

النظام القانوني للوساطة المالية في البورصة

The legal regulation of financial Mediation in the stock market



إلهام بـواري

طالبة باحثة بسلك الدكتوراه، كلية العلوم القانونية
والاقتصادية والاجتماعية جامعة مولاي إسماعيل مكناس

ملخص المقال باللغة العربية:

تعتبر البورصة إحدى المقومات الضرورية لبناء الاقتصاد الليبرالي القائم على نظام السوق، هكلقة من حلقات تطور النظام الاقتصادي لأي دولة ورهانا أساسيا لا يمكن التراجع عنه في ظل التكتلات الاقتصادية الإقليمية والدولية، ووعي المغرب بهذه الأهمية كان وراء عزمه تحديث واستكمال لبنات سوق رأس المال، وإصلاحها وتنظيمها ووضع الوسائل القانونية الكفيلة بحمايتها وتحقيق نمو لتكون محركا للإفلاحة الاقتصادية والاجتماعي، وأرضية لتفاعل والتقاء قوى الاستثمار المختلفة المعول عليه للسير نحو التنمية. وإذا كان الولوج إلى سوق البورصة عند ظهورها متاحا لجميع الأفراد دون قيد أو شرط، حيث كان التعامل يتم مباشرة بين أفراد يعرفون بعضهم البعض، فإن تطور عمليات البورصة وتزايد الإقبال عليها، وما يقتضيه من شفافية المعاملات وسلامة السوق، قد فرض على جل التشريعات هجر نظام السوق المفتوحة وحصر الولوج إلى سوق البورصة على طائفة من المؤسسات والأشخاص المؤهلين تتطلب فيهم الملاءة والخبرة والدراية الكافية بتقنيات التعامل في البورصة، والخضوع للالتزامات وأخلاقيات وأعراف مهنية تحكم مهامهم، يطلق عليهم وسطاء البورصة أو شركات البورصة، والذين عهد لهم بالوساطة بين المدخرين وطالبي التمويل سواء أكانوا مقاولات أو مؤسسات عمومية أو حتى الدولة نفسها.

وبذلك حتمت فكرة استثمارهم بالتوسط في إبرام المعاملات داخل البورصة تشديد الأحكام المنظمة لاعتمادهم ونشاطهم وكذا رقابتهم بل وحتى تصفيتهم، بهدف من جهة حماية المستثمرين من المضاربات غير المشروعة، ومن جهة ثانية ضمان سلامة وشفافية المعاملات داخل سوق البورصة وتعزيز الثقة فيها.

الكلمات المفتاحية باللغة العربية:

سوق البورصة . الوساطة المالية . شركات البورصة . حماية الادخار . أمن البورصة . الهيئة المغربية لسوق الرساميل .

Summary of the article in English:

The stock market is considered as one of the necessary elements for building a liberal economy based on the market system, and a link in the development of the economic system of any country and a basic bet that cannot be undone in light of the regional and international economic blocs.

This importance necessitates the intervention of Moroccan legislator to organize and establish legal mechanisms that ensure its protection and foster its growth. This is crucial to serve as an engine for economic and social advancement, as well as a platform for interaction and convergence of the various investment entities that are relied upon to move towards development.

Initially, when the stock market appeared, it was accessible to all individuals without any restrictions or conditions. Transactions took place directly between individuals who were acquainted

with each other. However, as stock exchange operations evolved and the demand for it increased, it became necessary to enforce transparency and ensure market stability. Consequently, many legislations shifted away from the open market system and imposed restrictions on stock market access.

This access became limited to qualified institutions and individuals who possess solvency, experience, and sufficient knowledge of stock exchange practices. Additionally, they must adhere to obligations, ethics, and professional standards that govern their responsibilities. These qualified entities, known as stockbrokers or stock exchange companies, play the crucial role of intermediaries between savers and financing seekers, facilitating contracts between individuals, companies, public institutions, or even the state itself.

Thus, the idea of their monopoly in mediating the conclusion of transactions within the stock exchange necessitated the tightening of the provisions regulating their approval and activity as well as their supervision and even their liquidation, with the aim of protecting investors from illegal speculation on the one hand, and ensuring the integrity and transparency of transactions within the stock market and enhancing confidence in them on the other hand.

Key words:

Stock market - financial mediation - stock companies -Savings protection -stock market security- Moroccan Capital Market Authority.

لقد أضحت بورصات القيم المنقولة قطبا أساسيا في الأسواق المالية، وغدت بمثابة المرآة التي تعكس كافة المؤثرات والسياسات الاقتصادية القائمة في بلد معين والعمود الفقري لسوق الرأسمال وركيزة أساسية في مسلسل صنع التنمية لارتباطها بالمصادر التمويلية والاستثمارية في الوقت الراهن. وانطلاقا من كون المبدأ العام المتحكم في سوق البورصة¹ هو كونها سوقا مفتوحة في وجه الجميع، فقد وضع المشرع المغربي هياكل وآليات قانونية هدفها حماية الادخار والأموال الموظفة في سوق البورصة من طرف الخواص والعموم، من خلال فرض نظام للوساطة المالية، مراعى فيه ما يتمتع به السوق من تقنيات يصعب على الأفراد العاديين إدراكها، مسندا المهمة إلى أجهزة تقوم بالوساطة بين الأطراف المتقابلة في عملية التداول، تتمتع بنوع من الخبرة والدقة لضمان حماية الادخار، مادام ارتفاع عدد الشركات الطامحة للدخول إلى سوق البورصة قد يخلق فوضى داخل السوق المالي ويفقدها الفعالية والنجاعة المطلوبة²، فأمن بورصة القيم وأمن المستثمرين فيها يمر دونما شك عبر الاطمئنان إلى التعامل مع وسطاء مرخصين ومقيدين بضوابط عمل صارمة تحصن المستثمرين من المخاطر.

وعلى هذا الأساس تدخل المشرع المغربي لوضع نظام خاص بالوساطة في عمليات تداول الأوراق المالية بين الأطراف وتنفيذ أوامرهم سواء أكانوا مشترين أو بائعين، وعرف الوسطاء الماليين في المادة الثانية من القانون رقم 44.12 المتعلق بدعوة الجمهور إلى الاكتتاب وبالمعلومات المطلوبة إلى الأشخاص المعنوية والهيئات التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها أو سنداتها³ بكونهم شركات البورصة والأبنك ومقاولات التأمين وإعادة التأمين وأي مؤسسة أخرى يكون غرضها توظيف الأموال أو الإرشاد في المجال المالي وتحدد قائمتها من طرف الإدارة بناء على اقتراح من مجلس القيم المنقولة.

وقد كانت بداية التنظيم القانوني لعملية الوساطة في البورصة بموجب الظهير الشريف بمثابة قانون رقم 1.93.211 الصادر سنة 1993 المتعلق ببورصة القيم، حيث تم إحداث شركات متخصصة للقيام بمهمة الوساطة بالبورصة أطلق عليها اسم شركات البورصة، والتي احتكرت لوحدها التوسط في إبرام المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة في جدول أسعار بورصة القيم. لذا عمل المشرع على تنظيمها

1 - ذهب المشرع المغربي إلى اعتبار البورصة سوقا منظمة، إذ عرفها بكونها: "سوق أدوات مالية محدثة بموجب قانون، تسهر على تدبيرها مؤسسة تسهل أو تضمن السير المنظم والشفاف لتداولات الأدوات المالية، ويجب أن تحدد قواعد هذه السوق على الخصوص شروط إدراج الأدوات المالية وتسعيرها والتشطيب عليها، والأحكام المتعلقة بتنظيم شروط توقيف تداولها وكذا القواعد المتعلقة بتسجيل التداولات المذكورة وإشهارها". المادة الأولى من القانون رقم 19.14 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي، الصادر بتنفيذه الظهير الشريف رقم 1.16.151 الصادر في 21 ذي القعدة 1437/25 غشت 2016، الجريدة الرسمية عدد 6501 بتاريخ 19 شتنبر 2016.

2 - محمد أطويف "الموجز في الأسواق المالية"، الطبعة الأولى، مطبعة المعرفة، مراكش، سنة 2019، ص 132.

3 - ظهير شريف رقم 1.12.55 صادر في 14 من صفر 1434/28 ديسمبر 2012 بتنفيذ القانون رقم 44.12 المتعلق بدعوة الجمهور إلى الاكتتاب والمعلومات المطلوبة إلى الأشخاص المعنوية والهيئات التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها وسنداتها، منشور بالجريدة الرسمية عدد 6120 بتاريخ 12 ربيع الأول 1434/24 يناير 2013، ص 1400.

بشكل يضمن فعاليتها في قيامها بدور الوساطة، كما فرض جزاءات تأديبية وجنائية حالة مخالفتها للقوانين المعمول بها. وهكذا شكل قانون البورصة لسنة 1993 المصدر القانوني الأول للقواعد المنظمة للوساطة المالية في البورصة، لاسيما تلك الكفيلة بإحاطة مزاوله مهنة الوساطة بالضمانات الكافية لحماية المصالح المرتبطة بعملية الوساطة. وهي نفس مقتضيات التي كرسها القانون رقم 52.01 لسنة 2004¹، الذي فعل الدور المنوط بشركات البورصة وأضاف لها مهام جديدة. ليلها القانون رقم 19.14 المتعلق بورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي الذي أكد وحصر مهمة الوساطة داخل السوق المالي على شركات البورصة المحدثة في شكل شركة مساهمة والموجود مقرها الاجتماعي بالمغرب والتي يكون نشاطها الأساسي تنفيذ المعاملات المتعلقة بالأدوات المالية.

وانطلاقا من الاهتمام التاريخي للمشرع بضبط أحكام الوساطة المالية في سوق البورصة، يظهر أن هذا الموضوع يثير أهمية مزدوجة. فعلى المستوى النظري وكما هو معلوم فإن نضوج أي بحث علمي يقاس بأهمية الموضوع الذي يعالجه، وأهمية النظام القانوني للوساطة المالية في البورصة تبرز في قلة الدراسات والأبحاث التي تناولته، مما يجعله جديرا بالبحث والتنقيب عن أهم الإشكالات التي يطرحها لاسيما في ظل اهتمام مختلف الفاعلين القانونيين والاقتصاديين بالأسواق المالية، هذا الاهتمام الذي ترجم في العقدين الأخيرين من خلال كثرة النصوص القانونية المتعلقة بالسوق المالية وتنظيم مختلف المتدخلين بها. أما من الناحية العملية فأهميته تنبثق عن أهمية السوق المالية نفسها بالنسبة للمغرب كرهان أساسي لا يمكن التراجع عنه في ظل التكتلات الاقتصادية الجهوية والدولية التي تقوم على اقتصاد السوق وفعالية الرأسمال، لاسيما في ظل الأزمات المالية المتتالية التي عصفت بالأسواق المالية العالمية واستدعت تخليقها وضبط تدخل الفاعلين فيها من مضاربين ووسطاء وغيرهم.

هذا الموضوع على أهميته يطرح مجموعة من المشاكل الفرعية من قبيل: ما شروط اكتساب صفة وسيط مالي داخل سوق البورصة؟ وهل يخضع تأسيس واعتماد شركات البورصة باعتبارها وسيطا ماليا للقواعد العامة الواردة في القانون رقم 17.95 المتعلق بشركات المساهمة، أم هناك قواعد خاصة تؤطر هذا النوع من الشركات؟ ثم أي تكييف لعقد الوساطة المالية في بورصة القيم؟ أي التزامات يربتها هذا العقد وأي مسؤولية قد يثيرها؟ وما طبيعة الرقابة المفروضة على ممارسة الوساطة في سوق البورصة؟ هذه المشاكل ترتب عنها إشكالية محورية مفادها: ما مدى فعالية النظام القانوني لعملية الوساطة المالية في حماية الادخار وطمأنة المستثمرين في بورصة القيم؟.

1- الظهير الشريف رقم 1.04.18 الصادر في فاتح ربيع الأول 1425 / الموافق ل 21 أبريل 2004، بتنفيذ القانون رقم 52.01 القاضي بتغيير وتتميم الظهير الشريف المعتبر بمثابة قانون رقم 1.93.211 الصادر بتاريخ 21 شتنبر 1993 المتعلق ببورصة القيم، الجريدة الرسمية عدد 5207، ص 1844.

وكفرضية لهذا البحث يتعين بحث أحكام اكتساب صفة وسيط مالي في سوق البورصة، ثم تحديد مهام الوسيطاء في سوق البورصة ومسؤوليتهم ثم الرقابة المفروضة عليهم، وذلك وفق التصميم التالي:

أولا - أحكام اكتساب صفة وسيط مالي في سوق البورصة.

ثانيا - ممارسة مهنة الوساطة في سوق البورصة والرقابة عليها.

أولا - أحكام اكتساب صفة وسيط مالي في سوق البورصة

بموجب ظهير 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، تم احداث شركات متخصصة للقيام بمهام الوساطة بالبورصة، أطلق عليها اسم شركات البورصة احتكرت وحدها مهام التوسط في ابرام المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة المقيدة في جدول أسعار القيم المنقولة. وعمل المشرع على تنظيمها بشكل يضمن فعاليتها وقيامها بالدور المنوط بها وضمان سلامة المعاملات وحماية الادخار الموظف في القيم المنقولة، وأخضعها لشروط لا يمكن وصفها الا بأنها صارمة، فلا تمارس شركة الوساطة المهام المنوطة بها الا بعد حصولها على الاعتماد من قبل لجنة الاعتماد التابعة للهيئة المغربية لسوق الرساميل، ولا تعتمد كشركات للبورصة الا الشركة التي تتخذ شكل شركة مساهمة يوجد مقرها الاجتماعي بالمغرب¹ والتي يكون نشاطها الأساسي هو تنفيذ المعاملات المتعلقة بالأدوات المالية.

أ: أحكام تأسيس شركات البورصة

حصر المشرع المغربي بموجب القانون 19.14 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي ممارسة مهمة الوساطة داخل السوق المالي في شركات البورصة المحدثة في شكل شركات مساهمة والموجود مقرها الاجتماعي بالمغرب والتي يكون نشاطها الأساسي تنفيذ المعاملات المتعلقة بالأدوات المالية.

1: الشكل القانوني لشركات البورصة

تنص المادة 39 من القانون رقم 14.19 في فقرتها الخامسة على أنه لا تعتمد باعتبارها شركات للبورصة إلا الشركات المحدثة في شكل شركة مساهمة التي يكون مقرها الاجتماعي بالمغرب، مما يعني إحداث القطيعة مع نظام الوسيط الفرد، وبالرجوع إلى القانون 95-17² المتعلق بشركات المساهمة نجد

1 - بهذا الخصوص صدر قرار لوزير الاقتصاد والمالية رقم 401.18 الصادر في 4 يونيو 2018 يتعلق بتحديد المعايير الواجب استيفؤها من قبل الوسيطاء الماليين، المنشور بالجريدة الرسمية عدد 6685 بتاريخ 25 يونيو 2018، ص 4056، ونص في مادته الأولى على أنه "...تحدد المعايير التي يجب استيفؤها من قبل أي شركة يكون غرضها الأساسي توظيف الأموال والإرشاد في المجال المالي كما يلي:

- أن يكون مقرها الاجتماعي في المغرب،
- أن تكون الوسائل المالية والتنظيمية والبشرية التي تتوفر عليها متلائمة مع النشاط المزمع القيام به،
- أن يكون رأس مالها الاجتماعي محمرا بالكامل،
- أن تكون مسجلة لدى الهيئة المغربية لسوق الرساميل حسب الكيفيات التي تحددها.

2 - ظهير شريف رقم 1.96.124 صادر في 14 من ربيع الآخر 1417 (30 أغسطس 1996) بتنفيذ القانون رقم 17.95 المتعلق بشركات المساهمة، الجريدة الرسمية عدد 4422 بتاريخ 4 جمادى الآخرة 1417 (17 أكتوبر 1996)، ص 2320.

المادة الأولى منه تعرف شركة المساهمة بكونها: "شركة تجارية بحسب شكلها وكيفما كان غرضها، يقسم رأس مالها إلى أسهم قابلة للتداول ممثلة لحصص نقدية أو عينية دون أية حصة صناعية. ويجب أن تتضمن العدد الكافي من المساهمين الذي يمكنها من تحقيق غرضها وتسييرها ورقابتها على ألا يقل عدد المساهمين عن خمسة لا يتحملون أية خسارة إلا في حدود حصصهم، ودون أن تزداد أعباءهم إلا برضاهم". وهو اختيار موفق للمشرع باعتبار شركات المساهمة الإطار القانوني الأكثر تشويقاً للباحثين في مجال المال والأعمال، ولما تمتاز به من قواعد وأحكام تروم تأطير وهيكله المقاولات الاقتصادية بما يتماشى وتطلعات الرأسمالية التجارية والمالية، ناهيك عن اعتمادها على الشفافية والمقاربة الديمقراطية في التدبير والحكماء، الشيء الذي يخدم مصالح المتثمرين إليها والمتعاملين معها على حد سواء¹. وهو ما يجعلها— أي شركات المساهمة— الشكل القانوني الأنسب لتأدية غرض الوساطة في تنفيذ المعاملات المالية المتعلقة بالأدوات المالية في السوق المالي على أحسن وجه.

وهو نفس التوجه الذي أخذت به بعض التشريعات المالية العربية، فمثلاً عرف قانون الأوراق المالية الفلسطيني شركة الأوراق المالية (شركة الوساطة) بأنها: "شركة مساهمة أو فرع شركة أجنبية مسجلة حسب الأصول في فلسطين حسب قانون الشركات وقانون الأوراق المالية"²، مما يحيل على اعتماد شركات الوساطة في فلسطين هي الأخرى شكل شركة مساهمة. وهو نفس توجه المشرعين الأردني والكويتي اللذان اشترطا أن تكون الشركة التي يرخص لها بمزاولة أعمال الوساطة المالية شركة مساهمة أو شركة مسؤولية محدودة³، في حين اشترط المشرع المصري شكل شركة مساهمة أو شكل شركة توصية بالأسهم⁴، وبهذا يكون المشرع المصري قد أضاف نوعاً جديداً من الشركات التي يمكنها الحصول على الترخيص لمزاولة الوساطة المالية في سوق البورصة. أما في التشريعات العربية، خاصة التشريع الفرنسي، فإن شركات البورصة التي كانت تسمى سابقاً بوكلاء الصيرفة: (les agents de change)، تتخذ هي الأخرى شكل شركة مساهمة⁵.

2: أحكام رأسمال شركات البورصة

أوجب القانون رقم 19.14 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي في مادته 46 أن يحجر رأس مال شركة البورصة بكامله عند إنشائها، وألا يقل عن مليون درهم، مع

- 1 - للتفصيل أكثر بخصوص مزايا شركة المساهمة: عبد الرحيم شميعة "الشركات التجارية في ضوء آخر التعديلات القانونية"، طبعة 2020، مطبعة سجلحاسة، مكناس، سنة 2020، ص 251 وما بعدها.
- 2 - كمال كامل عبد الجواد الشافعي "الإطار التنظيمي لشركات الوساطة في فلسطين"، مذكرة لاستكمال متطلبات الحصول على رسالة الماجستير من كلية الحقوق والإدارة العامة، جامعة بيرزيت، فلسطين، سنة 2008، ص 35.
- 3 - المادة 4/4 من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية لسنة 2005، أدرجها كمال كامل عبد الجواد الشافعي، م س، ص 68.
- 4 - المادة 29/أ من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1993، أدرجها كمال كامل عبد الجواد الشافعي، مرجع سابق، ص 69.
- 5 - للمزيد من التفاصيل يرجى الاطلاع على: وسام ملاك "البورصات والأسواق المالية العالمية" الجزء الأول، الطبعة الأولى، مطبعة دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، سنة 2004، ص 63 وما بعدها.

حفظ حق وزير المالية في أن يرفع هذا الحد بناء على اقتراح من الهيئة المغربية لسوق الرساميل حسب طبيعة الأنشطة التي تزاو لها شركات البورصة. وهو ما يشكل مظهرا من مظاهر خصوصية شركات البورصة وخروجها عن القواعد العامة لتأسيس شركات المساهمة التي تقتضي بعدم جواز أن يقل رأسمال شركة المساهمة عن ثلاثة ملايين درهم إذا كانت تدعو الجمهور إلى الاكتتاب وعن ثلاثمائة ألف درهم إذا كانت لا تدعو إلى ذلك¹. كما استلزم المشرع عند تأسيس شركات البورصة تحرير رأسمالها بكامله عند إنشائها، وذلك عكس المبادئ العامة التي تقبل تأسيس الشركة دون اشتراط تحرير قيمة رأسمالها عند التأسيس، إنما يجب فقط أن تحرر الأسهم المتمثلة للحصص النقدية بما لا يقل عن الربع من قيمتها الاسمية، على أن يتم تحرير الباقي في دفعة واحدة أو عدة دفعات حسب قرار يتخذه مجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية، في حين تحرر الأسهم المتمثلة للحصص العينية كاملة عند إصدارها².

ويدخل هذا التحديد للحد الأدنى لرأس مال شركات البورصة، وفرض تحريره بالكامل ضمن مجموع التدابير الرامية لضمان ملاءة شركات البورصة حتى تكون قادرة على تحقيق الغرض الذي أنشأت لأجله من جهة، ولمواجهة الالتزامات المترتبة عليها في مواجهة زبائنها من جهة أخرى³.

أما عن التشريعات المقارنة فإن المشرع الكويتي مثلا حدد مبلغ الحد الأدنى للرأسمال في مائة ألف دينار كويتي⁴، وخمسة ملايين ريال قطري في قطر⁵، أما سوق الرأسمال المصري فقد ترك للائحة التنفيذية مسألة تحديد الحد الأدنى لرأسمال الشركة طالبة الترخيص حسب نوع النشاط المراد مزاولته⁶. وهو نفس التوجه الذي اختاره التشريع الفلسطيني عبر تحديد الرأسمال المطلوب بناء على ربطه بنوع النشاط الذي ستمارسه شركات البورصة والرفع من هذا الحد بخصوص العمليات التي قد تنتج عنها خسائر جسيمة للمعلاء⁷. وهو توجه سليم كان من الأجدر أن يأخذ به المشرع المغربي عوض تحديد الحد الأدنى فقط، حيث إن هذا الأخير المتمثل في مليون درهم لا يتناسب ومختلف الأنشطة التي تقوم بها هذه الشركات داخل السوق المالي، وهو ما يقتضي من المشرع ربط الحد الأدنى لرأس المال بنوعية النشاط الذي ستمارسه شركات البورصة.

1- المادة 6 من ق 95-17 المتعلق بشركات المساهمة.

2- المادة 21 من ق 95-17 المتعلق بشركات المساهمة. للتعلم أكثر يستحسن الرجوع إلى عز الدين بنسي، الشركات في القانون المغربي"، مطبعة النجاح الجديدة الدار البيضاء، الطبعة الأولى، 2014، ص 78.

3 - يدخل في هذا الإطار أيضا اشتراط التقيد بقواعد الحيلة المتمثلة أساسا في ضرورة مراعاة وجود نسب ملاءة بين الأموال الذاتية ومبلغ الالتزامات، وبين الأموال الذاتية ومبلغ المخاطر التي تتعرض لها السندات الصادرة عن مصدر واحد أو عن عدة مصدرين متممين لنفس المجموعة، وكذلك بين عناصر الأصول وبعض أو مجموع عناصر الخصوم. ينظر بهذا الصدد أحمد آيت الطالب "التنظيم القانوني للسوق المالي المغربي (البنيات والفاعلون)"، مطبعة المعارف الجديدة-الرباط، الطبعة الأولى 2006، ص 196.

4- المادة 2/ج من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، أوردها كمال عبد الجواد الشافعي، مرجع سابق، ص 75.

5- سوق الدوحة للأوراق المالية على الرابط: <http://www2.dsm.com.qa/pps/dsm/portal/pages>

6- المادة 29/ج من قانون سوق الرأس مال المصري، أوردها كمال عبد الجواد الشافعي، مرجع سابق، ص 75.

7- كمال كامل عبد الجواد الشافعي: م.س، ص 72 و 73.

أما عن إجراءات التأسيس والتي يقصد القيام بمجموعة من التصرفات القانونية والمادية التي أوجبها القانون إما بخلق شركة مساهمة من العدم، أو من خلال تحول شركة أخرى إلى شكل شركة مساهمة، وبتفحص القانون رقم 14.19 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي نجده خاليا من أي إجراءات خاصة بتأسيس شركات البورصة، مما يحيلنا إلى إعمال الأحكام الخاصة بشركات المساهمة¹ والمنظمة داخل دفتي القانون رقم 17.95 المتعلق بشركات المساهمة، إذ نجد المشرع المغربي خص هذه الأخيرة بإجراءات تأسيسية خاصة تشكل ضمانا وإطارا مطمئنا للمستثمرين وكذلك لدائيتها الذين يعولون فقط على موجوداتها دون إمكانية الرجوع على الذمة المالية للمساهمين².

وحرصا منه على حماية عملاء شركات البورصة وتأمين سلامة المعاملات، عمل المشرع المغربي على منع بعض الأشخاص من تأسيس هذه الشركات، حيث نص في المادة 74 من القانون رقم 19.14 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي على أنه: "لا يجوز لأي شخص تحت طائلة العقوبات المنصوص عليها في هذا القانون، أن يكون مؤسسا لإحدى شركات البورصة أو عضوا في أجهزة إدارتها وتديرها وتسييرها أو أن يتولى مباشرة أو بواسطة شخص آخر مراقبة هذه الشركة أو إدارتها أو تسييرها أو تدبير شؤونها أو تمثيلها بأي وجه من الأوجه أو يتمتع بسلطة التوقيع لفائدتها:

1. إذا سبق أن حكم عليه نهائيا من أجل ارتكاب جنائية أو إحدى الجناح المنصوص عليها وعلى عقوبتها في المواد من 334 إلى 391 ومن 505 إلى 574 من القانون الجنائي؛
2. إذا سبق أن حكم عليه نهائيا من أجل مخالفة للتشريع المتعلق بالصرف أو للتشريع المتعلق بمكافحة غسل الأموال؛

3. إذا صدر في حقه أو في حق المنشأة التي يديرها سواء في المغرب أو في الخارج حكما بفتح مسطرة تسوية أو تصفية قضائية ولم يرد إليه اعتباره؛

4. إذا صدر في حقه حكم نهائي عملا بالمادتين 113 و114 من هذا القانون؛

5. إذا صدر في حقه حكم اكتسب قوة الشيء المقضي به صادر عن محكمة أجنبية ويعتبر طبقا للقانون المغربي حكما من أجل ارتكاب إحدى الجنايات أو الجناح الوارد أعلاه".

نفس المنع أيضا يطال كل عضو في أجهزة إدارة و تدبير وتسيير إحدى شركات البورصة أو مستخدميها، إذ منعتهم المادة 76 من القيام بعمليات في البورصة لحسابهم الخاص إلا بواسطة شركة

1 - للتعمق بخصوص أركان وشروط إنشاء شركات المساهمة يفضل الرجوع إلى مرجع عز الدين بنسني: "الشركات في القانون المغربي"، مطبعة النجاح الجديدة الدار البيضاء، الطبعة الأولى، 2014، ص 20 وما بعدها.

2 - عبد الرحيم شميعة "الشركات التجارية في ضوء آخر التعديلات القانونية"، مرجع سابق، ص 267.

البورصة التي ينتمي إليها، باستثناء الحالة التي تكون فيها المعاملة ناتجة عن إدراج السندات في البورصة ولا تكون شركة البورصة المعنية عضوا في تجمع للتوظيف. وهنا لا بد من التمييز بين الحق في التأسيس المشمول بالمنع في الحالات المشار إليها أعلاه، والحق في اكتتاب سهم أو أخذ مساهمات في شركات البورصة والذي يبقى ثابتا لكل شخص بالرغم من وجوده في إحدى الحالات المنصوص عليها في المادة 74 من قانون بورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي، باستثناء الشخص الذي صدر في حقه حكم بفتح مسطرة التسوية أو تصفية قضائية إلى أن يرد إليه اعتباره¹.

ب: أحكام اعتماد شركات البورصة

لا يسمح لشركات البورصة بالشروع في تقديم خدماتها المتعلقة بالوساطة المالية في بورصة القيم إلا بعد اعتمادها مسبقا بمقرر لرئيس الهيئة المغربية لسوق الرساميل وتوافر شروط معينة، يؤدي تخلفها إلى سحب الاعتماد من طرف نفس الهيئة.

1: الحصول على رخصة الاعتماد

تنص المادة 39 من القانون رقم 14.19 في فقرتها الأولى على أن كل شركة بورصة تلتزم قبل مزولتها أن تكون معتمدة مسبقا بمقرر لرئيس الهيئة المغربية لسوق الرساميل بعد استطلاع رأي لجنة الاعتماد²، مما يحيل على ضرورة الحصول على ترخيص من طرف الهيئة المغربية لسوق الرساميل. هذا الترخيص الذي جعله المشرع مرتبطا بتوفر مجموعة من الشروط المطلوبة في الشركات طالبة الاعتماد، ناهيك عن الشروط الخاصة المطلوبة لتأسيسها وتلك المتعلقة برأس مالها. وهو ما نجده مكرسا في دورية هيئة الرساميل لسنة 2012 المعدلة بتاريخ 17 يونيو 2019³ في مادتها 1.1.1 التي تنص على أنه " تخضع شركات البورصة للاعتماد من قبل الوزير المكلف بالمالية⁴ بعد استطلاع رأي هيئة سوق الرساميل"، بعد تقديم طلب للاعتماد يكون مشفوعا وجوبا بملف يتضمن على وجه الخصوص¹:

1- أحمد أيت الطالب، م. س. ص 192.

2- تحدث لدى الهيئة المغربية لسوق الرساميل لجنة الاعتماد التي يرأسها رئيس الهيئة المغربية لسوق الرساميل وتكلف بإبداء رأيها في طلبات الاعتماد المقدمة من طرف شركات البورصة. وتتألف هذه اللجنة علاوة على رئيسها من: ممثلين اثنين عن الوزارة المكلفة بالمالية يعينها الوزير المكلف بالمالية؛ وممثل عن الهيئة المغربية لسوق الرساميل.

3- دورية مجلس القيم المنقولة الصادرة بتاريخ 10 يناير 2012 و المعدلة بتاريخ 17 يونيو 2019 المتعلقة بقواعد الممارسة المهنية المطبقة على الأشخاص الخاضعين لمراقبة مجلس القيم المنقولة في إطار العلاقات فيما بينهم وفي إطار علاقتهم مع المدخرين، منشورة على الموقع الرسمي للهيئة المغربية لسوق الرساميل: www.ammc.ma

4- في تونس وطبقا للفصل 7 من الأمر المتعلق بوسطاء البورصة تخضع شركات الوساطة المالية لموافقة مبدئية ونهائية تسلمها لها هيئة السوق المالية دون اللجوء إلى وزير المالية. وفي الجزائر أيضا فالوساطة المالية في القيم المنقولة تتم من طرف شركات البورصة وكذا من طرف الأبنك والمؤسسات المالية، وذلك

- * نسخة من النظام الأساسي للشركة.
- * الأنشطة المزمع القيام بها.
- * مبلغ رأسمال الشركة وحصة كل مساهم.
- * قائمة نسخة المؤسسين أو المسيرين.
- * الوسائل البشرية والمادية²، ووصف التنظيم المزمع وضعه لمزاولة نشاط شركة البورصة.
- إضافة إلى وثائق حددتها دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل لدراسة الملف وهي:
- * شهادة تسجيل الشركة بالسجل التجاري.
- * وصفا للإستراتيجية المقامة لتنمية الأنشطة التي من أجلها تم تقديم الطلب،
- * قائمة المساهمين وتوزيع الرأسمال حصص التصويت،
- * وصفا للتنظيم المزمع إتباعه في مزاولة الأنشطة التي من أجل قدم طلب الاعتماد،
- * التزام الممثل القانوني للشركة باحترام مقتضيات القانونية والتنظيمية الجاري بها العمل المتعلقة بتنظيم النشاط أو الأنشطة التي من أجلها قدم طلب الاعتماد.
- * مستخلص من السجل العدلي لكل أعضاء جهاز التسيير.
- * عند الاقتضاء، المستندات المتعلقة بنشاط الشركة خلال خمس سنوات المالية الأخيرة أو منذ إنشائها إذا ما قلت مدة نشاطها عن خمس سنوات³.

فبعد تقديم هذا الملف إلى الهيئة المغربية لسوق الرساميل، تتحقق هذه الأخيرة من شمولية وصحة الوثائق المقدمة لها، بحيث إذا ما كان الملف غير كاملا طلبت الهيئة بموافاتها بالوثائق الناقصة وبكل وثيقة أو معلومة تكميلية ترى أنها ذات فائدة لدراسة الملف وذلك داخل أجل 30 يوما، بحيث إذا انقضى هذا الأجل ولم تتوصل بالوثائق المكملة للملف أنهت دراسة ملف طلب الاعتماد وأعلنت بذلك صاحب الطلب. أما إذا كان الملف كاملا سلمت الهيئة إلى الشركة المعنية وصلا موقعا ومؤرخا بصفة قانونية

بموجب الفصل 6 من القانون رقم 04-03 الصادر بتاريخ 17 فبراير 2003، ويتم الترخيص لها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة دون اللجوء إلى وزير المالية.

- 1- المادة 41 من القانون رقم 14.19 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي، والمادة 1.1.3 من الدورية المذكورة أعلاه.
- 2- ألزم المشرع شركات البورصة طالبة الاعتماد تقديم ضمانات كافية خصوصا فيما يتعلق بتنظيمها ووسائلها التقنية والمالية، والسبب في تقديم هذه الضمانات هو تفادي أي تقصير محتمل لمصدري الأوامر فيما يتعلق بتسليم السندات وسداد المبالغ المتعلقة بأوامر البيع والشراء التي يعرضونها في السوق، والتي تتحمل فيها شركات البورصة كامل المسؤولية، وهو ما يحتاج إلى ضرورة وجود سيولة كافية لدى الشركة لكي تستطيع من خلالها الوفاء بالتزاماتها المذكورة.
- 3- المادة 1.1.3 من دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل لسنة 2012 المعدلة بتاريخ 17 يونيو 2019 المذكورة سابقا.

يثبت إيداع الملف داخل أجل شهرين يحاسب من تاريخ إيداع الملف كاملا مرفوقا بطلب الاعتماد وبثت في قرار منح الاعتماد¹، أما إذا رفضت منح الاعتماد بعد ذلك كانت ملزمة بتعليق قرارها². وفي إطار دراسة ملف الاعتماد يجوز للهيئة المغربية لسوق الرساميل أن تطالب بإجراء مقابلة أو عدة مقابلات مع المسيرين الرئيسيين للشركة، أو القيام بزيارة أو عدة زيارات للمقرر الاجتماعي للشركة³. وتمتد رقابة الهيئة المغربية لسوق الرساميل أيضا إلى الحالة التي تعمل شركة البورصة على تغيير طبيعة النشاط الذي تزاوله أو عند أي مشروع اندماج أو انفصال اثنين أو أكثر من شركات البورصة⁴، بحيث يتطلب تقديم ملف الاعتماد وفق نفس الشكليات السابقة المحددة في المادة 41 ومواد دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل. بل إن التغييرات التي تؤثر على مراقبة شركة البورصة أو طبيعة الأنشطة التي تزاولها تكون هي الأخرى موضوع اعتماد جديد يمنع وفق نفس المسطرة، كذلك الأمر بالنسبة للحالة التي تغير فيها شركة البورصة مقرها الاجتماعي أو المكان الفعلي لنشاطها⁵ فلا بد لها من الحصول على الموافقة المسبقة للهيئة المغربية لسوق الرساميل لما في ذلك من تأثير على تنظيم الشركة كما نصت على ذلك المادة 42 من القانون المنظم لبورصة القيم رقم 14.19.

2: سحب الاعتماد من شركة البورصة

إذا كان منح الاعتماد لشركات البورصة يتم على أساس توافر شروط معينة وفي حالات محددة، فإن المشرع حدد الحالات المقابلة التي تفرض سحب الاعتماد من هذه الشركات. ومنه يسحب الاعتماد الممنوح للوسطاء في سوق البورصة بمقرر الهيئة المغربية لسوق الرساميل⁶ إما بطلب من شركة البورصة حينما تقرر وقف نشاطها إراديا، وإما في الحالات التالية:

- إذا لم تستخدم شركة البورصة اعتمادها داخل أجل ستة أشهر؛
- إذا لم تعد شركة البورصة تستوفي الشروط التي على أساسها منح لها الاعتماد؛

1- للاطلاع على قائمة شركات البورصة المعتمدة بالمغرب منذ سنة 1994 يرجى الإطلاع على الموقع الرسمي للهيئة المغربية لسوق الرساميل: www.ammc.ma

2- الفقرتين الخامسة والسادسة من المادة 41 من القانون رقم 14.19 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة.

3- المادة 6.1.1 من دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل لسنة 2012 المعدلة بتاريخ 17 يونيو 2019 المذكورة سابقا.

4- المادة 43 من القانون رقم المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي 14.19.

5- أوجبت المادة 8.1.1 من دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل لسنة 2012 المعدلة بتاريخ 17 يونيو 2019، على الشركة المعنية تقديم طلب تغيير المقر الاجتماعي شاملا للعناصر التالية:

*مذكرة توضيحية تثبت التغيير وتحدد التدابير الموضوعية، أو التي يتعين وضعها لمواكبة التغيير خصوصا من حيث الأغيار (الزبناء، ماسكي الحسابات، الشركة المسيرة...).

* نسخة من محضر الجمعية العامة للشركة المتعلقة بقرار تغيير مقر الشركة أو المحل الفعلي لنشاطها، محمدا بوضوح البيان التالي "بعد موافقة هيئة الرساميل".

* خطة لتهيء المحلات الجديدة، ويجوز للهيئة المغربية لسوق الرساميل أن تفرض موافقتها بكل مستند أو وثيقة مفيدة أو لازمة لدراسة طلب تغيير المقر كما يجوز لها أيضا بزيارة المحلات الجديدة.

6- المادة 52 من القانون رقم 14.19 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي.

- إذا انقطعت شركة البورصة عن مزاولة نشاطها الأساسي خلال مدة لا تقل عن ستة أشهر¹؛
- على سبيل عقوبة تأديبية طبقا لأحكام المادة 104 من القانون 19.14².

فإذا وجد سبب من الأسباب أعلاه يسحب الاعتماد من شركة البورصة وتصفى بقوة القانون، باستثناء شركات البورصة التي تختار مزاولة نشاط الإرشاد في الاستثمار المالي وذلك طبقا لأحكام المادة 71 من القانون رقم 19.14. وحسب المادة 53 من القانون 19.14 فإن شركة البورصة تظل خلال مدة تصفيتها خاضعة لرقابة الهيئة المغربية لسوق الرساميل المنصوص عليها في المادة 56 من نفس القانون، ولا يجوز لها القيام حصريا إلا بالعمليات اللازمة لتصفيتها. كما لا يجوز لها أن تبين صفتها كشركة بورصة إذا أشارت إلى كونها في حالة تصفية.

وتعين الهيئة المغربية لسوق الرساميل إن اقتضى الحال مصفيا لشركة البورصة المعنية في مقرر سحب الاعتماد³، وتحدد في نفس المقرر شروط التصفية وآجالها وكذلك التاريخ الذي ابتداء منه يجب أن توقف شركة البورصة المعنية جميع العمليات التي تقوم بها⁴.

والملاحظ من خلال تحليل مقتضيات المواد 52 و53 و54 أنه وبعبارة كانت الهيئة المغربية لسوق الرساميل في ظل ظهير 1.93.212⁵ تعتبر مجرد سلطة استشارية تبدي رأيها بخصوص طلبات الاعتماد وتوجيهها إلى الوزير المكلف بالمالية الذي يبقى له الحق في إصدار القرار النهائي، عمد المشرع المغربي بموجب القانون رقم 19.14 إلى نزع الاختصاص من وزارة المالية ومنحه للهيئة المغربية لسوق الرساميل وذلك تماشيا مع باقي القوانين المقارنة التي تجعل من إصدار الرخص اختصاصا أصيلا لهيئات ضبط السوق المالي.

1- وهو ما عليه الأمر في القانون الفرنسي حيث تنص المادة L532-6 من القانون النقدي و المالي على ما يلي:

« Le retrait d'agrément d'une entreprise d'investissement est prononcé par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution à la demande de l'entreprise d'investissement. Il peut aussi être décidé d'office par l'Autorité si l'entreprise d'investissement ne remplit plus les conditions ou les engagements auxquels étaient subordonnés son agrément ou une autorisation ultérieure, ou si l'entreprise d'investissement n'a pas fait usage de son agrément dans un délai de douze mois ou lorsqu'elle n'exerce plus son activité depuis au moins six mois ou encore si elle a obtenu l'agrément par de fausses déclarations ou par tout autre moyen irrégulier. »

2- بالرجوع إلى المادة 104 من نفس القانون نجد أنها تنص على أنه: "عندما لا تقوم شركة البورصة بتصحيح الوضعية التي أدت إلى التحذير أو الإنذار أو التوبيخ المنصوص عليهم في المتين 102 و103 من هذا القانون أو التي بررت توقيفها كما هو منصوص عليه في المادة 105 من هذا القانون، جاز للهيئة المغربية لسوق الرساميل توقيف واحد أو أكثر من أعضاء أجهزة إدارة وتسيير شركة البورصة المعنية أو مجلس رقابتها". وعلاوة على ذلك يجوز للهيئة المغربية لسوق الرساميل أن:

1. تعين متصرفا مؤقتا؛
2. تمنع شركات البورصة من مزاولة بعض العمليات أو حصر نشاطها في بعض منها؛
3. تسحب الاعتماد من شركة البورصة.
- 3- تجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن سحب الاعتماد يبلغ في نفس الأشكال المتعلقة بمنحها ويترتب عليه التشطيط على الشركة من قائمة شركات البورصة.
- 4- المادة 53 من القانون رقم 14.19 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي.
- 5- الظهير الشريف بمثابة قانون رقم 1.93.211 الصادر في 4 ربيع الثاني 1414/ 21 سبتمبر 1993 المتعلق ببورصة القيم والمعدل بموجب القانون 14.19 الأنف الذكر.

وتماشيا مع الإشكالات المطروحة في مستهل هذا البحث، يصبح من الملح تحديد مدى خضوع شركات البورصة لمسااطر صعوبات المقاولات المنظمة في إطار الكتاب الخامس من مدونة التجارة المعدلة بموجب القانون رقم 73.17¹، أم أن الطبيعة الخاصة لهذه الفئة من شركات المساهمة ونوعية الأنشطة التي تراولها تقتضي خلافا لذلك استبعادها من الخضوع لهذه المسااطر التي لا تتلاءم مع طبيعتها؟ جوابا على هذا الإشكال يجب بداية التمييز بين إجراءات الوقاية وبين مسااطر المعالجة القضائية للصعوبات، فبالنسبة للأولى فتنطبق في حق المقاولات التجارية التي تعاني من صعوبات لم تؤد بها بعد إلى حالة التوقف عن الدفع، بحيث يقتصر أثر هذه الصعوبات على جعل إدارتها وتسييرها صعبا بفعل ما يهدد استمراريتها من خطر. وبذلك يلاحظ أن الوضعية المالية التي تترتب تطبيق مسااطر الوقاية من صعوبات المقاولات توازي في حدتها وخطورتها تلك التي تترتب تدخل الهيئة المغربية لسوق الرساميل من أجل إخضاع شركات البورصة التي تتعرض لها لنظام الإدارة المؤقتة، وتعيين مدير مؤقت لها تنتقل إليه جميع الصلاحيات المرتبطة بالإدارة والتسيير، مادام أن الوضع تحت الإدارة المؤقتة يبقى مشروطا هو الآخر باستمرار شركة البورصة المعنية في أداء ديونها الحالية، وإلا تكون في وضعية توقف عن الدفع، إذ تنص المادة 50 من القانون رقم 14.19 على أنه يجوز للهيئة المغربية لسوق الرساميل إذا ظل التوبيخ أو الأمر الموجه لشركة البورصة — باتخاذ ما يلزم لإعادة إقرار توازنها المالي أو تقويته أو إلى تصحيح مناهج إدارتها داخل آجال تحددها — دون مفعول، وإذا كان من شأن الوضعية أن تضر بمصلحة العملاء أو السير المنتظم للسوق، أن توقف واحدا أو أكثر من أنشطة شركة البورصة المعنية أو أن تعين متصرفا مؤقتا تنقل إليه جميع الصلاحيات اللازمة لإدارة وتسيير شركة البورصة المعنية.

أما إذا كانت شركة البورصة في حالة توقف عن الأداء، فلا يجوز تعيين متصرف مؤقت وتنتهي مهامه إذا ما تم تعيينه قبل ذلك، ولا يعمل في هذه الحالة إلا بأحكام الكتاب الخامس من مدونة التجارة المتعلقة بالتسوية والتصفية القضائية، على أن السنديك واستثناء من أحكام مدونة التجارة يعين باقتراح من الهيئة المغربية لسوق الرساميل. ومنه يكون إجراء الإدارة المؤقتة إجراء موازيا لنظام مسااطر الوقاية يفيد بشكل ضمني استبعاد مختلف الإجراءات الوقائية المقررة في مدونة التجارة من التطبيق على شركات البورصة، وخضوع هذه الأخيرة للنص الخاص المضمن في المادة 50 من قانون رقم 14.19. في حين وكلما تعلق الأمر بتوقف شركة البورصة عن الأداء إلا وخضعت لمسااطر الكتاب الخامس من مدونة التجارة المتعلقة بالتسوية والتصفية القضائية².

1- ظهر شريف رقم 1.18.26 الصادر بتنفيذ القانون رقم 73.17 المعدل للكتاب الخامس لمدونة التجارة، الصادر بتاريخ 19 أبريل 2018، الجريدة الرسمية عدد 6667 بتاريخ 23 أبريل 2018، ص 2345.

2- للمزيد من التفصيل حول هذه النقطة ينظر: زكرياء العماري "حدود خضوع شركات البورصة لنظام صعوبات المقاولات" مقال بمجلة الحقوق، العدد 19، سنة 2016، من ص 65 إلى ص 86.

ثانياً: ممارسة مهنة الوساطة في سوق البورصة والرقابة عليها

منح المشرع المغربي شركات البورصة حقا استثنائيا فيما يخص تداول القيم المنقولة في سوق البورصة، وحدد في هذا الإطار مهام هذه الشركات والمسؤولية المترتبة على عاتقها. بمناسبتها، وفرض عليها رقابة مزدوجة تتقاسمها جهات تدبيرية وأخرى تقريرية.

أ: مهام شركات البورصة ومسؤوليتها

تقوم بورصة القيم على تداول الأدوات المالية، أي شرائها وبيعها عن طريق إصدار أوامر لشركات البورصة¹ التي تتكلف بتنفيذها حسب الأصول المحددة في سوق البورصة وحسب ما هو متفق عليه في عقد الوساطة الذي يوطر مهامها والتزاماتها، بشكل يجعلها عرضة للمساءلة إذا ما أخلت بهذه الالتزامات.

1: مهام شركات البورصة

تقوم شركات البورصة باحتكار الوساطة في السوق المالي، إذ نصت المادة 37 من القانون رقم 14.19 المتعلق ببورصة القيم والمرشدين في الاستثمار المالي على مهامها والأنشطة المرتبطة بها وحددتا فيما يلي:

1.1: تلقي أوامر لحساب الغير وإرسالها؛ وأمر البورصة هو طلب يصدره العميل² لوسيط مالي بغرض تنفيذ عملية بيع أو شراء أدوات مالية مدرجة بسوق البورصة³، فهو بمثابة التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية أو المنتجات المتداولة في البورصة وفق القواعد المقررة في سوق البورصة⁴. ويثار السؤال حول الشكل الذي يعتمد عليه المستثمر الزبون في توجيه الأمر للشركة في ظل سكوت النص القانوني عن تحديد شكله هل شفوي أم مكتوب؟

جاء في "دليل المستثمر لفهم كيفية اشتغال الأسواق واعتماد الممارسات الجيدة" المعد من طرف الهيئة المغربية لسوق الرساميل، أن المستثمر يلزم بفتح حساب للسندات⁵ لدى شركة البورصة التي يختارها وتوقيع اتفاقيتي فتح الحساب والوساطة، فبمجرد فتح الحساب يمكن للمستثمر إصدار أمره في سوق

1 - تجدر الإشارة إلى أن مزاوله الوساطة المالية يعد نشاطا تجاريا بالنسبة لشركات البورصة حسب البند التاسع من المادة السادسة من مدونة التجارة.

2 - يحتمل الأمر أن يقوم العميل بتوجيه الأمر للبنك الذي يتعامل معه ليتولى هذا الأخير إرسالها إلى شركة البورصة، ويحتمل الأمر أيضا توجيه الأمر مباشرة لشركة البورصة.

3 - دليل المستثمر لفهم كيفية اشتغال الأسواق واعتماد الممارسات الجيدة المعد من طرف الهيئة المغربية لسوق الرساميل، منشور على المنصة الإلكترونية: www.ammc.ma

4 - عبد الباسط كرم مولود "تداول الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة"، الطبعة الأولى، مطبعة منشورات دار الحلي الحقوقية، بيروت، لبنان، سنة 2009، ص 366.

5 - حساب السندات هو حساب مرتبط بحساب نقدي يتم فتحه لدى مؤسسة بنكية أو شركة بورصة، ويسمح بانجاز عمليات شراء وبيع الأدوات المالية.

البورصة، عن طريق إيداعه مباشرة لدى الوسيط¹ أو عن طريق الهاتف²، أو باستخدام خدمات البورصة عبر المنصة الإلكترونية³، وفق نموذج معد مسبقا من طرف الشركة المسيرة والمصمم خصيصا ليتوافق مع الشروط والإجراءات الرقابية المفروضة على عملية الاستثمار في البورصة، بحيث يجب أن يتضمن أمر البورصة سلسلة من المعلومات الإلزامية⁴، وأن يعبأ بعناية من المستثمر ويسلمه للوسيط الذي ليتأكد بعدها من صحته، وملكية صاحبه لتلك الأوراق المالية فعلا في حالة الأمر بالبيع، وملاءة المستثمر في حالة الشراء، ومع ذلك يجوز للشركة الرجوع على المستثمر الأمر بالبيع إذا ما تبين بأن الأدوات المالية التي كلف الوسيط ببيعها تقل عن تلك التي يملكها فعلا مما اضطر شركة البورصة لشراء أدوات أخرى لسد الفرق وتطالب البائع بقيمة قبضه من ثمنها. أما في حالة نقص معلومات الأمر كالسعر أو أجل البيع فيجوز للشركة استفسار عميلها بخصوص تلك العمليات.

ث. ب. ي. ر.: **توظيف السندات ومسك الحسابات:** تعمل شركات البورصة على توظيف السندات الصادرة عن الأشخاص الاعتبارية أو الهيئات التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في الأسهم والسندات، ومسك حسابات السندات والخدمات التابعة بما في ذلك مسك حسابات النقود اللازمة لهذه السندات طبقا للتشريع الجاري به العمل، و في هذا الصدد، يجوز لها أن تتولى حراسة السندات لحساب زبائنها.

ث. ب. س. م.: **تسيير محافظ السندات بموجب وكالة:** تعرف محفظة القيم أو السندات أنها مجموعة اختيارات من الأوراق المالية تشكل مزيج متجانس⁵، بحيث يجوز للزبائن تفويض أمر اقتناء وتقويت قيم منقولة لحسابهم لشركة البورصة عملا بعقد وكالة⁶ تلتزم بموجبه شركة البورصة بالتصرف لصالح المستثمر

1 - يسمى بالأمر المباشر: بحيث يتم إرسال أمر الشراء أو البيع إلى شركة البورصة، إما بالانتقال إلى شركة البورصة لتسليم أمر مادي موقع، أو بإرساله عبر الهاتف أو عبر الفاكس، ليمت بعد ذلك توجيهه إلى السوق عبر منصة التداول المخصصة لهذا الغرض، أو نظام OMS (order management system) وهو عبارة عن نظام الكتروني لإدارة الطلبات.

2 - تطرح هذه الطريقة إشكالية التأكد من هوية مصدر الأمر وما يطرحه من إمكانية انتحال صفة المستثمر وإصدار أمر للشركة من طرف شخص غير المستثمر، غير أن الراجع أن شركة البورصة لا تتعامل مع عملاء عبر الهاتف إلا مع الثقة منهم الذين سبق وأن تعاملت معهم دون مشاكل، فإن شك مسؤول شركة البورصة في هوية العميل أمكنه أن يطلب منه بعض المعلومات أو البيانات التي تعزز ثقته فيه. إضافة إلى أن المادة 103 من القانون رقم 14.19 أفردت عقوبات تأديبية في حق شركة البورصة التي لا تدرج ولا تسجل الأوامر الملتقاة عبر الهاتف، مما يفيد بضرورة اتخاذ الاحتياطات اللازمة عند تلقي الأوامر عبر الهاتف تفاديا لما قد يثار من نزاع فيما بعد.

3 - ويسمى الأمر عن طريق الشبكة، ويتم بواسطة إرسال الطلبات إلى شركات البورصة عبر نظام توجيه خاص بالوكالات البنكية، في هذه الحالة يرسل العميل طلبا معبأ على الوجه المطلوب إلى وكالته البنكية. كما قد يتم عبر شبكة الانترنت بحيث يشترك العميل في خدمة البورصة عبر الانترنت التي تسمح بإرسال وإدارة الطلبات والأوامر عبر منصة الكترونية. وتوفر هذه القناة للعميل مرونة أكبر، حيث تمكنه من وضع أوامر البورصة بشكل مستمر، ومراقبة تنفيذها في الوقت الفعلي. للتفصيل ينظر دليل المستثمر لفهم كيفية اشتغال الأسواق واعتماد الممارسات الجيدة، مرجع سابق، ص 17.

4 - يتعلق الأمر ب: تسمية الزبون صاحب الأمر، رقم الحساب البنكي للزبون، تاريخ تحرير الأمر، الأداة المالية المعنية بالأمر بالشراء أو البيع⁴ أو رمزها، اتجاه الأمر هل بيع أم شراء، عدد الأدوات المالية المراد شراؤها أو بيعها، سعر البيع أو الشراء، ومدة صلاحية الأمر. انظر " دليل المستثمر الخاص"، الصادر عن بورصة الدار البيضاء سنة 2009 منشور بالموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء www.casablanca.bourse.com.

5 - هداك غنية " النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون الخاص، كلية الحقوق جامعة الجزائر، سنة 2002. 2001، ص 52.

6 - يعتبر عقد الوكالة وثيقة أساسية في العلاقة بين شركة البورصة والعميل، حيث يبين حقوق والتزامات كل من الطرفين، مما يتوجب فيه أن يكون دقيقا في تحديد لكل شروط العقد. بما في ذلك المعاملات المحظورة إتياها، وتحذر الإشارة أن للعميل في إدارة المحفظات ثلاث خيارات:

وتنفيذ العمليات المالية وإدارة محفظته المالية في سوق البورصة، إلى جانب الالتزام بتقديم تقرير بعد انتهاء عمل الإدارة.

4.1: الإرشاد و السعي لدى العملاء قصد اقتناء أو تفويت أدوات مالية، وكذا الإرشاد والمساعدة في تدبير الممتلكات: بحيث يمكن لشركات البورصة أن تقدم لزيائنها توصيات قصد شراء وبيع قيم منقولة على أساس فحص وضعيتهم الخاصة¹، ومساعدة العملاء في معرفة شروط وتكاليف فتح حساب سندات، وكذا تنويرهم بخصوص تكلفة العملية المالية ومخاطرها، ومساعدتهم في تكوين الملف الإداري واختيار المنتجات المالية التي يمكنهم اقتنائها والمساعدة في تدبيره بعد امتلاكها، لكن شريطة قبول طلب تسجيلها ضمن لائحة المرشدين الماليين لدى الهيئة المغربية لسوق الرساميل².

5.1: مساعدة الأشخاص الاعتبارية والهيئات التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها وسنداتها لإعداد وثائق المعلومات المخصصة للعموم.

6.1: تنشيط سوق الأوراق المالية المدرجة في جدول أسعار بورصة القيم وتدبير برامج إعادة شراء الشركات المسعرة أسهمها في البورصة: بحيث يتم توكيل شركات البورصة من قبل الشركات المسعرة أسهمها في البورصة لتقديم عروض البيع والشراء اليومي قصد تحسين سيولة السندات، كما يعهد إليها برنامج إعادة اقتناء الأسهم الخاصة بهذا النوع من الشركات عن طريق تقديم أوامر البيع والشراء بغية تسوية سعر القيمة وتنشيط السوق المالي.

7.1: التحليل المالي أو أي توصية أخرى من التوصيات العامة المتعلقة بالمعاملات التي تتعلق بالأدوات المالية.

8.1: الهندسة المالية.

9.1: الإرشاد وتقديم الخدمات للشركات لاسيما فيما يتعلق ببنية رأس المال والإستراتيجية وعمليات الإدماج والانفصال وإعادة شراء الشركات.

وتستحق شركات البورصة باعتبارها وسيط مالي في البورصة رسوما ومقابلا لعمل الوساطة الذي تقوم به مع المستثمر يتمثل في عمولة الوساطة، ثم تكاليف التدبير، رسوم الدخول، رسوم الخروج،

● الإدارة الحرة: في إطارها يقوم العميل بتدبير محفظته المالية بنفسه، ويتخذ قرارات التداول بنفسه.

● التدبير المساعد: تقوم شركة البورصة في إطاره بتقديم النصح للعميل بشأن عمليات الواجب إجراؤها، وترك له حرية اتخاذ القرارات التي تناسبه.

● التدبير المتدب: تتكلف في إطاره شركة البورصة بتدبير محفظة القيم والقيام بجميع العمليات اللازمة، كما تتخذ قرارات البيع والشراء.

1 - ينظر المادة الأولى من دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 01/20 المتعلقة بالمرشدين في الاستثمار المالي، والصادرة بتاريخ 18 يناير 2023 المنشورة بالجريدة الرسمية عدد 7168 بتاريخ 9 فبراير 2013، ص 1297.

2 - طبقا للمادة 5 من دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 01/20 المتعلقة بالمرشدين في الاستثمار المالي، والصادرة بتاريخ 18 يناير 2023 المنشورة بالجريدة الرسمية عدد 7168 بتاريخ 9 فبراير 2013، ص 1297.

بالإضافة إلى بعض النفقات والمصاريف التي تتكبدها بمناسبة تنفيذ عقد التداول والتي يتم تحديدها وجوبا وقت إبرام عقد الوساطة مع العميل أي في اتفاقية فتح الحساب¹.

2: مسؤولية شركات الوساطة عن أعمال الوساطة

تجد المسؤولية المدنية لشركات البورصة أساسها من حيث المبدأ في القواعد العامة المقررة في ظهير الالتزامات والعقود²، إلى جانب بعض النصوص القانونية المتفرقة في قانون البورصة والمنظمة لبعض الالتزامات المفروضة على المتدخلين في عمليات البورصة، ذلك أن حرقها يشكل أساسا لقيام المسؤولية المدنية بتوافرها أركانها الأساسية: الخطأ و الضرر والعلاقة السببية.

فبعد الوساطة المالية يترتب على عاتق الوسيط التزامات قانونية وأخرى اتفاقية ينظمها عقد الوساطة تلتزم شركات الوساطة التزام الرجل الحريص الملتزم ببذل عناية، فإذا تخلفت عن القيام بالتزاماتها أو قصرت في ذلك قامت مسؤوليتها العقدية وترتب على عاتقها تعويض العميل عن الأضرار التي تلحق به³. وفي جميع الأحوال تتخذ مسؤولية الوسيط المالي في إطار عمليات الوساطة المالية في سوق البورصة عدة مظاهر منها:

*عدم التحقق من أهلية الأمر أو صفته:

باعتباره وكلاء، فإن الوسيط المالي مسؤول عن التحقق من أهلية العميل، فوصف الوسيط المالي بالوكيل يحتم عليه عدم التدخل لإتمام صفقة لحساب شخص ناقص الأهلية أو عديمها وإلا انعقدت مسؤوليته المدنية كلما أحل بالتزامه دون أن يكون له حق ادعاء جهله بنقص أهلية عميله، في حين يكون للقاصر أو ناقص الأهلية في هذه الحالة حق المطالبة بإبطال الصفقة التي أبرمها الوسيط وفقا للفصل 4 من ظهير الالتزامات والعقود⁴. كما يتعين على الوسيط المالي التحقق من صفة الأمر وما إذا كان يتعامل بوصفه مالكا أو وارثا أو وكلاء، فمثلا إذا كان مصدر الأمر يتصرف بوصفه وكلاء، حينها يجب على الوسيط التأكد من و كالتة⁵ وما إذا كان يتصرف في إطارها وإلا عد مسؤولا عن الضرر الذي يلحق الموكل من جراء ذلك⁶.

1- انظر دليل المستثمر لفهم كيفية اشتغال الأسواق واعتماد الممارسات الجيدة المعد من طرف الهيئة، مرجع سابق، ص13.

2- ويستوي في ذلك أن يتعلق الأمر بالمسؤولية التقصيرية أو العقدية للوسيط المالي.

3- إضافة إلى المسؤولية العقدية عن الفعل الشخصي تقوم المسؤولية العقدية عن فعل الغير، من خلال تحمل شركة البورصة المسؤولية عن أي تقصير محتمل لمصدري الأوامر فيما يتعلق بتسليم السندات وسداد المبالغ المتعلقة بأوامر البيع والشراء التي يعرضها في السوق، وذلك طبقا للمادة 83 من القانون رقم 14.19.

4- إذا تعاقد القاصر و ناقص الأهلية بدون إذن الأب أو الوصي أو المقدم فإنهما لا يلزمان بالتعهدات التي يبرمانها، ولهما أن يطلبوا إبطالها وفقا للشروط المقررة بمقتضى هذا الظهير".

5- الفصل 924 ق ل ع: "من يتعامل مع الوكيل، بصفته هذه، الحق دائما في أن يطالبه بإبراز رسم وكالتة وله عند الحاجة أن يطلب منه نسخة مصدقة من هذا الرسم، وعندئذ تكون نفقة هذه النسخة عليه".

6- زكرياء العماري "تداول القيم المنقولة في البورصة"، مقال بالمجلة المغربية لقانون الأعمال والمقاولات، العدد 16، ماي 2009. ص

*التأخر في تنفيذ الأوامر أو عدم تنفيذها:

من بين الالتزامات الملقة على كاهل شركات البورصة الالتزام بتنفيذ أوامر البيع والشراء الصادرة عن الزبائن في وقتها المحدد، وبالتالي لا يحق لها رفضها أو عدم تنفيذها متى كانت مستوفية لجميع الشروط القانونية¹، وإلا قامت مسؤوليتها المدنية، كما لو أصدر الأمر أمراً ببيع عدد من الأسهم بالسعر المتداول في الحصة الصباحية، وتأخر الوسيط المالي في تنفيذه إلى الحصة المسائية وكانت أسعار الأسهم قد انخفضت إلى أقل من مستواها المسجل في الحصة الصباحية فإن ذلك سيلحق خسارة بمصدر الأوامر².

كما يسأل الوسيط المالي عن الأضرار اللاحقة بالزبون من جراء تنفيذ أمره بشكل خاطئ كما في حالة البيع بثمن أقل من السعر المحدد أو في حالة تنفيذ الأمر بالشراء بسعر يفوق الحد الأقصى المحدد من قبل الزبون³، أو التصرف خارج تعليمات الزبون ودون إذن صريح منه، وفي هذا السياق ورد في حيثيات أحد قرارات محكمة الاستئناف التجارية بالدار البيضاء ما يلي "وبخصوص باقي الدفع فإنها بالرجوع إلى الوثيقة التي أدلت بها الطاعنة والتي تتضمن الحوار الذي دار بين ممثل الطاعنة وممثل المستأنف عليها يتبين بوضوح من خلال الفقرة 20 أن ممثل الطاعنة تعهد بأن يحاول بيع الأوراق المالية بمبلغ 31500 درهم.....وحيث إن الثابت من خلال الوثائق وإقرار الطاعنة أنها باعت الأوراق المالية المتنازع حولها بسعر أقل من السعر المتفق عليه، وهي تكون بذلك تكون قد خالفت تعليمات الزبون وأخلت بالالتزامها وهذا الإخلال ألحق بالمستأنف عليها ضرراً..."⁴.

ولتلافي تبادل الاتهامات في حالة النزاع لابد وأن تتضمن أوامر العملاء جميع الإيضاحات اللازمة لتنفيذها على أحسن وجه ولاسيما نوع الأمر من حيث البيع أو الشراء وبيان القيم التي تجري في شأنها المعاملات والسعر والكمية كما جرى بياها سابقاً. ويجب أن تكون الأوامر المذكورة، إذا تم تلقيها بالهاتف، محل تسجيل صوتي من لدن شركات البورصة، ويجب أن يوضع عليها طابع التاريخ والساعة فور تسلمها من قبل شركات البورصة⁵.

- 1 - وطبقاً المادة 80 من القانون رقم 14.19 فإنه يمنع على شركات البورصة العمل لحسابها الخاص إلا بعد تلبية أوامر عملائها، وإذا قامت أثناء تنفيذ أوامر العملاء بالتدخل لحسابها الخاص بشكل جزئي أو كلي بواسطة عملية بيع أو شراء أو هما معا، وجب عليها أن تخبر بذلك مصدري الأوامر المعنيين طبقاً للمادة 81، في حين يمنع على شركة البورصة أن تقوم لحسابها الخاص بشراء أو بيع السندات لعملائها عندما تتولى تدبير حساباتهم وتكون لها تبعاً لذلك مبادرة إنجاز العمليات على الحسابات المذكورة حسب المادة 82.
- 2- تنص المادة 1.3.11 من دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل لسنة 2012 المذكورة أعلاه على أنه "يجب تقديم الأوامر المستلمة من طرف شركة البورصة إلى السوق بعناية وبكيفية فردية مع الاحترام الزمني لاستلامها من قبل شركة البورصة".
- 3- زكرياء العماري: "تداول القيم المنقولة في البورصة"، مقال بالمجلة المغربية لقانون الأعمال والمقاولات، عدد 16 ماي 2009، ص 87.
- 4- قرار عدد 2003/1855 أورده طارق ترغوم "المسؤولية المدنية في عمليات البورصة" رسالة لنيل دبلوم الماستر في القانون الخاص، كلية العلم القانونية والاجتماعية والاقتصادية، جامعة ابن زهر أكادير، سنة 2018/2019، ص 91.
- 5- تتميز المسؤولية المدنية للوسيط المالي بوجود وسائل خاصة لإثبات المسؤولية المدنية لشركات البورصة كما هو الشأن بالنسبة للإشعارات بتنفيذ العملية، والمكالمات الهاتفية المسجلة، والوصل باستلام الأمر المرسل إلكترونياً.

*الإخلال بواجب الإعلام و تقديم النصح للعملاء:

يلتزم الوسيط المالي بتقديم النصح لعملائه، ويتعرض للمساءلة إذا أخفى عن عميله ما من شأنه إيضاح حجم الخطر المرتبط بالعملية، ففي فرنسا مثلاً ألزمت اللائحة العامة لمجلس بورصات الأوراق المالية شركات البورصة أن تبذل أقصى جهدها للتعرف على رغبات عملائها، وأن تقدمهم بالمعلومات اللازمة الواضحة والسريعة والكاملة بشأن العمليات التي تباشرها لحسابهم، وتحرص على إحاطتهم بالمخاطر المرتبطة بطبيعة العمليات المزمع عقدها، ومنه قرر القضاء الفرنسي مسؤولية الوسيط المالي الذي يخل بواجب الإعلام والنصح في حالة تعرض العميل مصدر الأمر للخسارة بسبب إخلال الوسيط المالي بواجبه¹.

و إلى جانب المسؤولية المدنية للوسيط تقوم المسؤولية التأديبية للوسيط الرامية إلى إحاطة القواعد المهنية والأخلاقية لسوق البورصة بسياج متين يضيف عليها أكبر قدر من الإلزام يجعلها تتجاوز قواعد القانون وتشابهها، وبعودتنا إلى المادة 6 من القانون رقم 43.12² نجدها تمنح هيئة المغربية لسوق الرساميل من أجل تنفيذ مهامها صلاحية إصدار دوريات، ومن بين ما تحدده هذه الدوريات نجد "قواعد الأخلاق المهنية التي تمكن من تجنب تعارض المصالح وضمان احترام مبادئ الإنصاف ونزاهة السوق وأولوية مصالح الزبون" كما تنص عليها مقتضيات المادة 84 من القانون رقم 14.19. في حين تكلف الباب الأول من القسم السابع من نفس القانون بتحديد العقوبات التأديبية والمالية في حق كل شركة بورصة تخل بالشروط التي على أساسها تم منحها الاعتماد، إذ يكون لها أن تصدر في حقها عقوبة التحذير أو الإنذار أو التوبيخ، أو عقوبة مالية تتراوح بين 50.000 و 200.00 درهم أوهما معاً، وتعرض شركات البورصة لنفس العقوبات التأديبية إذا ما ارتكبت إحدى الأفعال المنصوص عليها في المادة 103 من القانون رقم 14.19 التي تمثل إخلالاً بقواعد المهنة⁴.

- 1 - أورده عصام عبد الله ملحم: "البورصة وعملية تداول الأسهم" رسالة لنيل دبلوم الدراسات العليا في القانون الخاص، كلية العلوم القانونية والاجتماعية والاقتصادية السويسي، جامعة محمد الخامس، الرباط، دون ذكر السنة، ص 131 و 132.
- 2 - ظهير شريف رقم 1.13.21 صادر في فاتح جمادى الأولى 13/1434 مارس 2013 بتنفيذ القانون رقم 43.12 المتعلق بالهيئة المغربية لسوق الرساميل، الجريدة الرسمية عدد 6142 بتاريخ 30 جمادى الأولى 1434/11 أبريل 2013، ص 315.
- 3 - المادة 102 من القانون رقم 14.19 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي.
- 4 - يجوز للهيئة المغربية لسوق الرساميل أن توجه تحذيراً أو إنذاراً أو توبيخاً إلى شركات البورصة التي:
 - 1 - لا تنقيد بأحكام النظام العام لبورصة القيم الخاضعة لها وان اقتضى الحال التعليمات المنصوص عليها في المادة 6 من هذا القانون.
 - 2 - لا تؤرخ بالتاريخ والساعة أوامر العملاء ولا تقوم بالتسجيل الصوتي للأوامر المتقاة بالهاتف أو لا توجهها على وجه السرعة مخالفة لإحكام المادة 23 أعلاه،
 - 3 - تبادر بتجميع أو مقاصة أوامر البورصة مخالفة لإحكام الفقرة الأولى من المادة 24 أعلاه،
 - 4 - لا تنقيد بالإحكام المتعلقة بتسجيل وتضمنين المعاملات المنصوص عليها على التوالي في المادتين 25 و 27 أعلاه،
 - 5 - لا توجه وثائق المعلومات كما هي محددة في النظام العام لبورصة القيم،
 - 6 - لا تكون لدى الشركة المسيرة ودائع الضمان طبقاً لإحكام الفقرة الثانية من المادة 29 أعلاه،
 - 7 - لا تسلم السندات إلى مصدر الأوامر داخل الأجل المحدد في النظام العام لبورصة القيم راعداً إذا كان عدم التسليم راجعاً إلى إخلال ماسك حسابات مصدر الأوامر،

أما عن المسؤولية الجنائية فقد قرر مشروع قانون البورصة مجموعة من العقوبات الجنائية تتفاوت من حيث شدتها، إذ توسع في حماية زبناء شركات البورصة وجعل هذه الحماية تشمل جميع الأنشطة التي يسمح لشركات البورصة باحترافها. وهكذا حدد المشرع مجموعة من الجرائم ورتب عليها عقوبات جنائية، والتي من بينها على سبيل المثال لا الحصر: انتحال صفة شركة بورصة القيم المنقولة للقيام بعمليات إبرام المعاملات من قبل شخص لحسابه الخاص أو لحساب شخص طبيعي أو معنوي غير معتمد بصورة قانونية كشركة البورصة، والتي يعاقب عليها بالحبس من ستة أشهر إلى ثلاث سنوات وبغرامة من 50.000 إلى 500.000 درهم أو إحدى هاتين العقوبتين فقط¹، والتي تشكل إخلالا بالاحتكار الذي تتمتع به شركات البورصة في إبرام المعاملات المنصبة على القيم المنقولة المقيدة في جدول إشعار البورصة. وفي نفس السياق يعتبر مخالفا لنظام الاحتكار في ظل القانون المغربي، ويعاقب بالحبس من ثلاثة أشهر إلى سنة وبغرامة من 5000 إلى 200.000 درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط كل شخص يستعمل بغير حق اسما تجاريا أو عنوانا تجاريا أو إعلانا، وبصفة عامة أي عبارة يفهم منها أنه معتمد كشركة بورصة، أو تحدث في أذهان الجمهور التباسا حول مزاوله نشاطه بصورة قانونية. وهي تدرج ضمن أعمال المنافسة غير المشروعة، حيث أنه لا يمكن لأي شخص مزاوله مهام شركة البورصة إلا وفق الإجراءات المحددة في المواد من 37 إلى 55 من القانون المتعلق ببورصة القيم المتعلقة باعتماد شركات البورصة². كما نصت المادة 114 على ما يلي: « يعاقب بالحبس من ستة أشهر إلى ثلاث سنوات وبغرامة من 50.000 إلى 500.000 درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط كل شخص تصرف لحسابه الخاص أو لحساب شخص ذاتي آخر أو شخص اعتباري غير معتمد بصورة قانونية كشركة بورصة يقوم اعتياديا بالعمليات المحددة في المادة 37. ويتمثل الوجه الثاني للمساس بالاحتكار، في مخالفة مقتضيات المادة 118 من قانون بورصة القيم التي جاء فيها "لا يمكن إبرام المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة المقيدة في جدول أسعار بورصة القيم وتسعيها إلا في بورصة القيم وبواسطة شركات البورصة"، فالأمر يتعلق بمخالفة نظام الاحتكار الذي تعرفه السوق المالية في حالة قيام كل شخص بإبرام المعاملات

8 — تستمر في مزاوله نشاطها دون الحصول على اعتماد جديد أثر التغييرات المنصوص عليها في الفقرة الأولى من المادة 42 أعلاه أو تغير مقرها الاجتماعي أو المكان الفعلي لنشاطها دون الموافقة المسبقة للهيئة المغربية لسوق الرساميل المنصوص عليها في الفقرة الثالثة من المادة 42 المذكورة،

9 — لا تمثل لأحكام المادة 45 أعلاه،

10 — لا تنقيد بالإجراءات المتعلقة بإخبار العملاء المنصوص عليها في المادة 47 أعلاه،

11 — لا تمثل للالتزامات التبليغ والنشر المنصوص عليهما على التوالي في المادتين 56 و 57 أعلاه،

12 — لا توجه إلى الهيئة المغربية لسوق الرساميل قائمة المساهمين المنصوص عليها في المادة 59 أعلاه،

13 — لا تنقيد بالقواعد الاحترازية المنصوص عليها في المادة 78 أعلاه،

14 — لا تمثل لإحكام المواد 80 و 81 و 82 أعلاه،

15 — لا تساهم في صندوق الضمان طبقا لإحكام المادة 88 أعلاه.

1 - المادة 114 من القانون رقم 14.19 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي.

2 - المادة 113 من القانون رقم 14.19 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي.

المحددة قانوناً، دون المرور بشركات البورصة للمخول لها وحدها إبرام المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة المقيدة في بورصة القيم¹.

أما عن القيام بأعمال الوساطة رغم قيام حالات المنع فقد نصت المادة 118 على ما يلي: « يعاقب بالحبس من ستة أشهر إلى ثلاث سنوات وبغرامة من 10.000 إلى 500.000 درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط، كل شخص يخالف الموانع المنصوص عليها في المادة 74 »².

ب: الرقابة على شركات البورصة

من منطلق أهمية سوق البورصة في الأنظمة الاقتصادية المعاصرة ودورها في قياس درجة تقدم الدول، وانسجاماً مع تطلعات مختلف الفاعلين الاقتصاديين والمستثمرين وتعزيز ثقتهم في هذا القطاع الحساس، كان من الضروري بحث وسائل ضمان استقرار الأسواق وزيادة مردوديتها ونجاعتها عن طريق فرض رقابة صارمة عليها من قبل هيئات محايدة ومستقلة كالشركة المسيرة للبورصة المسؤولة عن إدارة سوق البورصة وتوجيه المتدخلين فيه بوجه عام، والهيئة المغربية لسوق الرساميل دركي السوق المالي.

1: رقابة الشركة المسيرة للبورصة

تلعب الشركة المسيرة دوراً فعالاً في مراقبة البورصة وتنظيم لأنشطة الرائجة بها، إذ تقوم بإجراء مراقبة مباشرة على شركات البورصة وعلى الأشخاص العاملين بها، وكذا على باقي المتدخلين وعلى مختلف العمليات المنجزة في إطار مكونات السوق المالي، إضافة إلى أخذ التدابير اللازمة من أجل الحفاظ على أمن السوق. وهكذا تتمتع الشركة المسيرة بعدة اختصاصات في مجال تنظيم سوق البورصة وضبط المخالفات، إذ نصت المادة الرابعة من القانون رقم 14.19 المتعلق ببورصة القيم على أنه يخول امتياز تسيير بورصة القيم إلى شركة مساهمة يعهد لها بتسيير بورصة القيم بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أو عبر شركة تابعة لها تحت مسؤوليتها، تسمى بـ "الشركة المسيرة"، يحدد نظامها العام على الخصوص القواعد المتعلقة بإدراج الأدوات المالية في جدول أسعار القيم وكذا توقيفها والتشطيب عليها، والقواعد المسطرية والإجراءات المتعلقة بطريقة سير السوق الرئيسي والبدلي، وكذا القواعد المتعلقة بخدمات التداول وإتمام

1 - محمد أطويف، مرجع سابق، ص 188.

2 - المادة 74 من القانون رقم 14.19: « لا يجوز لأي شخص، تحت طائلة العقوبات المنصوص عليها في هذا القانون، أن يكون مؤسساً لإحدى شركات البورصة أو عضواً في أجهزة إدارتها وتسييرها أو أن يتولى مباشرة أو بواسطة شخص آخر مراقبة هذه الشركة أو إدارتها أو تسييرها أو تدبير شؤونها أو تمثيلها بأي وجه من الأوجه أو يتمتع بسلطة التوقيع لفائدتها، - إذا سبق أن حكم عليه نهائياً من أجل ارتكاب جناية أو إحدى الجناح المنصوص عليها وعلى عقوبتها في المواد من 334 إلى 391 ومن 505 إلى 574 من القانون الجنائي،

— إذا سبق أن حكم عليه نهائياً من أجل مخالفة للتشريع المتعلق بالصرف أو التشريع المتعلق بمكافحة غسل الأموال؛

إذا صدر في حقه أو في حق المنشأة التي يديرها سواء في المغرب أو الخارج حكماً بفتح مسطرة تسوية أو تصفية قضائية ولم يرد إليه اعتباره؛

— إذا صدر في حكمائهما عملاً بالمادتين 113 و114 من هذا القانون؛

- إذا صدر في حقه حكماً اكتسب قوة الشيء المقضي به صادراً عن محكمة أجنبية ويعتبر طبقاً للقانون المغربي حكماً من أجل ارتكاب إحدى الجنايات أو الجناح الواردة أعلاه ».

المعاملات التي تقوم بها شركة البورصة¹. ومنه تناط بالشركة المسيرة مهمة التأكد من تقييد شركات البورصة بالأنظمة والقوانين في إطار قيامها بعمليات التداول وإتمام المعاملات المعهود لها بها²، وذلك بموجب دفتر التكاليف الذي يوافق عليه وزير المالية والذي يحدد الالتزامات المتعلقة بالتسجير وتسجيل المعاملات ونشرها، وكذا تحديد الأدوات المهنية والتقنية التي يجب اعتماده فويكون لها في هذا السياق أن تطلع الهيئة المغربية لسوق الرساميل في الحال على كل مخالفة أو إحلال تم الكشف عنه أثناء مزاوله مهامها⁴.

وفي إطار حرص الشركة المسيرة على مراقبة السوق المالية والعمليات الراضجة بها، فقد حولها المشرع مجموعة من الصلاحيات التي تمكنها من إيقاف تسجير واحدة أو أكثر من الأدوات لمدة محددة إذا طرأ على أسعار هذه الأدوات خلال نفس جلسة بورصة تغيير نحو الارتفاع أو الانخفاض ب 10% من السعر المرجعي، أو ما من شأنه إحداث تقلب في سعر السوق السوق⁵، على أن تستأنف التسجير فور نشر هذه المعلومات في إحدى الجرائد المرخص لها بنشر الإعلانات القانونية وفي أي دعامة نشر أخرى تحددها الهيئة المغربية لسوق الرساميل شريطة رفع الوقائع التي أدت إلى التوقيف، مع احتفاظها بإمكانية استئناف التسجير⁶ فور نشر هذه المعلومات في إحدى الجرائد المرخص لها بنشر الإعلانات القانونية وفي أي دعامة نشر أخرى تحددها الهيئة المغربية لسوق الرساميل شريطة رفع الوقائع التي أدت إلى التوقيف⁷. أما إذا اعتبرت الشركة المسيرة أن تصرفات إحدى شركات البورصة من شأنها أن تخل بإحلالا شديدا بأمن ونزاهة السوق، جاز لها أن توقف مؤقتا تدخلها في السوق، شريطة تعليل قرارها وإخبار الهيئة المغربية لسوق الرساميل والجمعية المهنية لشركات البورصة⁸.

2: رقابة الهيئة المغربية لسوق الرساميل

طبقا للقانون رقم 43.12 الخاص بالهيئة المغربية لسوق الرساميل، وبعد تحويلها من مؤسسة عمومية إلى شخص اعتباري يتمتع بالاستقلال المالي والإداري، فإنه يعهد لها بحماية الادخار الموظف في الأدوات المالية وشفافية ونزاهة سوق الرساميل، إذ تتأكد من حسن سير سوق الرساميل ومراقبة نشاط مختلف الهيئات والأشخاص الخاضعين لمراقبتها⁹ والتأكد من احترام هؤلاء الأشخاص للأحكام التشريعية

- 1- المادة 5 من القانون رقم 14.19 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي.
- 2- المادتين 11 و 12 من القانون رقم 14.19 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي.
- 3- المبلودي البكري "بورصة القيم" بحث نهاية التمرين بالمعهد الوطني للدراسات القضائية، سنة 1998/1996، ص 14.
- 4- المادة 11 من القانون رقم 14.19 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي.
- 5- المادة 13 و 14 من القانون رقم 14.19 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي.
- 6- حسن السوسي "الموجز في القانون المالي — القوانين المنظمة للبورصة تحت المجهر" الطبعة الأولى، مطبعة دار السلام، الرباط، سنة 2020، ص 129.
- 7- الفقرة الثانية من المادة 14 من القانون رقم 14.19 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي.
- 8- المادة 15 من القانون رقم 14.19 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي.
- 9- وذلك عن طريق دوريات كما نصت على ذلك المادة 6 من القانون رقم 43.12 المتعلق بالهيئة المغربية لسوق الرساميل.

والتنظيمية المتعلقة بمكافحة غسل الأموال¹. وهكذا تمارس الهيئة المغربية لسوق الرساميل اختصاصات المراقبة المسندة إليها إزاء الهيئات والأشخاص الخاضعين لمراقبتها² لاسيما شركات البورصة التي تمارس عليها رقابة قبلية عند التأسيس وأخرى بعدية أثناء مزاوله مهامها.

فكما سبق القول، وطبقا للمادة 39 من القانون رقم 14.19 فإن كل شركة بورصة تلتزم قبل مزولتها أن تكون معتمدة مسبقا بمقرر لرئيس الهيئة المغربية لسوق الرساميل بعد استطلاع رأي لجنة الاعتماد، مما يحيل على بسط الهيئة المغربية لسوق الرساميل لمراقبتها القبلية على شركات بورصة قبل شروعاتها في مزاوله نشاطها، من خلال التحقق من شمولية وصحة الوثائق المقدمة لها، إضافة إلى التحقق من مدى توافر الوسائل المالية والتقنية والخبرة اللازمة لدى مسيرتها، لتقرر رفض أو قبول منح الاعتماد. أما عن الرقابة المصاحبة لشركات البورصة أثناء مزاوله مهامها، فيمكن رصد مظاهرها من خلال عمليات التفتيش التي يمكن إجراؤها داخل مقرات شركات البورصة، وكذا مراقبة الوثائق والتقارير التي تحدد الهيئة محتواها وفترات نشرها، ثم مراقبة المعلومات الموجهة للجمهور والمؤثرة في سير المعاملات داخل البورصة³. بل ويمكنها أن تجري في كل وقت وحين عمليات مراقبة ميدانية وعلى وثائق شركات البورصة للتأكد من احترامها للأحكام التشريعية والتنظيمية التي تخضع لها أنشطتهم.

ولضمان فعالية الرقابة⁴ المعهود بها للهيئة المغربية لسوق الرساميل، أوكل لها المشرع المغربي في إطار القانون رقم 43.12 صلاحية ضبط التجاوزات التي رفعها إلى مصاف الجرائم وإجراء الأبحاث الجنائية بشأنها، التي تهدف إلى التثبت من ارتكاب بعض الجرائم وجمع الأدلة عنها والبحث عن مرتكبيها عن طريق الأعوان والمراقبين⁵ وفرض عقوبات تأديبية أو مالية عليهم حالة إخلالهم بالالتزامات الملقاة على عاتقهم⁶ والمذكورة أعلاه. كما تحيل الهيئة المغربية لسوق الرساميل إلى وكيل الملك المخالفات التي اكتشفها أثناء المراقبة والتي تشكل فعلا جرميا يستدعي تحريك الدعوى العمومية فيها.

- 1- المادة 3 من القانون رقم 43.12 المتعلق بالهيئة المغربية لسوق الرساميل.
- 2- المادة 4 من القانون رقم 43.12 المتعلق بالهيئة المغربية لسوق الرساميل.
- 3- الفقرة الثالثة من المادة الثالثة من القانون رقم 43.12 المتعلق بالهيئة المغربية لسوق الرساميل.
- 4- إلى جانب الرقابة الخارجية التي تطبقها الهيئة المغربية لسوق الرساميل نجد نوعا آخر من الرقابة يتجلى في الرقابة الداخلية المفروضة على شركات البورصة إذ نجد البورصة المذكورة أعلاه تلتزم في مادتها 21.1.1 شركات البورصة بوضع منظومة للمراقبة الداخلية جدير بأن تضمن إنجاز الأهداف التالية: التحكم في المخاطر المتعلقة بالأنشطة المزاوله ومراقبتها،
 • الامتثال للأنظمة والقوانين،
 * مراقبة مطابقة عمليات وأنشطة شركات البورصة للقوانين والأنظمة الجاري بها العمل وكذا المساطر الداخلية،
 * اقتراح أعمال تحسين المساطر والمراقبات،
 * التحقق من جودة المساطر الخاصة بنشاط شركة البورصة،
 * التأكد من أن المطالب والشكايات تمت معالجتها بعناية واستعجال،
 * التأكد من توجيه جميع المستندات والمعلومات المطلوبة من شركة البورصة إلى الهيئة المغربية لسوق الرساميل وفق الشروط والآجال المحددة من طرف الهيئة.
- 5- وذلك وفق المسطرة والإجراءات المبينة في إطار الباب السادس من القانون رقم 43.12 المعنون بـ " البحث عن المخالفات ومعاينتها والعقوبات الجنائية "، وذلك في المواد من 34 إلى المادة 51.
- 6- المادة 8 من القانون رقم 43.12 المتعلق بالهيئة المغربية لسوق الرساميل.

خاتمة:

حمل التنظيم القانوني الجديد للوسطاء في بورصة القيم عدة مستجدات من قبيل تأسيس مهنة الوساطة في البورصة، والتخلي عن نظام الوسيط الفرد واشتراط اتخاذ شكل شركة مساهمة يمنح لها حق احتكار مزاولة الوساطة في البورصة، في مقابل فرض رقابة محكمة على نشاطها ووضع قواعد للحيطرة تلتزم شركات البورصة باحترامها، وكذا عقوبات تطالها لمخالفة النصوص التنظيمية والتشريعية الجاري بها العمل، ناهيك عن إقرار آليات لمواجهة الصعوبات المالية والإدارية التي قد تعترضها، وذلك بهدف حماية الادخار العام والمدخرين وضمان أمن البورصة التي تتميز بحساسية مفرطة. بيد أن التنظيم القانوني لشركات البورصة لا زال يظهر مجموعة من النقائص، خاصة ما يتعلق بعدم وضوح التكييف القانوني لعقد الوساطة المالية واختلاطه بمؤسسات أخرى من قبيل الوكالة بالعمولة وغياب نصوص قانونية تؤطر التزامات شركات البورصة اتجاه عملائها ومسؤوليتها عن الإخلال بها.

وهو ما يقودنا إلى طرح مجموعة من الاقتراحات:

- اعتماد المشرع المغربي في تحديد الحد الأدنى لرأس مال شركات البورصة على نوعية النشاط الذي ستمارسه هذه الأخيرة، وحسب الأنشطة التي ستوسط فيها.
- ضرورة اعتماد نصوص قانونية صريحة داخل قانون البورصة تشير بوضوح إلى التزام شركات البورصة ببذل العناية اللازمة لتنفيذ عقد الوساطة وتحديد نظام المسؤولية المترتبة عنها.
- تنظيم الالتزام بالإعلام والتحذير بصورة واضحة وصريحة مراعاة لكون شركة البورصة وسيطا مهنيا محترفا.
- تنظيم حقوق العملاء في مواجهة شركات البورصة لاسيما ما يتعلق بالاحتجاج على مضمون الإشعار الذي تتوصل به من شركة البورصة والآثار المترتبة عليه.
- إدماج مضامين دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل لسنة 2012 في صلب قوانين البورصة لاسيما القانون 14.19، ولم شتات النصوص المتعلقة بتنظيم العلاقة بين الزبناء وشركات البورصة وتحيينها، ولم لا العمل على تجميع كل القوانين المنظمة للبورصة في مدونة واحدة يمكن تسميتها مدونة الأسواق المالية، وذلك بهدف تفادي كثرة الإحالات التي تعترق قوانين البورصة.

لائحة منابع المقال

1: المصادر:

❖ القوانين:

- ♦. ظهير شريف رقم 1.96.124 صادر في 14 من ربيع الآخر 1417 (30 أغسطس 1996) بتنفيذ القانون رقم 17.95 المتعلق بشركات المساهمة، الجريدة الرسمية عدد 4422 بتاريخ 4 جمادى الآخرة 1417 (17 أكتوبر 1996)، ص 2320.
- ♦الظهير الشريف رقم 1.04.18 الصادر في فاتح ربيع الأول 1425 / الموافق ل 21 أبريل 2004، بتنفيذ القانون رقم 52.01 القاضي بتغيير وتتميم الظهير الشريف المعتبر بمثابة قانون رقم 1.93.211 الصادر بتاريخ 21 شتنبر 1993 المتعلق ببورصة القيم، الجريدة الرسمية عدد 5207، ص 1844.
- ♦ظهير شريف رقم 1.18.26 الصادر بتنفيذ القانون رقم 73.17 المعدل للكتاب الخامس لمدونة التجارة، الصادر بتاريخ 19 أبريل 2018، الجريدة الرسمية عدد 6667 بتاريخ 23 أبريل 2018، ص 2345.
- ♦ظهير شريف رقم 1.12.55 صادر في 14 من صفر 1434 / 28 ديسمبر 2012 بتنفيذ القانون رقم 44.12 المتعلق بدعوة الجمهور إلى الاكتتاب والمعلومات المطلوبة إلى الأشخاص المعنوية والهيئات التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها وسنداتهما، منشور بالجريدة الرسمية عدد 6120 بتاريخ 12 ربيع الأول 1434 / 24 يناير 2013، ص 1400.
- ♦ظهير شريف رقم 1.13.21 صادر في فاتح جمادى الأولى 1434 / 13 مارس 2013 بتنفيذ القانون رقم 43.12 المتعلق بالهيئة المغربية لسوق الرساميل، الجريدة الرسمية عدد 6142 بتاريخ 30 جمادى الأولى 1434 / 11 أبريل 2013، ص 315.
- ♦القانون رقم 19.14 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي، الصادر بتنفيذه الظهير الشريف رقم 1.16.151 الصادر في 21 ذي القعدة 1437 / 25 غشت 2016، الجريدة الرسمية عدد 6501 بتاريخ 19 شتنبر 2016.

❖ قرار:

- ♦قرار لوزير الاقتصاد والمالية رقم 401.18 الصادر في 4 يونيو 2018 يتعلق بتحديد المعايير الواجب استيفاؤها من قبل الوسطاء الماليين، المنشور بالجريدة الرسمية عدد 6685 المنشور بتاريخ 25 يونيو 2018، ص 4056.

❖ الدوريات:

- ♦ دورية مجلس القيم المنقولة الصادرة بتاريخ 10 يناير 2012 والمعدلة بتاريخ 17 يونيو 2019 المتعلقة بقواعد الممارسة المهنية المطبقة على الأشخاص الخاضعين لمراقبة مجلس القيم المنقولة في إطار العلاقات فيما بينهم وفي إطار علاقاتهم مع المدخرين، منشورة على الموقع الرسمي للهيئة المغربية لسوق الرساميل: www.ammc.ma
- ♦ دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 01/20 المتعلقة بالمرشدين في الاستثمار المالي، والصادرة بتاريخ 18 يناير 2023 المنشورة بالجريدة الرسمية عدد 7168 بتاريخ 9 فبراير 2013، ص 1297.

❖ الدلائل :

- ♦ دليل المستثمر لفهم كيفية اشتغال الأسواق واعتماد الممارسات الجيدة المعد من طرف الهيئة المغربية لسوق الرساميل، منشور على المنصة الالكترونية: www.ammc.ma
- ♦ دليل المستثمر الخاص"، الصادر عن بورصة الدار البيضاء سنة 2009 منشور بالموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء www.casablanca-bourse.com

2: المراجع

❖ المراجع العامة

- ◆ عبد الرحيم شميعة "الشركات التجارية في ضوء آخر التعديلات القانونية"، طبعة 2020، مطبعة سجلماصة، مكناس، سنة 2020،
- ◆ عز الدين بنسني: "الشركات في القانون المغربي"، مطبعة النجاح الجديدة الدار البيضاء، الطبعة الأولى، 2014.
- ◆ وسام ملاك "البورصات والأسواق المالية العالمية" الجزء الأول، الطبعة الأولى، مطبعة دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، سنة 2004.

❖ المراجع الخاصة

الكتب المتخصصة

- ◆ أحمد أيت الطالب "التنظيم القانوني للسوق المالي المغربي (البنيات والفاعلون)"، مطبعة المعارف الجديدة، الرباط، الطبعة الأولى 2006.
- ◆ حسن السوسي "الموجز في القانون المالي . القوانين المنظمة للبورصة تحت المجهر" الطبعة الأولى، مطبعة دار السلام، الرباط، سنة 2020.
- ◆ عبد الباسط كريم مولود "تداول الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة"، الطبعة الأولى، مطبعة منشورات دار الحلي الحقوقية، بيروت، لبنان، سنة 2009.
- ◆ محمد أطويف "الموجز في الأسواق المالية"، الطبعة الأولى، مطبعة المعرفة، مراكش، سنة 2019.

الأبحاث الجامعية:

- ◆ طارق ترغوم "المسؤولية المدنية في عمليات البورصة" رسالة لنيل دبلوم الماستر في القانون الخاص، كلية العلم القانونية والاجتماعية والاقتصادية، جامعة ابن زهر أكادير، سنة 2018/2019.
- ◆ عصام عبد الله ملحم: "البورصة وعملية تداول الأسهم" رسالة لنيل دبلوم الدراسات العليا في القانون الخاص، كلية العلوم القانونية والاجتماعية والاقتصادية السويسي، جامعة محمد الخامس ، الرباط، دون ذكر السنة.
- ◆ كمال كامل عبد الجواد الشافعي "الإطار التنظيمي لشركات الوساطة في فلسطين"، مذكرة لاستكمال متطلبات الحصول على رسالة الماجستير من كلية الحقوق والإدارة العامة، جامعة بيرزيت، فلسطين، سنة 2008.
- ◆ هديل غنية "النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون الخاص، كلية الحقوق جامعة الجزائر، سنة 2002.2001.

بحث نهاية تدريب:

- ◆ المبلودي البكري "بورصة القيم" بحث نهاية التمرين بالمعهد الوطني للدراسات القضائية، سنة 1996/1998.
- ◆ المقالات:
- ◆ زكرياء العماري "حدود خضوع شركات البورصة لنظام صعوبات المقاولات" مقال بمجلة الحقوق، سنة 2016، العدد 19.
- ◆ زكرياء العماري "تداول القيم المنقولة في البورصة"، مقال بالمجلة المغربية لقانون الأعمال والمقاولات، ماي 2009، العدد 16.