

نحو بناء مفهوم حديث للأسواق المالية

Towards building a modern concept of financial markets



حسن السوسي دكتور في الحقوق
أستاذ بكلية العلوم القانونية والاقتصادية
والاجتماعية جامعة محمد الأول- وجدة

62

ملخص المقال:

ينتج عن تطور الأسواق المالية بشكل سريع بروز ظواهر ومفاهيم مالية حديثة يصعب على مشرعي الدول المتقدمة والدول السائرة في طريق النمو أو بالأحرى النامية مواكبتها، وذلك يرجع من جهة إلى طبيعة العمليات المالية التي تتطلب السرعة وإن لم يقل السرعة المفرطة في إنجازها وتداول الأدوات المالية التي تكون موضوعا لها. ومن جهة أخرى تأثير التكنولوجيا الحديثة على معاملات الأسواق المالية، حيث ظهرت المنصات الرقمية التي تيسر وتسهل تداول الأدوات المالية كمنصة (Forex) وغيرها من المنصات الرقمية.

وانتشرت في الآونة الأخيرة عبارة السوق الموازية والتي تفيد بأن الفاعلين الاقتصاديين الراغبون في التمويل يستطيعون إصدار الأدوات المالية بسوق غير السوق المتواجدة في الدولة التي هم فيها، حيث يمكن للفاعلين الفرنسيين إصدار أدوات مالية في السوق المالية الأمريكية، ويتوقف ذلك على مجموعة من الشروط القسرية ويخضع الفاعلون الاقتصاديون لمراقبة السلطات المالية المتمثلة في لجنة البورصات والأدوات المالية الأمريكية، وذلك بقصد تسعير أدواتهم وتداولها بشكل آمن وفعال في السوق المالية الأمريكية.

الكلمات المفتاحية:

السوق المنظمة، السوق الموازية، مسطرة الإدراج الموازية، أجهزة التدبير، أجهزة التوظيف.

Abstract :

Financial market know a huge development, which can involve a new concepts that are difficult to be understood from the legislator. With another way, the merging countries cannot keep pace with this development and their financial markets fall back. More over then that, the high technology has surfaced a new market called the “equivalent market” such as Forex platform and other digital platforms. Recently, the equivalent market has spread tremendously, that market allows to economic operator to issue their financial instrument in a foreign market, which is the equivalent market and through this last the investors can subscribe to financial instrument.

Keywords:

Organized Market, equivalent Market, introduction procedure to equivalent market, financial Funds.

مقدمة:

تشكل السوق المالية آلية لانتقال الأموال بين المقرضين الذين هم المستثمرون وأصحاب المدخرات و بين المقرضين الراغبين في توظيف هذه الأموال، حيث يتم تجميع من خلال هذه السوق مدخرات العموم، وتحويلها إلى أيدي المقرضين الذين تتجاوز احتياجاتهم للأموال مقدار ما يملكون، فهي بذلك قنوات يتمكن من خلالها كل الراغبين في الحصول على الأموال وتوظيفها قصد الحصول على استفادة ثنائية بالنسبة للمستثمر الموظف لأمواله والمؤسسة الراغبة في توظيف هذه الأخيرة¹.

وتنقسم السوق المالية إلى قسمين رئيسيين، فأما القسم الأول، فيتمثل في السوق النقدية، ويتم إصدار بهذه الأخيرة الأدوات ذات الأجل القصير والتي تتمتع بقدر عال من السيولة². وأما القسم الثاني، فيتمثل في سوق رأس المال أو سوق القيم المنقولة حسب بعض الفقه المغربي³، حيث ارتبط وجود هذه السوق في بداياتها بظهور شركات الأموال سيما شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم⁴، إذ يمكن لهاتين الشريكتين اللجوء إلى تقنية إصدار الأسهم والسندات المصطلح عليهما في بداية ظهورهما بالقيم المنقولة، وتم الاستعاضة عن هذه التسمية بتسمية حديثة وهي الأدوات المالية⁵. ويمكن تعريف سوق رأس المال بأنها: "سوق منظمة تنعقد في مكان وفي فترات محددة، قصد تداول الأدوات المالية بيعا وشراء وفق القواعد المنظمة للسوق"⁶.

والواضح مما تقدم، أن السوق رأس المال تنعقد في فترات دورية وأماكن محددة، حيث تتواجد بكل دولة مكان لتداول الأدوات الرقمية، ولم تبق أسواق رأس المال بالشكل الكلاسيكي وإنما تطورت تطورا صارخا بفعل التطورات الرقمية التي شهدها العالم، حيث أضحت التعامل بالأدوات المالية يتم عن طريق

1- للمزيد من التفصيل، راجع: سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996، ص 11 و ما بعدها. و*سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار و تجارة المشتقات و تحرير الأسواق، دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، 2009، ص 13. ووسام ملاك، البورصات و الأسواق المالية العالمية، الجزء الأول، قضا نقدية و مالية، دار المنهل اللبناني، الجزء الأول، الطبعة الأولى، 2003، ص 5. وموفق خالد إبراهيم، الجوانب القانونية للمتاجرة لهامش في الأسواق المالية، دراسة تحليلية مقارنة، الطبعة الأولى منشورات الحلبي الحقوقية، 2014، ص 9. ومنير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق المال، منشأة المعارف، 2006، ص 3 و ما بعدها.

2- Bonneau. Thierry et France Drummond, Droit des marchés financiers, Troisième édition, economica, 2010, p 7 ; Jean Carbonnier, Droit et passion du droit sous la V^e République, Edition Flammarion, 1996, p 185 et suiv

3- للمزيد من التفصيل، راجع: أحمد آيت الطالب، التنظيم القانوني للسوق المالي المغربي (البنيات والفاعلون)، دراسة قانونية استشرافية لهيكله السوق المالي ولتدخلات الفاعلين فيه على ضوء آخر الإصلاحات، مطبعة المعارف الجديدة، 2006، ص 23

4- للمزيد من التفصيل، راجع: عز الدين بنسقي، الشركات في القانون المغربي، الطبعة الثانية، مطبعة النجاح الجديدة الدار البيضاء، 2018، ص 74 وما بعدها. وأحمد شكري السباعي، الوسيط في الشركات والمجموعات ذات النفع الاقتصادي، شركات المساهمة، ج الثالث، مطبعة المعارف الجديدة، 2012، ص 11 وما بعدها

5-V dans ce sens : Claude. Baj, La réforme des valeurs mobilières, RD bancaire et finan. N 5, septembre-octobre 2004, p348 et suiv.

6-Ronald. C. Michie, The london Stock Exchange, oxford university press, 1999, p 3

للمزيد من التفصيل، راجع: فاروق إبراهيم جاسم، الأطر القانونية لأسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى منشورات الحلبي الحقوقية، 2016، ص 14 وما بعدها. ومحمد شكري الجميل العدوي، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية، دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجماعي، 2012، ص 20 وشعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر، 2002، ص 25. وسمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق، دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية، دار النشر للجامعات، 2009، ص 32

المنصات الرقمية الحديثة التي تمكن من التعامل بالأدوات المالية الرقمية، وتعد منصة (Forex) من أبرز الأسواق الرقمية وبلغت قيمة التداول أكثر من 5100 مليار دولار¹. وهكذا، فقد انبثق عن تطورات الأسواق المالية على المستوى العالمي بروز عدة مفاهيم حديثة، ولعل أبرز هذه الأخيرة يتمثل في الأسواق المالية الموازية، ونشأت هذه الأخيرة في الثقافة الأنكلوسكسونية وانتقلت إلى باقي دول العالم بفعل العولمة الاقتصادية²، وبالتالي اتجه مشرعو الدول الأوروبية إلى تبني مسطرة لإدراج الأدوات المالية بسوق غير السوق المسعرة فيها حسب الأصل، وتعرف هذه المسطرة بمسطرة الإدراج الموازية والسوق الذي تسعر فيه بعد ذلك يصطلح عليه بالسوق المالية الموازية، ومعنى ذلك أن أحد الفاعلين الاقتصاديين الراغب في إصدار أدوات مالية في سوق دولة غير الدولة التي يتواجد بها مقره الاجتماعي، وتعتبر هذه الأخيرة سوقا موازية للسوق الأصلي الذي تسعر فيه أدواته، حيث تخضع لمراقبة سلطات السوق المالية الأوروبية خاصة إذا سعت الأدوات المالية بأحد جداول الأسعار بورصة الدول الأعضاء؛ أي دول أعضاء الاتحاد الأوروبي³.

ويطرح هذا الموضوع عدة مشاكل قانونية منها: كيف يمكن تحديد المعايير الأساسية للأسواق المالية الموازية؟ وكيف يمكن مسايرة الأسواق المالية الموازية؟ وغيرها المشاكل القانونية الأخرى التي أدت إلى الإشكالية التالية وهي "إلى أي حد توفق المشرع المغربي في لم شتات المقتضيات المنظمة للسوق المالية الموازية؟"

كجواب عن هذه الإشكالية يظهر أن المشرع المغربي ما زال لم يصل إلى المبتغى المطلوب لهذا وكفرضية للموضوع يتعين على المشرع المغربي أن يواكب التطورات الحديثة التي تشهدها الأسواق الأوروبية، وذلك من أجل تنظيم سوق مالية موازية للسوق المنظمة لارتفاع السوق المالية والقطب المالي للدار البيضاء لمضاهاة الأسواق الدولية المالية كما سيظهر عبر تحليل هذا الموضوع الذي تم تقسيمه إلى شقين: الشق الأول المفهوم المتداول للأسواق المنظمة والشق الثاني سيخصص للمفهوم الحديث للسوق المالية الموازية.

أولا: المفهوم المتداول للأسواق المالية المنظمة

تعرف الأسواق المالية المنظمة تلك الأماكن التي تجري فيها التعامل في الأدوات المالية وتداولها بيعا وشراء، ويخضع المتعاملون بها إلى رقابة سلطات السوق التي تعمل على خلق توازن في السوق وإشاعة الشفافية وضمان مبدأ المساواة بين المتعاملين. لذا، ارتأينا تقسيم هذه النقطة إلى شقين، نعالج في الأول

1- « Alors le marché de FOREX cote partout dans le monde 24heures/24 et que sa liquidité est la plus importante dans tous les marchés (près de 5100 milliards de dollars par jours), il est presque impossible pour une seule entité d'influencer le marché, à l'exception de ceux qui les régulent : les banques centrales. » Alexandre PIZZAFERRI, une étude sur le marché de FOREX, in Banque & stratégie, N 396, juillet-aout 2020, p 18

2- RUSSEL. R, Wasendorf, JR, and Laura Sether, FOREX trading, W&A publishing, 2009, p 1-2

3-Octavian David, du marché réglementé au marché équivalent, quand la loi pacte ouvre la boîte de Pandore, in JCP E, N 49, décembre 2019, p 27 et suiv

المقصود بالأسواق المنظمة (أ)، ثم نطرق في الثاني للسوق المنظمة باعتبارها سوقا بأجهزة محددة بموجب القانون (ب).

أ: المقصود بالأسواق المنظمة

لقد ارتبط ظهور أسواق رأس المال في بداياتها بشركات الأموال خاصة شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم، إذ يمكن لهاتين الشركتين اللجوء إلى تقنية إصدار سندات رأس المال أو سندات الدين¹. ويمكن تعريف سوق رأس المال بأنها سوق منظمة تنعقد في مكان وفي فترات محددة، قصد تداول الأدوات المالية بيعا وشراء وفق القواعد المنظمة للسوق². ويترتب عن تقسيم السوق المالية إلى قسمين- كما أشرنا أعلاه- عدة نتائج، إذ أن السوق الأول وهو السوق النقدية لا تتدخل فيه إلا مؤسسات الائتمان والهيئات المعتمدة في حكمها، وذلك تحت إشراف ومراقبة البنك المركزي الذي يتكفل بعملية المقاصة ويسهر على تحقيق موازنة السوق. في حين تتدخل في سوق رأس المال عدة شركات ومؤسسات تمارس مهامها في هذه السوق وفق القواعد القانونية المنظمة، كما أن مراقبة العمليات الرائجة تتكفل بها أجهزة متخصصة ومحدثة فقط لهذه الغاية³. وهكذا، فإن أسواق رأس المال تعتبر أسواقا منظمة، حيث تنضبط هذه الأخيرة بقواعد القانونية المنظمة للمجال المالي⁴، وقواعد الأخلاقيات والممارسات الفضلى المصطلح عليها باللغة

1- أنظر:

إلياس ناصيف، موسوعة الوسيط في القانون التجاري، الجزء الثاني، الشركات التجارية، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2008، ص259

2- « Stock exchange: A market where specialized intermediaries buy and sell securities under a common set of rules and regulations through a closed system dedicated to that purpose. » Ronald C. Michie, The london Stock Exchange, oxford university press, 1999, p 3.

ذهب الفقيه Gerard Cornu إلى أن السوق هي مجموعة من العمليات ومجموعة من العمليات المحددة بدقة كعمليات البورصة. Ensemble des transactions et tractations relatives à des opérations déterminées. Ex. opération de bourse. Gérard. Cornu, Vocabulaire juridique, Co-édition Point delta et PUF, 2011, p 503

للمزيد من التفصيل، راجع: فاروق إبراهيم جاسم، الأطر القانونية لأسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، 2016، ص 14 وما بعدها محمد شكري الجميل العدوي، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية، دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجماعي، 2012، ص 20. شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر، 2002، ص 25. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق، دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية، دار النشر للجامعات، 2009، ص 32. محمد أمهري، الأدوات المالية الآجلة المتداولة في السوق المالية، دراسة قانونية، مالية، سيسي، أطروحة لنيل الدكتوراه في القانون الخاص، جامعة محمد الخامس، أكادال، السنة الجامعية 2018-2019، ص 61. روشام الطائي، أحكام التسعير في الشريعة و القانون الوضعي، أطروحة لنيل الدكتوراه في العلوم القانونية، جامعة الحسن الثاني، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية- عين الشق، 2007-2008، ص 73

3- « [...] Cette distinction, qui n'était pas sans conséquence au regard des agents économiques autorisés à intervenir sur ces marchés- le marché monétaire était principalement réservé aux établissements de crédit alors que le marché financier était ouvert à l'ensemble des entreprises, y compris à ceux-ci - est cependant moins nette depuis quelques années, en raison du décloisonnement des marchés monétaire et financier qui a été opéré à partir de 1984 : si les marchés financiers a connu une évolution en raison de la diversification des valeurs mobilières, le marché monétaire a été ouvert à d'autres agents économiques et à des produits à moyen terme, de sorte que le marché monétaire n'est plus seulement un marché de banque et est devenu un marché de l'argent à court et à moyen terme » Thierry Bonneau et France Drummond, idem.

4- يقصد لقواعد المنظمة للمجال المالي مجموعة من القواعد القانونية التي تنظم المعاملات المالية، وسماها البعض لقانون المالي وهذه التسمية حديثة الاستعمال وتم اقتباسها من الثقافة الأنكلوسكسونية (Financial Law)، بحيث تثير هذه العبارة اللبس في الذهن لأنه قد توهم أن

الانجليزية(Best Practices) ¹. وتوجد إلى جانب الأسواق المنظمة أخرى غير منظمة تسمى بالأسواق الرضائية، إذ تتميز هذه الأسواق الأخيرة بأنها غير خاضعة لأي تنظيم قانوني معين، وتتم فيها المعاملات بين الأطراف بشكل رضائي ².

وعليه، فإن عبارة السوق المنظمة أدرجت في القانون الفرنسي بموجب القانون رقم 96.597 بتاريخ 2 يوليو 1996 الذي لاءم التعليلة الأوروبية رقم 22/93 بتاريخ 10 ماي 1993³، حيث عرفها المشرع الفرنسي بمقتضى المادة 1-421 L من المذونة النقدية والمالية بأنها: "نظام متعدد الأطراف يضمن ويسهل تقابل بداخله، وطبقا للقواعد غير التقديرية، للمصالح المتعددة للبايعين والمشتريين للأدوات المالية عن طريق الغير، ويساهم هذا النظام في إبرام العقود التي تكون الأدوات المالية محلا لها طبقا لقواعد وأنظمة السوق"⁴. وعلى نفس المنوال، فقد عرف الفقيهان (Alain Couret) و (Hervé Le Nabasque) السوق المالية المنظمة على أنه ذلك النظام المتعدد الأطراف والمستغل (بفتح الغين) والمسير (بفتح الياء) من قبل فاعلي السوق والذي يساهم في تداول الأدوات المالية بشكل آمن⁵. وقد عرف الفقيه الفرنسي (Thierry Bonneau) السوق المنظمة بأنها: "سوق تنعقد في مكان محدد وأوقات محددة يتم فيها تداول الأدوات المالية وفقا لقواعد محددة من قبل بعض الأجهزة الساهرة على حسن سير السوق، وتتولى إدارتها شركة

الأمر يتعلق المالية العامة وأن القانون المالي لا يجد جذوره إلا في القانون العام. غير أن الأمر ليس كما يظهر من عبارة القانون المالي، حيث تفيد عبارة القانون المالي كل العمليات المالية التي تمر في البورصة، ويتعلق الأمر مالية الخصوصية وليس مالية العمومية التي لها مساطرها والهيئات الساهرة على مراقبتها.

Voir dans ce sens: Alain Couret et Hervé Le Nabasque (Dir), Droit financier, 3ème édition,

Dalloz, 2019, p 1 et 2

- 1- RIASSETTO. Isabelle, le contenu du guide de bonnes pratiques des fonds d'investissement islamiques de l'association luxembourgeoise des fonds d'investissement (ALFI), in Cahier de la finance islamique, N° 4, 2013, p89 et suiv
- 2- « Bien qu'ils échappent à tout contrôle public, les marchés dits "informels" ne sont pas dépourvus de toute règle d'organisation. C'est "le gré à gré" le rapport synallagmatique entre parties qui fixent librement les conditions de leurs transactions tout en respectant le cas échéant des usages bien établies. Ces marchés n'offrent pas les mêmes garanties de sécurité, spécialement en ce qui concerne le risque de défaillance de la contrepartie directe. » Léon Dabin, Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières, Ed. Larcier, 2004, p 47

V dans ce sens :

- *Johan PROROK, la responsabilité civile sur les marchés financiers, thèse pour l'obtention du doctorat, université Panthéon Assas, 2016, p 24
- 3- Octavian David, Du marché réglementé au marché équivalent, quand la loi pacte ouvre la boîte de pandore, in JCP E, N 49, septembre 2019, p 28
- 4-«L'article L421-1 du code monétaire et financier français stipule que : Un marché réglementé d'instruments financiers est un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché. »

5-Alain Couret et Hervé le Nabasque (Dir), op cit, p 43

مصطلح على تسميتها بالشركة المسيرة وتضع إلى مراقبة جهاز يتمتع بالاستقلال الإداري والمالي¹. وبعبارة أخرى، يقصد بالسوق المنظمة أو البورصة ذلك المكان الذي يتم فيه التعامل بالأدوات المالية من أسهم وسندات وحصص في أوقات محددة ووفقا للأنظمة القانونية الجاري بها العمل، وتدار من قبل شركة مصطلح عليها بالشركة المسيرة للبورصة، وتضع إلى رقابة سلطات السوق المالية الفرنسية التي تقابلها بالمغرب الهيئة المغربية لسوق الرساميل. وأضاف نفس الفقيه بأن السوق المنظمة ليست إلا نظاما يقوم على مبدأ التداول في إطار تدخل السماسرة والوسطاء الذين يلتزمون بتنفيذ أوامر البيع والشراء وفقا للقواعد المنظمة لهذا المجال².

ب: السوق المنظمة سوق بأجهزة محددة قانونا

تتميز الأسواق المنظمة عن غيرها بتدخل عدة أجهزة في العمليات المالية، حيث توجد أجهزة مكلفة بعملية تدبير السوق المالية، وأخرى مكلفة بالرقابة على الأشخاص التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب، بالإضافة إلى الأجهزة التي تعتبر محرك السوق المالية والمتمثلة في أجهزة التوظيف الجماعي. لذا سيتم التعرض بإيجاز لكل من الأجهزة المكلفة بتدبير السوق برمتها، والأجهزة المكلفة بالتوظيف، ثم الجهاز المكلف بالمراقبة.

1: أجهزة التدبير السوق

لا يخفى على جل الباحثين بأن السوق المالية وخاصة سوق رأس المال تتوفر على أجهزة تتكفل بتدبير هذا الأخير وتسييره طبقا للقواعد المنظمة له. وتعتبر الشركة المسيرة للبورصة هي الجهاز الذي أناط به المشرع قانونا مهمة تسيير البورصة، حيث تعد هذه الأخيرة بمثابة العمود الفقري من الجسد الذي يدور حوله نشاط الأجهزة المتدخلة في البورصة. لذا فقد أناط المشرع المغربي مهام إدارة هذه الأخيرة

1-« Un marché réglementé, un système de négociation dans le cadre duquel de multiples agents de fonds et courtiers représentent respectivement des organismes d'investissement de type ouvert et des investisseurs, et qui a pour seule vocation d'assister ces organismes d'investissement dans leurs obligations d'exécuter les ordres d'achat et de vente de part par lesdits investisseurs » Thierry Bonneau, Notion de marché réglementé, Chron, in RD bancaire et fin. N 3, Mai-juin 2018, p 62

ونحت الفقهية A-C MULLER نفس المحى السالف بقولها أن السوق المنظمة هي السوق التي يخضع فيها الأطراف لقواعد السوق الصادرة عن المشرع -وتقصد المدونة النقدية والمالية الفرنسية- ويخضع الأعضاء إلى مراقبة صارمة من قبل سلطة الأسواق المالية AMF.

Anne-Catherine MULLER, Reconnaissance d'un nouveau marché réglementé, in RD bancaire et fin., N 2 mars-avril, 2014, p 66.

²-Frédéric Peltier, Marché financiers et Droit commun, Banque éditeur, 1997, p 16. Hubert de Vauplane et Jean-pierre Borennet, Droit des marchés financiers, Préf. Michel Germain, 3eme édition, Litec, 2001, p 2. Mohamed El mehdi BENSCHIR, instrument financier dérivé et gestion du risque, thèse pour l'obtention du doctorat, université Parix IX dauphine, 2014, p 71. Laurent Cotret, la négociabilité des instruments financier, thèse pour l'obtention du doctorat, université de Reims, 2004, p 83

بشركة مساهمة ذات امتياز، وتمكن هذه الشركة من تسير البورصة بطريقة مباشرة أو عبر شركة تابعة لها تحت مسؤوليتها ويكون غرضها الأساسي هذا التسير¹.

وهكذا، تلعب الشركة المسيرة دورا فعالا في البورصة، حيث تعد بمثابة القلب النابض الذي يضخ الدماء في الجسم، ومعنى هذا أن جميع الأنشطة ذات الصلة بالبورصة تتدخل فيه هذه الشركة. فهي تقوم بتنظيم سير البورصة عن طريق تعليمات تصدرها للمتدخلين في السوق، وتأخذ التدابير اللازمة من أجل الحفاظ على أمن السوق. بالإضافة إلى ذلك، تناط بالشركة المسيرة مهام القيد في جدول الأدوات المالية، كما يمكنها أن تقرر التشطيب على كل أداة مالية. وإذا ظهرت للشركة المسيرة أسبابا موجبة لوقف تسعير الأدوات المالية المقيدة بأحد جداول الأسعار أوقفت التسعير المعمول به، مع احتفاظها بإمكانية استئناف التسعير. وبعبارة أخرى، أناط المشرع المغربي بالشركة المسيرة للبورصة عدة مهام، حيث تتكفل بمهمة تنظيم السوق المالية، ويمكن لها أن تصدر قرارات ذات صبغة تنظيمية، كما يمكنها أن تصدر تعليمات من أجل تفعيل النظام العام لبورصة القيم وذلك طبقا لأحكام القانون رقم 19.14 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين الماليين في الاستثمار². ناهيك أن المشرع أوكل بالشركة المسيرة للبورصة مهمة البت في طلبات القيد بجدول أسعار البورصة وشطبها منه. وتعلن الشركة المسيرة عن إدراج الأدوات المالية في جدول أسعار البورصة حسب القواعد المحددة في النظام العام للبورصة³.

2: أجهزة التوظيف

يرتكز نشاط هيئات التوظيف الجماعي بمسألة التدبير الجماعي للأسهم والحصص أو السندات أو الصكوك الاستثمارية. ويمكن تعريف التدبير الجماعي بأنه: "طريقة من طرق إدارة الحقوق والأصول من قبل كيانات قانونية محدثة خصيصا لهذه الغاية. ويقوم هذا الكيان القانوني بإدارة الأصول والحقوق لفائدة مستثمر أو عدة مستثمرين بشكل الذي يؤدي إلى الحفاظ على حقوقهم"⁴.

- 1- حسن السوسي، الموجز في القانون المالي، القوانين المنظمة للبورصة تحت المجهر، الطبعة الأولى، دار السلام الرط، 2020، ص111 وما بعدها
- 2- ظهير شريف رقم 1.16.151 صادر في 21 من ذي القعدة 1437 الموافق ل 25 غشت 2016 بتنفيذ القانون رقم 19.14 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين الماليين في الاستثمار، ج ر ع 6501 بتاريخ 19 شتنبر 2016.
- 3 -المادة 17 من القانون 14-19 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي.
- 4- ينقسم نشاط التوظيف الخاص لأدوات المالية إلى ثلاثة أقسام، فأما القسم الأول، فيتعلق لتوظيف لحساب الغير، حيث يقوم الشخص المكلف لتوظيف ببذل جهده قصد حسن إدارته للأدوات لحساب المستثمرين الذين كلفوه بهذه المهمة. وأما القسم الثاني، فيتعلق لتوظيف المضمون، حيث يلتزم الشخص المكلف لتوظيف تجاه زبائنه في حديد مبلغ معين وذلك قصد الاكتتاب في أدوات مالية محددة والتي لم يستطع اكتتابها. وأما القسم الثالث، فيتعلق لتوظيف المعلق، حيث يقوم المكلف لتوظيف الجماعي لاكتتاب أو شراء أدوات زبونه قبل بيعها، ويمكنه الاحتفاظ لأدوات التي لا يمكنه تفويتها.

L'activité de placement d'instruments financiers se décline sous trois formes distinctes. Le placement pour compte de tiers : le placeur fait ses meilleurs efforts pour placer les titres auprès d'investisseurs. Le placement garanti : le placeur s'engage envers le client à placer les titres à due concurrence d'un certain montant, et souscrit ou achète lui-même les titres qu'il n'a pas pu placer. La prise ferme : le placeur souscrit ou achète les titres du client avant de les revendre dans le cadre du placement et, par la force des choses, conserve ceux qu'il ne peut céder. Bertrand de Saint Mars, le placement d'instrument financier, élément sur un cadre normatif en évolution, in Mélang. en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly édition, 2017, p523

وهكذا، فإن أجهزة التوظيف الجماعي متنوعة ومتعددة بتعدد الغايات التي أنشئت من أجلها، حيث نظم المشرع المغربي هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة التي تتولى عملية بيع وشراء الأدوات المالية وإدارة المحافظ المالية لفائدة المستثمرين الذين يرغبون في شراء الحصص أو الأسهم وكذا بيعها في كل وقت وحين بناء على طلبهم¹. كما نظم المشرع المغربي صندوق التوظيف الجماعي للتسديد² الذي ينحصر غرضه في تملك الديون أو الأصول المؤهلة لمؤسسة أو مجموعة من المؤسسات معتمدة وفقا للأحكام التشريعية المنظمة له، وذلك قصد إصدار سندات الدين أو إصدار شهادات الصكوك المثلة لأصول مؤهلة وملموسة مطابقة لقواعد الشريعة. وبمعنى آخر، إن مهمة وغاية صندوق التوظيف الجماعي للتسديد تتمثل في تملك واقتناء الديون التي يتنازل عنها البنك أو مؤسسة الائتمان أي المؤسسة المبادرة، أو تملك أو استثمار أصول مؤهلة لمؤسسات مبادرة ويمكن بالنسبة للصناديق المصدرة لشهادات الصكوك استثمار أو التملك المذكورين لفائدة المؤسسة المبادرة، أو منح تمويلات لمؤسسة أو مجموعة من مؤسسات مبادرة بهدف تملك أو حيازة أصول مؤهلة أو إنجاز استثمارات، تستفيد من ضمانات متعلقة بهذه الأصول³. فالغاية الأساسية لصناديق التوظيف الجماعي للتسديد تتجسد في تملك الديون والأصول المؤهلة الموافقة لقواعد الشريعة. إلى جانب ما تقدم، أوجد المشرع المغربي جهازا آخر يصطلح عليه بصندوق التوظيف الجماعي لرأس المال⁴، حيث إن الغاية التي من شأنها نظم المشرع المغربي تتمثل في تملكه الأصول المالية ووظيفتها عن طريق تمويل المقاولات الصغرى والمتوسطة التي تحتاج إلى التمويلات اللازمة من أجل الشروع في ممارسة النشاط أو من أجل توسيع النشاط الممارس.

3: أجهزة المراقبة

أحدث المشرع المغربي أسوة بالتشريعات المقارنة هيئة مستقلة وقائمة بذاتها بقصد مراقبة وضبط العمليات الرائجة بالسوق المالية والإشراف على هذه الأخيرة من أجل تحقيق شفافية عمليات البورصة وضمان المساواة بين مختلف المتدخلين في السوق، وذلك بقصد الضرب من حديد على أيادي المستبدلين وبتكر كل التجاوزات التي من شأنها المساس بالسوق المالية. لذلك، تعتبر الهيئة المغربية لسوق الرساميل الجهة المخول لها قانونا مراقبة وتنظيم السوق المالية من أجل حماية الادخار. وهكذا، فإن الهيئة المغربية

1- للمزيد من التفصيل، راجع:

RIASSETTO Isabelle et Michel STORCK, les organismes de placement collectif, T 1, OPCVM,

Joly éditions, 2016, p 95 et suiv

أحكّد آيت الطالب، التنظيم القانوني للسوق المالي المغربي، البنات والفاعلون، الطبعة الأولى، مطبعة المعارف الجديدة، 2006 ص 244 وما بعدها.

2- المادة الأولى من القانون 69.17 الصادر بظهير شريف رقم 1.18.24 صادر في 25 من رجب 1439 الموافق ل 12 أبريل 2018 بتنفيذ القانون رقم 69.17 والقاضي بتغيير و تتميم القانون رقم 33.06 المتعلق بتسديد الأصول، ع ج ر 6667 بتاريخ 6 شعبان 1439 الموافق ل 23 أبريل 2018.

3- Thierry Granier et Coryne Jaffaux, La titrisation, aspects juridiques et financiers, 2ème édition, éconómica, 2004, p38

4- ظهير شريف رقم 1.15.07 صادر في 29 من ربيع الآخر 1436 الموافق ل 19 فبراير 2015 والقاضي بتنفيذ القانون رقم 18.14 القاضي بتغيير و تتميم القانون رقم 41.05 المتعلق بهيئات توظيف الجماعي لرأس المال.

لسوق الرساميل تعتبر شرطي السوق المالية، حيث تعمل على خلق مناخ متزن وشفاف للاستثمار، وذلك بدفع كل ما من شأنه أن يضر بمصالح السوق المالية و بالمتدخلين فيها، إذ تتمتع الهيئة بسلطات عديدة منها: السلطة التنظيمية، والسلطة الرقابية، والسلطة الاستشارية. فأما السلطة التنظيمية، فتتعلق بتنظيم السوق المالية وإصدار دوريات تنطوي على مقتضيات ترمي إلى تنظيم سير السوق ويلتزم المتدخلون بالأحكام التي أصدرتها الهيئة. وأما السلطة الاستشارية، فيمكن للحكومة أن تستشير الهيئة المغربية لسوق الرساميل بشأن مسألة معينة من المسائل التي من شأنها التأثير على ممارسة صلاحياتها وفقا للمادة 3 من القانون المنظم للهيئة المغربية لسوق الرساميل¹. وأما السلطة الرقابية، فتتعلق بمهمة مراقبة جميع الفاعلين الاقتصاديين المتدخلين في السوق المالية، حيث تخضع لمراقبة الهيئة كل من الشركة المسيرة للبورصة وشركات البورصة وأجهزة التوظيف الجماعي. وترقب علاوة على ذلك المعلومات المطلوبة للأشخاص الاعتبارية والهيئات التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب².

ثانياً: المفهوم الحديث للسوق المالية الموازية

نشأ مفهوم السوق المالية الموازية في رحم الثقافة الأنكلوسكسونية وانتقل إلى الدول الأوروبية، حيث أرسى البرلمان الأوروبي مسطرة لإدراج الأدوات المالية بسوق غير السوق المسعرة فيها اصطلاح عليها بمسطرة الإدراج الموازية والسوق الذي تسعر فيه بعد ذلك يصطلح عليه بالسوق المالية الموازية. وبعبارة أخرى، قد يرغب أحد الفاعلين الاقتصاديين بإصدار أدوات مالية في سوق دولة غير الدولة التي يتواجد بها مقره الاجتماعي، وتعتبر هذه الأخيرة سوقاً موازية وتخضع لمراقبة سلطات السوق المالية الأوروبية إذا سعت الأدوات المالية بأحد جداول الأسعار بورصة الدول الأعضاء؛ أي دول أعضاء الاتحاد الأوروبي. لذا، تم تقسيم هذا المطلب إلى نقطتين، يشمل هذا الشق الأول السوق الموازية كمفهوم غربي حديث (أ)، والشق الثاني السوق الموازية باعتبارها سوقاً منظمة بشكل غير مباشر (ب)، ثم نعرض في الشق الأخير للمنصات الرقمية كأسواق موازية افتراضية (ت)

أ: السوق الموازية سوق غير منظم

تعتبر السوق الموازية تلك السوق المتواجدة بدولة أخرى وتتداول بها أدوات مالية مصدرها يتواجد بدولة غيرها، ومعنى ذلك أن أحد مصدري الأدوات المالية قد يتواجد مقره الاجتماعي بفرنسا ويمكن له أن يسعر أدواته في السوق المالي لأحد الدول الأوروبية، واصطلح الفقه الفرنسي على هذه العملية بمسطرة الموازاة، حيث ترمي هذه الأخيرة إلى السماح بتداول أدوات مالية سواء الأسهم أو سندات الدين أو شهادات الصكوك في سوق معروف ومنظم كالسوق المالية بفرانكفورت الألمانية إذ يمكن أن يتم تسعير أدوات مالية فرنسية وتتداول في هذه السوق الأخيرة، وتتوقف مسطرة الإدراج الموازي على تدخل سلطات السوق المالية الأوروبية المصطلح عليها (European securities and markets Authority)

1 - سلمى بوزن، الهيئة المغربية لسوق الرساميل، رسالة ليل شهادة الماستر في القانون العام للأعمال، كلية العلوم القانونية و الاجتماعية والاقتصادية جامعة الحسن الأول بسطات، 2015-2016، ص 114
2- حسن السوسي، م س، ص 219.

وذلك من أجل مراقبة مدى احترام المصدر لأدوات المالية القابلة للتداول في السوق الأوروبية للأنظمة القانونية الجاري بها العمل. ويشترط علاوة على ذلك أن ينتمي المصدر إلى إحدى دول الأعضاء للاتحاد الأوروبي، وبعد أن يتم فحص الملف المقدم من المصدر واحترامه كافة الالتزامات المفروضة عليه خاصة تلك المتعلقة بالالتزام بالإعلام، تؤثر اللجنة الأوروبية عليه وتأخذ قرار الموافقة وبالتالي إدراج الأدوات المالية في السوق الموازي المنظم¹.

وهكذا، فقد ذهب بعض الفقه² إلى القول بأن المنصات الرقمية التي تسمح بتداول الأدوات المالية تعتبر سوقا موازية على اعتبار أن التداول في هذه المنصات مقيد بشروط دقيقة ويخضع شأنه شأن البورصات الكلاسيكية للمراقبة من قبل الأجهزة المتدخلة في السوق سواء تعلق الأمر بالشركة المسيرة للبورصة في إطار اختصاصاتها ذات الصبغة التنظيمية أو سلطة السوق التي عهد إليها بمهام المراقبة والتدقيق وبتنظيم كل التجاوزات التي من شأنها أن تعيق سير السوق.

والواضح مما تقدم، أن السوق المالية الموازية تعتبر سوقا منظمة بالمفهوم السابق تحديده، على اعتبار أن السوق الموازي الذي تتداول فيه الأدوات المالية المصدرة من قبل أحد الفاعلين الاقتصاديين الذين ليس لهم المقر الاجتماعي بالدولة الأوروبية، وبالتالي فالسوق المالية الفرنسية أو الألمانية بالنسبة للفاعل الاقتصادي الذي يرغب في إصدار أدواته المالية وتداولها بهذين السوقين وله مقر اجتماعي بالبرتغال، فالسوقان الفرنسي والألماني يعتبران سوقين ماليين موازيين، ولا تكتسب هذه الصفة إلا بعد القيام بمسطرة الإدراج الموازية.

تأسيسا على ما سبق، يمكن القول بأن السوق الموازية تتطلب قبول الأدوات المالية في السوق غير السوق المتواجد فيها المصدر، فإذا رغبت إحدى الشركات بتسويق أدواتها المالية بالسوق المالية الأمريكية فيجب عليها أن تخضع للشروط التي يفرضها القانون الأمريكي³، كما أن ملف الإدراج يخضع لمراقبة لجنة البورصة والأدوات المالية الأمريكية (Securities and exchange commission).

1- « La procédure d'équivalence vise principalement à permettre la négociation des actions sur des marchés de pays tiers reconnus comme équivalant à des marchés réglementés européens. Cela implique l'intervention de la commission européenne qui examine si le cadre juridique et le dispositif de surveillance d'un pays tiers garantissent qu'un marché reconnu dans ce pays tiers respecte les exigences imposées par l'Union européenne à ses états membres. Après cette période d'examen, la procédure d'équivalence s'achève par une décision d'exécution de la commission européenne indiquant les marchés des pays tiers comme équivalent à des marchés réglementés européens ». Octavian David, op cit, p 31

2- voir dans ce sens : IRIS M. BARSAN, La régulation des plateformes de financement participatif, in Droit et patrimoine, N 274, novembre 2017, p 30. Anne-Valérie Le fur, Le crowdfunding : le cadre juridique national et le futur cadre européen, in Droit et patrimoine, N 274, novembre 2017. Frédéric Hastings, Une plateforme en ligne pour les locataires de baux commerciaux, in Droit et patrimoine, N 274, novembre 2017, p 12. Marie LAMENSCH et Edoardo TRAVERSA, les plateformes numériques : développement récent en matière fiscale, in revue internationale de droit économique, N 3, 2019, p 329 et suiv.

3-Frank J. Fabozzi, Handbook of finance, Vol 1, First edition, John Wiley and sons inc, 2008, p 237.

ومجمل القول، إن السوق المالية الموازية تعتبر نظاما متعدد الأطراف يمكن كل الفاعلين الاقتصاديين الوطنيين والأجانب من تسعير أدواهم المالية وتداولها بشكل آمن شريطة أن يستوفي كافة الشروط التي تفرضها الأنظمة القانونية.

ب: السوق الموازية مسطرة منظمة بشكل غير مباشر

ليس يخفى على الجميع الأهمية الاقتصادية التي تلعبها الأسواق المالية في تحقيق النماء وتحقيق التنمية الشاملة، فهي أقرب لأن تكون أشبه بالجهاز العصبي الذي تنعكس من خلاله كافة المؤثرات السياسية والاقتصادية، وبالتالي تعتبر السوق المالية القلب النابض للاقتصاد وآلية هامة لجمع المدخرات والاستثمارات وتوجيهها نحو المشاريع الإنتاجية لتحقيق التنمية¹.

ونظرا للأهمية الاقتصادية للأسواق المالية، فتح المشرع المغربي فتح المشرع الفرنسي حيث قام بتنظيم مسطرة الإدراج بطريقة مختلفة نوعا ما، إذ مكن المشرع المصدرين تسعير أدواهم وفقا للمقتضيات القانونية، فحاء بموجب المادة 59 من القانون رقم 70.14 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي العقاري ما يلي: "يجوز أن تصدر هيئة التوظيف الجماعي العقاري السندات وفق الشروط المنصوص عليها في نظام التسيير، بعملات أجنبية وأن تخضع لتشريع أجنبي مع التقيد بالنصوص التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالصرف. تتميما لأحكام القانون 44.12 السالف الذكر، تعتبر السندات المذكورة في الفقرة الأولى أعلاه بمثابة أدوات مالية حسب مدلول القانون المذكور.

يمكن لنظام تسيير هيئة التوظيف الجماعي العقاري غير مقيدة في جدول أسعار بورصة القيم أن ينص على منع تفويت السندات التي تصدرها أو وضع شروط لتفويت المذكور.

كما نص المشرع المغربي بمقتضى المادة 6 من القانون رقم 69.17 المتعلق بتسديد الأصول والمغير والمتمم للقانون رقم 33.06 على أنه: "يمكن لصندوق التوظيف الجماعي للتسديد أن يصدر السندات كما تم تعريفها في المادة 2 أعلاه، وفقا للشروط المحددة في نظام التسيير.

يمكن أن تحرر هذه السندات بعملة أجنبية أو أن تخضع لتشريع أجنبي".

والواضح من هاتين المادتين، أن المشرع المغربي وفر إمكانية إدراج الأدوات المالية بسوق أجنبية وتخضع هذه الأخيرة للقوانين الأجنبية وتسعر بالعملة الأجنبية. وبعبارة أخرى، نظم المشرع المغربي إدراج الأدوات المالية وتداولها بأسواق موازية وتسعر بعملة أجنبية مع خضوعها إلى القانون الأجنبي، ومعنى ذلك أن الأدوات المالية التي تسعر في أحد الأسواق المالية الأجنبية تخضع للقوانين الأجنبية ولسلطات الرقابة الأجنبية، الأمر الذي يبين بشكل جلي مسطرة الإدراج الموازية التي تبناها المشرع المغربي، وإن كان لم يفصح عنها بشكل مباشر وأغفل تسميتها بنفس التسمية التشريعية الفرنسي.

1- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحريك الأسواق، دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية، دار النشر للجامعات، 2009، ص 38

بالإضافة إلى ما سبق، تعتبر المنصات الرقمية الصورة الثانية من صور السوق الموازية، حيث تعتبر مكانا افتراضيا يمكن كل من المستثمرين والمدخرين من استثمار أموالهم وتوظيفها باقتناء أدوات مالية قابلة للتداول إلكترونيا. وبعبارة أخرى، تعد المنصات الرقمية آلية ابتكرت من أجل تقريب تداول الأدوات المالية من قبل فئات كبرى لم تستطع لحقب من الزمن التداول بالطريقة الكلاسيكية. وغير خاف أن منصتي (Forex) و(ETORO) تعتبران من أبرز الأسواق المالية الموازية للتداول في الأدوات المالية وغيرها¹.

ت: المنصات الرقمية أسواق موازية افتراضية

73

تلعب المنصات الرقمية دورا هاما في الحياة اليومية ولا يمكن للإنسان في مختلف أنحاء العالم ألا يقوم بتصفح المنصات الرقمية بمختلف مشاربها سواء ذات الصبغة الاجتماعية أو الاقتصادية². وساهمت المنصات الرقمية في تقريب عدة خدمات للزبائن كإقتناء السلع والبضائع دون الذهاب إلى المتاجر الكبرى أو الصغرى، ولم تلبث المنصات عند هذا الحد، بل مست القطاع البنكي والمالي³، حيث انتشرت في الآونة الأخيرة منصات للتعامل الرقمي وذلك باقتناء الأسهم والسندات المطروحة للتداول في البورصات الغربية، الأمر الذي أدى إلى إحداث زعزعة في السوق المالية ولم يتمكن المشرع المغربي على غرار مشرعي الدول المتقدمة من تنظيم المنصات الرقمية، وإنما اكتفى المشرع الفرنسي، وتبعه في ذلك المشرع المغربي، بتنظيم بعض الأساليب التمويلية المتداولة في منصات رقمية محدثة لهذه الغاية⁴. إلى جانب ذلك، فإن المشرع الفرنسي لم يفرد تعريفا دقيقا للمنصات الرقمية⁵، وإنما قام بتحديد أبعادها من خلال تعريف مشغل المنصة (Opérateur de la plateforme). بمقتضى المادة 7-111 L. من المدونة الاستهلاكية التي جاء فيها ما يلي: "يعتبر مشغلا لمنصة رقمية كل شخص ذاتي أو اعتباري يقترح، لأغراض مهنية، ومقابل مكافأة مادية أو بدونها، خدمات التواصل العام مع الجمهور"⁶.

1- Alexandre PIZZAFERRI, op cit, p 19.

2-Fernanda Sabrini, La notion de la plateforme au cœur des nouvelles relations entre professionnels, regards croisés entre deux réglementations : P2B vs la loi pour une république numérique, RTD.com, N 1, 2020, p 215; Julie Charpenet, Plateformes digitales et états : la corégulation par les données. Le cas des requêtes gouvernementales, Revue internationale de droit économique, N 3, 2019, p 364 ; Anne Trescases, Les plateformes : Assureurs du XXIe siècle, Revue internationale de droit économique, N 3, 2019, p 292

3 -V : Marjane Mabrouk, un vent nouveau souffle sur la banque d'investissement, Revue banque, N 821 bis, 2018, p 16

4-ظهر شريف رقم 1.21.24 صادر في 10 رجب 1442 الموافق ل 22 فبراير 2021 بتنفيذ القانون رقم 15.15 المتعلق لتمويل التعاون، ج ر ع 6967 بتاريخ 8 مارس 2021، ص 1757

5- Fernanda Sabrini, op cit, p 222

6- 1^{er} alinéa de l'article L.111-7 du code de la consommation dispose que : I.-Est qualifiée d'opérateur de plateforme en ligne toute personne physique ou morale proposant, à titre professionnel, de manière rémunérée ou non, un service de communication au public en ligne reposant sur :

1° Le classement ou le référencement, au moyen d'algorithmes informatiques, de contenus, de biens ou de services proposés ou mis en ligne par des tiers ;

2° Ou la mise en relation de plusieurs parties en vue de la vente d'un bien, de la fourniture d'un service ou de l'échange ou du partage d'un contenu, d'un bien ou d'un service. »

وهكذا، فقد اختلفت آراء كل من الفقهاء والمتخصصين ولم يقطعوا بتعريف دقيق يحدد المقصود بمنصات الرقمية، وتبيان مقومات إحداثها، بحيث عرفها البعض بقولهم أن المنصات الرقمية ليست إلا فضاءات منشأة في شبكة الانترنت وتقوم بعرض خدمات مالية أو تجارية أو غيرها، ومعنى آخر تمكن المنصات الرقمية الحديثة من تقريب الخدمات ذات الطبيعة التجارية أو المالية أو البنكية أو الصناعية من طالبيها¹. وذهب بعض الفقه المتخصص في القانون البنكي والمالي إلى القول أن المنصات الرقمية بمعناها السابق ساهمت في خلق ظاهرة بنكية حديثة تسمى بالانفتاح البنكي والتي تقابلها باللغة الانجليزية عبارة (Open Banking)، ومعنى ذلك أنه يمكن للمؤسسات البنكية الانصهار مع التطورات والتغيرات الرقمية وذلك بعرض المنتجات البنكية عبر منصات تحدثها لهذه الغاية².

بالإضافة إلى ذلك، فإن المنصات الرقمية من شأنها خلق منافذ التمويل متعددة للمقاولات الصغرى والمتوسطة التي تحتاج إلى التمويلات وترغب في تنويع محفظتها التمويلية، حيث تعتبر المنصات آلية هامة لضخ الأموال في خزانة المقاول من جهة، ويمكنها فضلا عن ذلك طرح أدواتها المالية بقصد الاكتتاب من طرف المستثمرين الأجانب من جهة أخرى³.

وتجدر الإشارة إلى أن المنصات الرقمية الحديثة كمنصتي (Forex) و(ETORO) تعتبر أسواقا موازية، حيث يمكن لمستثمر في المغرب أن يسجل معلوماته الخاصة سواء الشخصية أو البنكية ويصبح مالكا لحساب بإحدى هاتين المنصتين ويقوم باقتناء أدوات مالية من أسهم وسندات وحصص صناديق التوظيف في أسواق مالية غريبة. وفي المقابل، يمكن للمقاولات عرض سنداتهم وأسهمهم عبر المنصة بقصد الاكتتاب فيها، حيث تعتبر هذه المنصات الرقمية قنوات لتوظيف الأموال والحصول على التمويلات التي تبحث عنها المقاولات، وأضحى من السهل على المقاولات بعد استيفاء بعض الشروط التي تطلبها المنصة والمؤشر عليها من قبل سلطات السوق أن تعرض أدواتها المالية للاكتتاب.

وقد أثارت الطبيعة القانونية للمنصات المالية الرقمية اللغط بين الفقه والمتخصصين، حيث ذهبوا إلى مذهبين مختلفين، فأما المذهب الأول⁴ فيرى مؤيدوه بأن المنصات الرقمية ليست إلا وسيطا بين المستثمر والشركة المكتتب في أسهمها أو سنداتهما، وتخضع بذلك لأحكام شركات البورصة التي تمارس الوساطة،

1-Anne Trescases, les plateformes : assureur du XXIe siècle ?, revue internationale du droit économique, N 3, 2019, p 292.

2-Sévrine Leboucher, Open Banking, quand les écosystèmes s'ouvrent, Banque&stratégie, N 370, 2018, p 3.

3-Marie Pueblas, Baptiste Mazurier, Sévrine Saing, et David Pliczer, vers des plates-formes financières pour le trésor d'entreprise, Banque&stratégie, N 370, 2018, p 22 et suiv

4- Fernanda Sabrinni, idem

5- Marie Lamensch et Edoardo Traversa, Plateformes numériques : développements récents en matière fiscale, Revue internationale de droit économique, N 3, 2019, p 330.

بحيث تلتزم المنصة بمجموعة من الالتزامات التي تلتزم بها شركات البورصة التي تمارس الوساطة المالية. كما أنه يمكن لشركات البورصة إنشاء منصات مالية ودعوة كل من المصدرين الوطنيين والأجانب إلى عرض أدواتهم المالية. وأما المذهب الثاني، فقد نحا أنصاره إلى القول أن المنصات الرقمية تعد تقنية الكترونية غير منظمة ولا تمارس مهام الوساطة التي تمارسها شركات البورصة، ومعنى ذلك أن المنصات الرقمية تعتبر آلية لتقريب الخدمات المالية من جهة، وجذب الاستثمارات والمدخرات من جهة أخرى¹. علاوة على ما تقدم، يمكن لشركات البورصة أو البنوك أن تنشئ منصات رقمية خاصة بها أو موحدة ولا يمكن القول بأن هذه الأخيرة وسيط بين المؤسسة المالية وزبائنها، وإنما المؤسسة البنكية هي التي تعتمد هذه التقنية لتقريب خدماتها، وإذا ثار نزاع بين المؤسسة البنكية أو المالية، يمكن للزبون رفع دعوى مباشرة على المؤسسة المالية المسيرة للمنصة².

ومجمل القول، أصبحت للمنصات الرقمية المالية أهمية بالغة ولها دور فعال على المستوى الدولي في جذب المدخرات والمستثمرات، الأمر الذي دفع بالعديد من الشركات المعبر عنهم اختصارا (BATX) و³(GAFA) إلى إحداث منصات خاصة بالمعاملات الرقمية، ومن شأن هذه الأخيرة سحب البساط من الأسواق المالية المنظمة على اعتبار أن المعاملات التي تتم عن طريق المنصات أكثر جاذبية ولا تقيد المستثمر والمدخر بقيود وشروط مجحفة، بل تسهل عليه إمكانية إصدار أوامر بالبيع أو شراء الأدوات المالية أينما وجد ودون عناء أو نفقات تثقل كاهله.

المجلة الإلكترونية للأبحاث القانونية

- 1- V : Bruno Mellado, Alexandra Lecompte, Ivar wiersma, et Christophe van cauwebergh, L'innovation dans la banque d'entreprise d'aujourd'hui, Revue banque Numéro spécial, Mars 2017, p 10. Sébastien Haméon, Face à la révolution numérique, la segmentation bancaire n'est pas morte, Revue banque, Numéro spécial CFPB, septembre 2019, p 62
- 2- Cf: Yvon MOYSON et Prisca INN, agence bancaire de demain : quelle place pour l'humain ?, Revue banque, N 827-828, 2019, p 90 et suiv
- 3- GAFA est un acronyme désigne quatre entreprises les plus puissants du monde internet à savoir Google, Amazon, Facebook et Apple. Alors que le terme BATX est un acronyme qui désigne les quatre entreprises chinoises concurrentes des géants américains de technologies, à savoir Baidu, Alibaba, Tencent, et Xiaomi. V dans ce sens : Hubert de Vauplane, La réglementation, allié ou ennemi des big techs ? Revue banque, N 842, 2020, p 33. Elisabeth coulomb, Jusqu'à ou les GAFA iront-ils ? Revue banque, N 821, 2018, p 3

خاتمة:

لا يخفى على الجميع أن الأسواق المالية الدولية تقوم على مبدأ أساسي وهو مبدأ الأمولة (Financiarisation) الذي يفيد أن إعطاء القيمة المالية لكل شيء بقصد جلب الأموال والاستثمارات وبالتالي ارتفاع المضاربات البورصوية، وامتد هذا المبدأ ليتمكن جميع الفاعلين الاقتصاديين من تسعير أدوات مالية بأسواق خارجية يصطلح عليها بالأسواق المالية الموازية. ومعنى آخر أصبحت الأمولة ضرورة ملحة بقصد الانفتاح الاقتصادي الواسع وبالتالي إجراء تغييرات بنوية في الأسواق المالية، الأمر الذي أدى إلى خلق أسواق مالية حديثة تتميز بقبود مخففة بالمقارنة مع الأسواق الكلاسيكية. فلذلك، يتعين على سلطة الرقابة أن تراقب هذه الأسواق الحديثة والتي تتميز بسرعة انتشارها وتقلص دور البنوك وشركات البورصة وأجهزة التوظيف لجماعي بمختلف مشاربها، وترمي إلى جذب أموال مختلف شرائح المجتمع وتشجعهم على الكسب وجني الأرباح. كما يجب وضع الآليات القانونية والضمانات الكفيلة بحسن سير هذا النوع من الأسواق الحديثة- كمنصة (Forex) و(Etoro) للتداول والمضاربة في الأدوات المالية- وذلك بقصد تلافي الهزات المالية والركود الاقتصادي الذي من شأن هذه الأسواق أن تحدثه.

بالإضافة إلى ذلك، يجب خلق لجنة تابعة للهيئة المغربية لسوق الرساميل تنحصر مهمتها في مراقبة تطور هذه الأسواق الحديثة و تأطيرها وذلك حتى يتم خلق أرضية آمنة للمستثمرين الراغبين في التعامل بهذه الأسواق من جهة، ومن جهة أخرى يتعين على مكتب الصرف أن يمارس دوره في التعامل في هذه الأسواق الموازية خاصة المنصات الرقمية التي تعتبر النقود الافتراضية ومنها (Bitcoin) وغيرها الأدوات التي يتم من خلالها اقتناء وبيع الأدوات المالية المتداولة بها.

لائحة منابع المقال

أولا: باللغة العربية

1- المصادر:

• القوانين:

- ✓ الظهير الشريف رقم 1.21.24 صادر في 10 رجب 1442 الموافق ل 22 فبراير 2021 بتنفيذ القانون رقم 15.15 المتعلق لتمويل التعاون، ج ر ع 6967 بتاريخ 8 مارس 2021.
- ✓ الظهير الشريف رقم 1.18.24 صادر في 25 من رجب 1439 الموافق ل 12 أبريل 2018 بتنفيذ القانون رقم 69.17 والقاضي بتغيير و تتميم القانون رقم 33.06 المتعلق بتسديد الأصول، ع ج ر 6667 بتاريخ 6 شعبان 1439 الموافق ل 23 أبريل 2018.
- ✓ الظهير الشريف رقم 1.16.151 صادر في 21 من ذي القعدة 1437 الموافق ل 25 غشت 2016 بتنفيذ القانون رقم 19.14 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين الماليين في الاستثمار، ج ر ع 6501 بتاريخ 19 شتنبر 2016.
- ✓ الظهير الشريف رقم 1.15.07 صادر في 29 من ربيع الآخر 1436 الموافق ل 19 فبراير 2015 والقاضي بتنفيذ القانون رقم 18.14 القاضي بتغيير و تتميم القانون رقم 41.05 المتعلق بميثاق التوظيف الجماعي لرأس المال. الجريدة الرسمية عدد 6342 الصادرة بتاريخ 21 جمادى الأولى 1436 (12 مارس 2015).

2- المراجع

مراجع عامة

- ✓ أحمد شكري السباعي، الوسيط في الشركات والمجموعات ذات النفع الاقتصادي، شركات المساهمة، الجزء الثالث، مطبعة المعارف الجديدة الدار البيضاء، 2012.
- ✓ إلياس ناصيف، موسوعة الوسيط في القانون التجاري، الجزء الثاني، الشركات التجارية، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2008.
- ✓ عز الدين بنستي، الشركات في القانون المغربي، الطبعة الثانية، مطبعة النجاح الجديدة، 2018.
- ✓ وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الأول، قضايا نقدية و مالية، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، 2003.

مراجع خاصة

كتب متخصصة

- ✓ أحمد آيت الطالب، التنظيم القانوني للسوق المالي المغربي (البنيات والفاعلون)، دراسة قانونية استشرافية لهيكل السوق المالي ولتدخلات الفاعلين فيه على ضوء آخر الإصلاحات، مطبعة المعارف الجديدة، 2006.
- ✓ حسن السوسي، الموجز في القانون المالي، القوانين المنظمة للبورصة تحت المجهر الطبعة الأولى دار السلام الرباط 2020.
- ✓ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996.
- ✓ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة و الاستثمار و تجارة المشتقات وتحرير الأسواق، دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، 2009.
- ✓ شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر الطبعة الأولى، 2002.
- ✓ فاروق إبراهيم جاسم، الأطر القانونية لأسواق الأوراق المالية، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، 2016.
- ✓ محمد شكري الجميل العدوي، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية، دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجماعي، 2012.

- ✓ موفق خالد إبراهيم، الجوانب القانونية للمتاجرة بالهامش في الأسواق المالية، دراسة تحليلية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى 2014.
- ✓ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق المال، منشأة المعارف، 2006.

الأبحاث الجامعية:

- ✓ محمد أمهري، الأدوات المالية الآجلة المتداولة في السوق المالية، دراسة قانونية، مالية، سيسي، أطروحة لنيل الدكتوراه في القانون الخاص، جامعة محمد الخامس، أكادال، السنة الجامعية 2018-2019.
- ✓ روضام الطاكي، أحكام التسعير في الشريعة و القانون الوضعي، أطروحة لنيل الدكتوراه في العلوم القانونية، جامعة الحسن الثاني، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية- عين الشق، 2007-2008.
- ✓ سلمى بوزن، الهيئة المغربية لسوق الرساميل، رسالة لنيل شهادة الماستر في القانون العام للأعمال، كلية العلوم القانونية والاجتماعية والاقتصادية جامعة الحسن الأول بسطات، 2015-2016.

ثانيا: باللغة الفرنسية

1-Ouvrages :

- ✓ Alain. Couret et Hervé Le Nabasque (Dir), Droit financier, 3eme édition, Dalloz, 2019
- ✓ Frédéric Peltier, Marché financiers et Droit commun, Banque éditeur, 1997.
- ✓ Gérard. Cornu, Vocabulaire juridique, Co-édition Point delta et PUF, 2011.
- ✓ Hubert de Vauplane et Jean-pierre Borennet, Droit des marchés financiers, Préf. Michel Germain, 3eme édition, Litec, 2001.
- ✓ Isabelle RIASSETTO et Michel STORCK, les organismes de placement collectif, T1, OPCVM, Joly éditions, 2016,
- ✓ Carbonnier. Jean Droit et passion du droit sous la V^e République, Edition Flammarion, 1996
- ✓ Dabin. Léon, Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières, Ed. Larcier, 2004.
- ✓ Thierry Bonneau. et France Drummond, Droit des marchés financiers, Troisième édition, economica, 2010.
- ✓ Thierry Granier et Coryne Jaffaux, La titrisation, aspects juridiques et financiers, 2ème édition, economica, 2004.

2-Thèses :

- ✓ Johan PROROK, la responsabilité civile sur les marchés financiers, thèse pour l'obtention du doctorat, université Panthéon Assas, 2016.
- ✓ Laurent Cotret, la négociabilité des instruments financier, thèse pour l'obtention du doctorat, université de Reims, 2004.
- ✓ Mohamed El mehdi BENSGHIR, instrument financier dérivé et gestion du risque, thèse pour l'obtention du doctorat, université Parix IX dauphine, 2014.

3-Articles :

- ✓ Alexandre PIZZAFERRI, une étude sur la marché de FOREX, in Banque & stratégie, N 396, juillet-aout 2020.
- ✓ Anne-Catherine MULLER, Reconnaissance d'un nouveau marché réglementé, RD bancaire et fin., N 2 mars-avril, 2014.
- ✓ Anne Trescases, Les plateformes : Assureurs du XXI^e siècle, Revue internationale de droit économique, N 3, 2019.
- ✓ Anne-Valérie Le fur, Le crowdfunding : le cadre juridique national et le futur cadre européen, in Droit et patrimoine, N 274, novembre 2017.

- ✓ Bertrand de Saint Mars, le placement d'instrument financier, élément sur un cadre normatif en évolution, in Mélange. en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Joly édition, 2017.
- ✓ Bruno Mellado, Alexandra Lecompte, Ivar wiersma, et Christophe van cauweberghe, L'innovation dans la banque d'entreprise d'aujourd'hui, Revue banque Numéro spécial, Mars 2017.
- ✓ Claude Baj, La réforme des valeurs mobilières, RD bancaire et finan. N 5, septembre-octobre 2004.
- ✓ Elisabeth coulomb, Jusqu'à ou les GAFA iront-ils ? Revue banque, N 821, 2018.
- ✓ Frédéric Hastings, Une plateforme en ligne pour les locataires de baux commerciaux, in Droit et patrimoine, N 274, novembre 2017.
- ✓ Fernanda Sabrini, La notion de la plateforme au cœur des nouvelles relations entre professionnels, regards croisés entre deux réglementations : P2B vs la loi pour une république numérique, RTD.com, N 1, 2020.
- ✓ Hubert de Vauplane, La réglementations, allié ou ennemi des big techs ? Revue banque, N 842, 2020.
- ✓ Isabelle RIASSETTO, le contenu du guide de bonnes pratiques des fonds d'investissement islamiques de l'association luxembourgeoise des fonds d'investissement (ALFI), in Cahier de la finance islamique, N° 4, 2013.
- ✓ IRIS M. BARSAN, La régulation des plateformes de financement participatif, in Droit et patrimoine, N 274, novembre 2017.
- ✓ Julie Charpenet, Plateformes digitales et états : la corégulation par les données. Le cas des requêtes gouvernementales, Revue internationale de droit économique, N 3, 2019
- ✓ Thierry Bonneau, Notion de marché réglementé, Chron, in RD bancaire et fin. N 3, Mai-juin 2018.
- ✓ Marie LAMENSCH et Edoardo TRAVERSA, les plateformes numériques : développement récent en matière fiscale, in revue international de droit économique, N 3, 2019.
- ✓ Marie Pueblas, Baptiste Mazurier, Sévrine Saing, et David Pliczer, vers des plates-formes financières pour le trésor d'entreprise, Banque&stratégie, N 370, 2018.
- ✓ Marjane Mabrouk, un vent nouveau souffle sur la banque d'investissement, Revue banque, N 821 bis, 2018.
- ✓ Octavian David, du marché réglementé au marché équivalent, quand la loi pacte ouvre la boîte de Pandore, in JCP E, N 49, décembre 2019.
- ✓ Sévrine Leboucher, Open Banking, quand les écosystèmes s'ouvrent, Banque&stratégie, N 370, 2018.
- ✓ Yvon MOYSON et Prisca INN, agence bancaire de demain : quelle place pour l'humain ?, Revue banque, N 827-828, 2019.

ثالثا: باللغة الإنجليزية

- ✓ Frank J. Fabozzi, Handbook of finance, Vol 1, First edition, John Wiley and sons inc, 2008
- ✓ Ronald C. Michie, The london Stock Exchange, oxford university press, 1999
- ✓ RUSSEL R. Wasendorf, JR, and Laura Sether, FOREX trading, W&A publishing, 2009.