؤرخ 23 مايو 1993.
- <sup>8</sup> نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 15-01، مؤرخ في 15 أبريل 2015، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم و مراقبتهم، ج.ر العدد 55، الصادرة في 21 أكتوبر 2015.
- <sup>9</sup> - Article D321-1 du Code monétaire et financier , Modifié par Décret n°2017-1324 du 6 septembre 2017 - art. 3 ; Par méthode, l'expression « instruments financiers » désigne dans ce document les instruments financiers au sens de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier et les unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement. 2 Sous réserve des dispositions de l'article L. 531-2 du code monétaire et financier .
- <sup>10</sup> Article 23 , Loi N° 89/561 du 02 Août 1989, J.O.f du 4 Août 1989, Relative a la sécurité et a la transparence du marché financier, - publier sur le lien : [https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000322093]
- وقد حدد المشرع الفرنسي الشروط الواجب توفرها في شركات إدارة المحافظ وتتمثل في :أن يكون لديها مكتبها المسجل وإدارتها في فرنسا، لها رأس مال أولي كاف وكذلك موارد مالية مناسبة وكافية، أن تقدم هوية المساهمين وحاملي الأسهم، بشكل مباشر أو غير مباشر، سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو اعتباريين، وتحدد مقدار حيازتهم، وتقوم هيئة سوق الأوراق المالية بتقييم جودة هؤلاء المساهمين فيما يتعلق بالحاجة إلى ضمان إدارة سليمة وحكيمة، تدار هذه الشركة من قبل شخصين على الأقل يتمتعان بالسمعة الحسنة والخبرة الكافية لمنصبهما، من أجل ضمان إدارتهما السليمة والحصيفة، تحدد اللوائح العامة للهيئة الشروط التي يمكن بموجبها إدارة شركة إدارة المحافظ، عن طريق الاستثناء وبشكل فعال من قبل شخص واحد ويحدد الإجراءات التي يجب إتخاذها لضمان الإدارة السليمة والحكيمة للشركة المعنية، أن يكون لديها برنامج لكل نشاط أو خدمة تنوي القيام بها أو توفرها، والذي يحدد الشروط التي يخطط بموجبها لممارسة إدارة الاستثمارات الجماعية وتقديم خدمات الاستثمار التي تمت الموافقة عليها، ويشير إلى نوع العمليات المتوخاة وهيكل تنظيمها، ينضم إلى آلية ضمان الأوراق المالية التي يديرها صندوق ضمان الابداع والتسوية وفقا للمواد 5-322. لـ 10-322. أنظر :
- Article L532-9 DU Code monétaire et financier 2019Modifié par LOI n° 2019-486 du 22 mai 2019 - art. 206 (V).
- <sup>11</sup> رولا نائل، رشا خطاب، مرجع سبق ذكره، ص1475.
- <sup>12</sup> Article 11 du RÈGLEMENT N° 96-02 sur les prestataires de service d'investissement effectuant une activité de gestion de portefeuille pour le compte de tiers Homologué par arrêté du 24 décembre 1996 paru au Journal officiel du 29 décembre 1996 Modifié par le règlement n° 99-03 de la Commission.
- <sup>13</sup> المادة 02 من الأمر رقم 75-59 مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري، ج. ر العدد 101 الصادر بتاريخ 19 ديسمبر 1975، معدل و متمم.
- <sup>14</sup> المادة 04 من القانون رقم 04-03 يعدل و يتم المرسوم التشريعي رقم 93-10 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، والتي نصت على تعديل الأشخاص المخول لهم ممارسة نشاط الوساطة في البورصة، حيث حرمت الأشخاص الطبيعيين من مزاوله هذا النشاط وحصرته في الأشخاص الاعتباريين.

<sup>15</sup> النظام رقم 97-05 المؤرخ في 25 نوفمبر 1997، المتعلق باتفاقية الحساب بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم، الصادر بموجب قرار مصادقة وزير المالية، المؤرخ في 06 ديسمبر 1997، ج.ر. العدد 87 الصادر بتاريخ 29 ديسمبر 1997، ص 27.

<sup>16</sup> Instruction-Position-Recommandation AMF DOC- 2019-12 – Obligations professionnelles des prestataires de services d'investissement à l'égard des clients non professionnels en matière de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, créé le 18 octobre 2019, modifié le 17 juillet 2020.

<sup>17</sup> حاتم مولود، مرجع سبق ذكره، ص 39.

<sup>18</sup> طارق صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال -وفقا للنظام السعودي-، الطبعة الأولى، دار الوليد للنشر والتوزيع، 2015، ص 102.

<sup>19</sup> المادتين 110 و 112 من الأمر 75-58 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 الموافق 20 رمضان 1395، يتضمن القانون المدني، ج.ر. العدد 78 الصادرة في 24 رمضان 1395 الموافق 30 سبتمبر 1975، ص 996.

<sup>20</sup> الفقرة 4 المادة 19 من النظام رقم 96-03، واشترط المشرع الفرنسي أن يحتوي عقد وكالة بيانات محددة أهمها : أهداف التسيير، أنواع الأدوات المالية محل التسيير، كيفية إعلام الموكل حول تسيير المحفظة، مدة الوكالة وشروط التجديد الضمني، كيفية وشروط دفع أجرة الوكيل، أنظر الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية الفرنسية . [https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/supports-dinvestissement/mandat-de-gestion]

<sup>21</sup> المادة 23 من النظام رقم 15-01، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، مرجع سبق ذكره.

<sup>22</sup> تنص المادة 580 من الأمر 75-58 المتضمن القانون المدني " إذا أناب الوكيل عنه غيره في تنفيذ الوكالة دون أن يكون مرخصا في ذلك كان مسؤولا عما فعل النائب كما لو كان هذا العمل قد صدر منه هو ويكون الوكيل ونائبه في هذه الحالة متضامنين في المسؤولية .

أما إذا رخص للوكيل في إقامة نائب عنه دون أن يعين شخص النائب فإن الوكيل لا يكون مسؤولا إلا عن خطئه في اختيار نائبه أو خطئه فيما أصدره له من تعليمات .

ويجوز في الحالتين السابقتين للموكل ونائب الوكيل أن يرجع كل منهما مباشرة على الآخر " .

<sup>23</sup> وقد أكد المشرع الفرنسي في المادة 312-3 من اللائحة العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية على أن مزود خدمات الاستثمار يضمن أن الأشخاص الطبيعيين الذين يتصرفون نيابة عنه لديهم الحد الأدنى من المؤهلات بالإضافة إلى مستوى كاف من المعرفة.

<sup>24</sup> المادة 05 من المرسوم التنفيذي رقم 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سبق ذكره.

<sup>25</sup> L'article L532-10 du code monétaire et financier ;op.cit.

<sup>26</sup> المادة 24 من النظام 15-01، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، مرجع سبق ذكره.

<sup>27</sup> المادة 04 من القانون 03-04، يعدل و يتم المرسوم التشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سبق ذكره.

<sup>28</sup> المادة 64 من المرسوم التشريعي رقم 93/10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سبق ذكره.

<sup>29</sup> المادة 65 من المرسوم التشريعي رقم 93/10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سبق ذكره، وكذا المادة 54 من النظام 01/15، متعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، مرجع سبق ذكره.

<sup>30</sup> المادة 571، من الأمر 58-75 المتضمن القانون المدني، مرجع سبق ذكره.

<sup>31</sup> Art 99 du la loi N° 84-46 du 24 Janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit. - Publier sur Le lien :[ <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000504724>]

<sup>32</sup> - Art 38, du la loi N° 92-665, du 16 juillet 1992, portant adaptation au marché unique européen de la législation applicable en matière d'assurance et de crédit, JORF du 17 Juillet 1992.- Publier sur le lien : [ <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=LEGITEXT000006079485>]

<sup>33</sup> -l'article 312/3 du règlement général qui dispose « exerce une activité de gestion de portefeuille pour le compte de trière k tout prestataire de placement collectif en valeur mobilière, ou de manière discrétionnaire et individualisée ; des portefeuilles d'instruments financiers au sens de l'article 211/1 du code monétaire et financière, dans le cadre d'un mandat donné par le client.

<sup>34</sup> لم يتعرض المشرع لعقد الوكالة بالعمولة، واكتفى بتنظيم عقد الوكالة بالعمولة للنقل (الأشخاص و الأشياء) في نص المادة 56 من الأمر رقم 59-75 المتضمن القانون التجاري، مرجع سبق ذكره.

<sup>35</sup> أحمد محمد لطفي، أعمال السمسار في بورصة الأوراق المالية، دار الفكر والقانون، المنصورة، 2013، ص44.

<sup>36</sup> حاتم مولود، مرجع سبق ذكره، ص 41.

<sup>37</sup> المادة 2 من النظام رقم 01-15، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، مرجع سبق ذكره.

<sup>38</sup> المادة 575 من الأمر 58-75 المتضمن القانون المدني، مرجع سبق ذكره.

<sup>39</sup> المادة 23 من نظام اللجنة رقم 01-15 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، مرجع سبق ذكره.

<sup>40</sup> قانون التجارة الأردني رقم 12 سنة 1966، ج.ر. عدد 1910، الصادرة في 30أفريل 1966.

<sup>41</sup> Frédérick Peltier, Marchés financiers et droits communs, banque éditeur, 1997, p74.

<sup>42</sup> Raymonde Crête, Marc Lacoursière, Cinthia Duclos, La rationalité du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de conseils financiers et de gestion de portefeuille, Revue générale de droit, volume 39, number 2, 2009, p559 .

<sup>43</sup> -Huber DEVAUPLANE et Jeun Pierre BORNET, Droit des Marchés financiers, édition LITEC, 1998, p837 et 838.

<sup>44</sup> Article L533-12 du Code monétaire et financier, Modifié par Ordonnance n°2021-1652 du 15 décembre 2021 - art. 7.

<sup>45</sup> الفقرة الثانية من المادة 13 المرسوم التشريعي رقم 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سبق ذكره.

<sup>46</sup> H.DEVAUPLANE et J .P.BORNET, Droit des Marchés financiers, op. cit, p 787.

<sup>47</sup> المادة 594 من الأمر 58-75 المتضمن القانون المدني، مرجع سبق ذكره.

<sup>48</sup> المادة 23 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-15، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، مرجع سبق ذكره.

<sup>49</sup> لافي درادكة ود، ليث الشيخ، مسؤولية الوسيط المالي في بورصة الأوراق المالية، مجلة أبحاث اليرموك، 2010، ص137.

<sup>50</sup> المادة 27 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-15، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، مرجع سبق ذكره.

<sup>51</sup> المادة 24 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-15، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، مرجع سبق ذكره.

<sup>52</sup> Article 321-49 du Règlement général de l'AMF, en vigueur au 03 janvier 2018.

<sup>53</sup> المادة 582 الأمر 58-75 المتضمن القانون المدني، مرجع سبق ذكره.

<sup>54</sup> المادة 200 الأمر 58-75 المتضمن القانون المدني، مرجع سبق ذكره.

<sup>55</sup> المادة 119 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، وهو ما أكدته المادة 9 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-02 المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، ج.ر العدد 73 الصادرة في 30 نوفمبر 2003.