

ارتباط التحول التشريعي للاقتصاد الإسلامي
بالهندسة المالية: محاولة لا ابتكار العروض العمومية
الإسلامية في سوق بورصة القيم

د. محمد الهادي المكنوزي*

ملخص البحث:

عرفت الخدمات المالية الإسلامية تطورات سريعة على مستوى نوعية المؤسسات والمنتجات، إذ أننا نشير إلى البنوك الإسلامية أو التشاركية في مقابل البنوك الرأسمالية، وإلى الصكوك بوصفها سندات إسلامية في مقابل سندات القرض التي تركز على الفائدة، وإلى تأمين التكافل المرتكز على المبادئ الإسلامية كمرادف للتأمين بالأقساط الثابتة الذي تقدمه شركات التأمين، كما ظهرت بورصات للقيم ومؤشرات إسلامية في مقابل بورصات القيم العادية.

ارتباطا بالأسواق المالية، من المستقر عليه أن العروض العمومية في سوق بورصة القيم "Tender offer" تعتبر من أهم تقنيات التركيز الاقتصادي وأكثرها فعالية، مما يدفع للبحث عن إمكانية تصور إطار قانوني لما يمكن تسميته بـ "العروض العمومية الإسلامية في سوق بورصة القيم"، قصد الاستفادة من مزاياها الاقتصادية بشكل يتماشى مع أحكام الشريعة.

في واقع الأمر، إن القول باستحداث الهندسة المالية الإسلامية لعروض عمومية تتطابق مع أحكام الشريعة، يضعنا أمام تصورين متعارضين:

- فإما أن تعمل المالية الإسلامية على محاكاة الخدمات المالية الرأسمالية

- أستاذ التعليم العالي مؤهل - جامعة محمد الخامس - الرباط - رئيس مركز شمال إفريقيا والشرق الأوسط للدراسات القانونية - المملكة المغربية

بعد ملاءمتها مع أحكامها: فهذا الطرح يتماشى مع منطق الذكاء الاقتصادي الذي يقضي بالاستفادة من إيجابيات نظام اقتصادي والابتعاد عن سلبياته، إلا أنه في مقابل ذلك قد يؤدي سلبيا إلى تقليص الحدود الفاصلة بين المالية الرأسمالية والمالية الإسلامية لدرجة هدم خصوصية هذه الأخيرة.

- وإما الاكتفاء بمنتجاتها أو تطوير منتجات جديدة مع الابتعاد التام عن أي محاكاة المالية الرأسمالية: في هذا السياق، يرى البعض أن المالية الإسلامية تحتاج إلى روح التجديد وإلى نقد الذات بشكل مستمر قصد إظهار خصوصياتها وللتحرر من التأثير الذي تمارسه عليها المالية الرأسمالية. فهذا التصور يدعم خصوصية الخدمات المالية الإسلامية، غير أنه يجرمها من بعض التقنيات التي تضمن نمو حجم المقاولات بشكل سريع. فمن المتعارف عليه مثلا، أن العروض العمومية في سوق البورصة تعتبر من أهم تقنيات التركيز الاقتصادي. لذا، فرفض العروض العمومية الإسلامية في سوق البورصة، يعني حتما رفض الاستفادة من إيجابيات التركيز الاقتصادي.

فمن خلال هذه الدراسة، سيتضح لنا أن التحول التشريعي للاقتصاد الإسلامي؛ لاسيما في شقه المالي؛ يرتبط بقدرة الهندسة المالية على ابتكار منتجات وخدمات جديدة.

المقدمة:

عرفت الخدمات المالية الإسلامية تطورات سريعة على مستوى نوعية المؤسسات والمنتجات، إذ أننا نشير إلى البنوك الإسلامية أو التشاركية في مقابل البنوك الرأسمالية، وإلى الصكوك بوصفها سندات إسلامية في مقابل سندات القرض التي تركز على الفائدة، وإلى تأمين التكافل المرتكز على المبادئ الإسلامية

كمترادف للتأمين بالأقساط الثابتة الذي تقدمه شركات التأمين، كما ظهرت بورصات للقيم ومؤشرات إسلامية في مقابل بورصات القيم العادية.

ارتباطا بالأسواق المالية، من المستقر عليه أن العروض العمومية في سوق بورصة القيم تعتبر من أهم تقنيات التركيز الاقتصادي وأكثرها فعالية، مما يدفع للبحث عن إمكانية تصور إطار قانوني لما يمكن تسميته بـ "العروض العمومية الإسلامية في سوق بورصة القيم"، قصد الاستفادة من مزاياها الاقتصادية بشكل يتماشى مع أحكام الشريعة. في واقع الأمر، إن القول باستحداث الهندسة المالية الإسلامية لعروض عمومية تتطابق مع أحكام الشريعة يضعنا أمام تصورين متعارضين: فإما أن تعمل المالية الإسلامية على محاكاة الخدمات المالية الرأسمالية بعد ملاءمتها مع أحكامها، وإما أن تكتفي بمنتجاتها أو تطور منتجات جديدة مع ابتعادها التام عن أي محاكاة للمالية الرأسمالية. فمن خلال هذه الدراسة، سيتضح لنا أن التحول التشريعي للاقتصاد الإسلامي؛ لاسيما في شقه المالي؛ يرتبط بقدرة الهندسة المالية على ابتكار منتجات وخدمات جديدة.

١. ضرورة التحول التشريعي لبناء اقتصاد إسلامي. ينطلق الاقتصاد

الإسلامي من ثوابت دينية، تجد مصدرها في القرآن الكريم، والسنة النبوية، والتي يتم تكملتها باجتهاد الفقهاء. بيد أن تعدد مظاهر هذا النوع من الاقتصاد، واقتحامه حتى للدول المسيحية ذات التوجه الرأسمالي، وتزايد قيمة وحجم معاملاته، أصبح يفرض الإقدام على تحولات تشريعية.

فالأمر لا يتعلق بتصور لمستقبل الاقتصاد الإسلامي بل بواقع أصبح يفرض نفسه، إذ أن كثير من الدول العربية التي تعتمد قوانين وضعية عملت على ملاءمة تشريعاتها للاستفادة من التمويل الإسلامي بمختلف أشكاله كالبنوك التشاركية، وصناديق الاستثمار الإسلامية، والمؤشرات الإسلامية لبورصات القيم، والصكوك

الإسلامية، وتأمين التكافل.

زيادة على ذلك، فتدويل الاقتصاد الإسلامي " Internalisation de l'économie islamique" دفع مشرعي بعض الدول الغربية ذات التوجه الرأسمالي إلى سن قواعد قانونية تسمح بالاستفادة من الخدمات المالية الإسلامية، إذ أن القانون الفرنسي مثلا يسمح بإصدار الصكوك الإسلامية وبإدراجها في بورصة باريس للقيم المنقولة¹. هذا، وإن كان من المتعارف عليه أن الاقتصاد الرأسمالي يسبق التشريع مما يفرض معه إصدار قواعد قانونية تسعى قدر المستطاع لمواكبته، فإن الاقتصاد الإسلامي يقوم على مبادئ محددة لا يمكن تجاوزها، الشيء الذي يبرر وجود الفتوى والرقابة الشرعية.

٢. ارتباط التحول التشريعي للاقتصاد الإسلامي بالهندسة المالية. تماشيا مع متطلبات البيئة الاقتصادية، عملت المؤسسات المالية على تطوير منتجات وخدمات مالية جديدة للاستجابة لحاجيات المستهلكين، حيث وجدوا في الهندسة المالية "Ingénierie financière" ضالتهم. بالتالي، فالحاجة هي التي دفعت إلى الابتكار المالي².

اشتقاقا عن الهندسة المالية الرأسمالية التقليدية ظهرت الهندسة المالية الإسلامية "Ingénierie financière islamique"، إذ بفضلها تم تصور منتجات وخدمات مالية تتطابق مع أحكام الشريعة الإسلامية، والتي عادة ما تُعرف بأنها: «

1. STORCK (M.)-, Conditions d'agrément d'un OPCVM islamique et conditions d'admission à la négociation des obligations islamiques (sukuk) sur un marché réglementé français : l'AMF publie deux notes faisant état de la réglementation applicable en France, Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Economique, 2008, n° 2, p. 808.
2. MISHKIN (F.), BORDES (Ch.), HAUTCOEUR (P.C.), LACOUÉ-LABARTHE (D.) et RAGOT (X.)-, Monnaie, banque et marchés financiers, Nouveaux Horizons, Paris, 9^e éd, 2010, p.386.

مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، وكل ذلك في إطار قواعد توجيهات الشرع الحنيف»^٣.

بالتالي، فهناك علاقة تلازمية بين الهندسة المالية الإسلامية والتحول التشريعي في الدول المعنية. إذ كلما ازدادت وتيرة الابتكار المالي الإسلامي، إلا وتطلب ذلك سن قوانين جديدة تضبط الخدمة أو المنتج المالي الجديد.

٣. محاولة لابتكار "العروض العمومية الإسلامية" في سوق بورصة القيم. عادة

ما يعرف العرض العمومي بأنه: «التزام أحادي الجانب لا يمكن التراجع عنه، يتصف بالعمومية، وذلك بشراء سندات شركة مسعرة في بورصة القيم»^٤. بتعبير أوضح، فهو «الإجراء الذي يمكن شخصا طبيعيا أو معنويا، يتصرف لوحده أو باتفاق مع الغير ويسمى "المبادر"، من إطلاع الجمهور على أنه يعتزم شراء أو مبادلة أو بيع كل أو بعض السندات التي تنتج المشاركة في رأس المال أو تخول حقوق التصويت بالنسبة إلى شركة تكون سنداتنا مقيدة في جدول أسعار بورصة القيم»^٥.

تاريخيا، فقد استعملت تقنية العروض العمومية في سوق البورصة لأول مرة في "بريطانيا" وكانت تعرف بـ "Take over bid"، والتي طُورت فيما بعد بالولايات

٣. السعيدى رجال وأحسن عثمانى: "التسويق الإسلامى كمدخل لتطوير الهندسة المالية الإسلامية بين واقع التقليد وصناعة التميز"، الندوة الدولية الأولى المنظمة من طرف مركز الدراسات القانونية والاقتصادية والاجتماعية بكلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية، السويسى، "الخدمات المالية الإسلامية: المظاهر الشرعية والقانونية والاقتصادية"، الرباط، ٢٠١٤، ص.٤٢٣.

4. VIANDIER (A.)-, OPA OPE et autres offres publiques, Ed. Français Lefebvre., Levallois, 2003, n° 23, pp.8-9.

٥. ظهير شريف رقم ١,٠٤,٢١ صادر في فاتح ربيع الأول ١٤٢٥ (٢١ أبريل ٢٠٠٤) بتنفيذ القانون رقم ٢٦,٠٣ المتعلق بالعروض العمومية في سوق البورصة، الجريدة الرسمية للمملكة المغربية عدد ٥٢٠٧، بتاريخ ٦ ربيع الأول ١٤٢٥ (٢٦ أبريل ٢٠٠٤)، ص.١٨٥٧، كما وقع تعديله و تنميته.

المتحدة الأمريكية تحت تسمية "Tender offer"، ومن هذه الدولة الأخيرة دخلت إلى أوروبا الغربية⁶، ومن ثم إلى بقية دول العالم.

وتشكل العروض العمومية آلية متطورة، حيث تسمح بإعادة هيكلة الشركات المسعرة في سوق البورصة، وبتركيز أكبر عدد ممكن منها بوتيرة سريعة، مما يسمح بتكوين مجموعات للشركات ذات بعد دولي. علاوة على هذا، تلعب العروض العمومية دورا فعالا في تنشيط سوق بورصة القيم، إذ أنها في جوهرها عبارة عن اقتناء لسندات شركة مسعرة، الشيء الذي يؤكد ارتباطها بعملية تعبئة الادخار الموظف في شكل قيم منقولة.

ارتباطا بالاقتصاد الإسلامي في شقه المالي، يلاحظ أن الخدمات المالية الإسلامية عرفت تطورات سريعة على مستوى نوعية المؤسسات والمنتجات، إذ أننا نشير إلى البنوك الإسلامية أو التشاركية في مقابل البنوك الرأسمالية، وإلى الصكوك بوصفها سندات إسلامية في مقابل سندات القرض التي تركز على الفائدة، وإلى تأمين التكافل المرتكز على المبادئ الإسلامية كمرادف للتأمين بالأقساط الثابتة الذي تقدمه شركات التأمين، كما ظهرت بورصات للقيم ومؤشرات إسلامية في مقابل بورصات القيم العادية.

ارتباطا بالأسواق المالية، من المستقر عليه أن "العروض العمومية في سوق بورصة القيم" تعتبر من أهم تقنيات التركيز الاقتصادي وأكثرها فعالية، مما يدفع للبحث عن إمكانية تصور إطار قانوني لما يمكن تسميته بـ "العروض العمومية الإسلامية في سوق بورصة القيم"، قصد الاستفادة من مزاياها الاقتصادية بشكل يتماشى مع أحكام الشريعة. في واقع الأمر، إن القول باستحداث الهندسة المالية

6. GALINOWSKA (L.)-, Les offres publiques d'achat aux Etats-Unis et au Canada, Thèse de doctorat de 3^{ème} cycle, Université Paris I., 1982, pp.5-6.

الإسلامية لعروض عمومية تتطابق مع أحكام الشريعة يضعنا أمام تصورين متعارضين: فإما أن تعمل المالية الإسلامية على محاكاة الخدمات المالية الرأسمالية بعد ملاءمتها مع أحكامها، وإما الاكتفاء بمنتجاتها أو تطوير منتجات جديدة مع الابتعاد التام عن أي محاكاة للمالية الرأسمالية. فمن خلال هذه الدراسة، سيتضح أن التحول التشريعي للاقتصاد الإسلامي؛ لاسيما في شقه المالي؛ يرتبط بقدرة الهندسة المالية على ابتكار منتجات وخدمات جديدة.

٤. الدور المنتظر من الفتوى والرقابة الشرعية في العروض العمومية الإسلامية. في واقع الأمر، إن محاولة ابتكار العروض العمومية الإسلامية يجب أن ينطلق من الهندسة المالية الإسلامية، غير أن نجاحها واستمراريتها يتطلب سن إطار قانوني يتصف بالقدر الكافي من الوضوح والشفافية والنزاهة.

هذا، وإذا كنا في إطار البورصات الرأسمالية نعين استعمال مفاهيم من قبيل النوظمة والمراقبة، فإن البورصات الإسلامية؛ علاوة على ذلك؛ تعتمد على الفتوى والرقابة الشرعية. إذ أن الحفظ الشرعي يكون من خلال الفتوى السابقة على تنفيذ المعاملات والمنتجات قصد حفظها من البطلان (الدور الإفتائي)، ثم التدقيق فيها بعد تنفيذها لحفظ المعاملات من الأخطاء التنفيذية التي قد توقعها في البطلان (الدور الرقابي).^٧

بالتالي، فالقول بالعروض العمومية الإسلامية في سوق البورصة يفترض إعطاء دور حاسم للفتوى والرقابة الشرعية خلال المرحلة التمهيديّة للعرض العمومي (المبحث الأول)، وكذا عند المبادرة به (المبحث الثاني).

٧. محمد أحمين: "دور الهيئات الشرعية في البنوك الإسلامية"، الندوة الدولية الأولى للمنظمة من طرف مركز الدراسات القانونية والاقتصادية والاجتماعية بكلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية، السويسي، "الخدمات المالية الإسلامية: المظاهر الشرعية والقانونية والاقتصادية"، الرياض، ٢٠١٤، ص. ٣٦٧.

المبحث الأول

الدور المفترض للفتوى والرقابة الشرعية خلال المرحلة التمهيديّة للعرض العمومي

٥. العرض العمومي بناء متكامل. تتداخل في العرض العمومي مرتكزات نظرية وآليات عملية يجب إجراؤها بكيفية تراتبية وفي مدد زمنية محددة، ولا يمكن تجاوزها إلا بترخيص من هيئات بورصة القيم المعنية. إذ يتم تأسيس العرض العمومي بسلوك مرحلة تمهيدية، يكون فيها المبادر ملزماً بإعداد مشروع عرضه في إطار احترام المبادئ العامة للقانون، حتى يضمن تقييم يعكس حقيقة الوضعية الاقتصادية والمالية والاجتماعية للشركة المقصودة، ومن ثم تحديد ثمن أو تكافؤ المبادلة مناسب، يراعي مصالح كل حاملي سندات، سواء كانوا ينتمون إلى فئة الأغلبية أو فئة الأقلية.

هكذا، فالقول بإمكانية المبادرة بعرض عمومي إسلامي في سوق بورصة القيم يفترض حتما إعطاء دور حاسم لهيئات شرعية للقيام بمهمة الفتوى والرقابة فيما يخص التثبت من تطابق نشاط كل من المبادر والشركة المقصودة مع أحكام الشريعة الإسلامية (المطلب الأول)، وذلك قبل تحديد الثمن أو تكافؤ المبادلة الذي سيتم اقتراحه على حاملي سندات الشركة المقصودة (المطلب الثاني).

المطلب الأول

وجوب تطابق نشاط أطراف العرض العمومي مع أحكام الشريعة الإسلامية

٦. مفهوم المبادر بعرض عمومي إسلامي في سوق بورصة القيم. بصفة عامة، يتحدد طرفي العرض العمومي في كل من المبادر والشركة المقصودة. إذ يراد بالمبادر "Initiateur" « كل شخص طبيعي أو معنوي يتصرف لوحده أو باتفاق مع الغير، يقوم بإيداع مشروع لعرض عمومي » (المادة ٨ من القانون رقم ٢٦,٠٣).

بالتالي، فالمبادر بالعرض العمومي قد يكون عبارة عن شخص معنوي خاضع للقانون العام (كالدولة أو إحدى هيئاتها العامة)، أو شخص معنوي خاضع للقانون الخاص (مثلاً: تعاونية أو تعاقدية)، أو شركات تجارية لا تتخذ شكل شركات للأسهم، أو أيضاً شركات للأسهم (وهي الحالة الأكثر شيوعاً) خاصة أو عامة، أي مسعرة أو غير مسعرة في سوق بورصة القيم^٨. ويزداد مفهوم المبادر اتساعاً، عندما نلاحظ أن الجمعيات يبقى بدورها من حقها إطلاق عروض عمومية في سوق البورصة، ما عدا إذا نص القانون أو نظامها الأساسي على خلاف ذلك.

بغض النظر عن مدى صحة هذا التفسير الذي عادة ما يعطى من طرف شراح قانون الأسواق المالية لمفهوم المبادر بعرض عمومي، فالمبدأ العام أنه لا يشترط في المبادر أن يكون مسعراً في سوق بورصة القيم. في واقع الأمر، تنطبق كل التحليلات التي أوردناها أعلاه على المبادر بعرض عمومي إسلامي، بيد أنه يجب أن يكون نشاطه الأصلي غير محرم شرعاً (كأن يتخذ المبادر شكل شركة للتأمين التكافلي، أو بنك تشاركي، وغيرها من الحالات التي يمكن معاينة تحققها).

ما ينبغي لفت الانتباه إليه، أن المبادر بعرض عمومي في سوق البورصة قد يتصرف لوحده أو باتفاق مع الغير، في إطار ما يعرف لذا فقه القانون بمفهوم التصرف باتفاق "Notion d'action de concert". إذ « يراد بالأشخاص المتصرفين باتفاق مع الغير الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين الذين يتعاونون على أساس اتفاق صريح أو ضمني، شفوي أو كتابي » (المادة ١٠ من القانون رقم ٠٣، ٢٦)، مما يخول إثباته بجميع الوسائل عن طريق الاستعانة بالأدلة^٩، أو قرائن

8. CARREAU (D.) et LETRÉGUILLY (H.)-, Offres publiques (OPA, OPE, OPR), Répertoire de Droit des Sociétés, Dalloz, Paris, 2013, n° 65.
9. STORCK (M.)-, La réglementation des conventions de vote, Revue de Jurisprudence

فعلية^{١١}.

بتعبير أوضح، فإنه لا يمكن تصور وجود تصرف باتفاق في غياب اتفاق^{١١}، يجمع عددا قليلا أو كبيرا من الأشخاص، علما أن مدته قد تكون قصيرة أو طويلة. ذلك أن الاتفاق الموصوف؛ كما تم بيان ذلك أعلاه؛ قد يكون صريحا أو ضمنيا، شفويا أو كتابيا، مما يسمح بالوصول إلى إقرار قاعدة أساسية مفادها؛ أنه يمكن استنتاج وجود الاتفاق من قرائن بسيطة.

هذا، ويمكن افتراض الاتفاق في مجموعة من الحالات، كأن تتم المبادرة بعرض عمومي في سوق البورصة بين شركات تابعة لشركة أم أو بين شركات يراقبها نفس الشخص أو الأشخاص، أخذا بعين الاعتبار أن الشركات التابعة تكون مستقلة عن الشركة الأم، وإن كانت هذه الأخيرة تتحكم في سلطة مراقبتها^{١٢}.



لذا، فمع فرضية المبادرة بعرض عمومي إسلامي في سوق بورصة القيم في إطار تصرف باتفاق، يجب أن يكون النشاط الأصلي لكل الأشخاص المؤتلفين غير محرم شرعا. فإذا ما احترفت الشركة (أ) نشاط الذبيحة الحلال، في حين تخصصت

Commerciale, N° 3, 1991, p.99.

10. VASSEUR (M.)-, Les leçons de l'arrêt de la Cour d'Appel de Paris en date du 10 mars 1992 rendu dans l'affaire Pinault Printemps, Revue des Sociétés, N° 2, 1992, n° 29, p.251.

11. SCHMIDT (D.) et RONTCHEVSKY (N.)-, Action de concert, Répertoire de Droit des Sociétés, Dalloz, Paris, 2013, n° 12, p.4.

١٢. سنستعمل في هذه الدراسة عبارة « سلطة المراقبة » لإبراز السلطة التي يمارسها شخص طبيعي أو معنوي داخل مختلف الهيئات الاجتماعية للشركة المقصودة، نظرا لاملاكه نسبة من حقوق التصويت تخوله حق المراقبة.

الشركة (ب) في بيع لحوم الخنزير، وحدثنا أن بادرنا باتفاق بعرض عمومي لاقتناء سلطة مراقبة شركة مسعرة في مؤشر إسلامي، ففي نازلة الحال سنعاين عرض لا يتطابق مع أحكام الشريعة الإسلامية التي تحرم لحم الخنزير.

٧. مفهوم الشركة المقصودة بعرض عمومي إسلامي في سوق بورصة القيم. يراد بالشركة المقصودة "Société visée"، تلك « التي تكون سنداتها مقيدة في جدول أسعار بورصة القيم وتكون حقوق تصويتها محل عرض عمومي » (المادة ٩ من القانون رقم ٢٦,٠٣). فعلى عكس المبادر الذي قد يكون شخصا طبيعيا أو معنويا، لا يمكن أن يستهدف العرض العمومي سوى شركة مسعرة في بورصة القيم. إذ أننا لا نكون بصدد عرض عمومي، إلا عندما يكون هناك التزام موجه للجمهور لبيع أو اقتناء أو تبادل قيم منقولة مقبولة للتداول في سوق منظم^{١٣}.

تماشيا مع هذا، يجب إعطاء مفهوم ضيق للشركة المقصودة، حيث لا يمكن تمديدها لتشمل مجموعة الشركات "Groupe de sociétés". ذلك أن هذا النوع من التجمعات لا يتمتع بالشخصية المعنوية في معظم التشريعات، إذ العرض العمومي قد يقصد شركة أم أو إحدى شركاتها التابعة والشركات التي تملك فيها الشركة الأم أو الشركات التابعة لها أو هما معا مشاركات وكذا التي تراقبها.

ما يجب التأكيد عليه، أن المرتكزات الدينية التي تقوم عليها الخدمات المالية الإسلامية، أدى إلى ظهور مؤشرات إسلامية لها من الخصوصيات ما يجعلها تتميز عن نظيرتها في بورصات القيم الرأسمالية^{١٤}، نذكر منها:

13. DE VAUPLANE (H.) et BORNET (J.P.)-, Droit des marchés financiers, Librairie Technique, Paris, 3^e éd, 2001, n° 781, p.707.

١٤. نقصد بالبورصات الرأسمالية في هذه الدراسة، تلك التي تجري فيها المعاملات وتدرج فيها الشركات دون إغارة اهتمام يذكر لمسألة الفوائد المحرمة في الشريعة الإسلامية.

- لا يمكن أن يدرج في مؤشر إسلامي لبورصة القيم، سوى الشركات التي تتبنى مبادئ الشريعة الإسلامية. إذ في إطار مقارنة دينية وأخلاقية، تمنع الشريعة الإسلامية الاستثمار في قطاعات نجد فيها منتجات تمثل أخطارا على صحة الإنسان، أو التي تتنافى مع الأخلاق الحميدة، أو أن استهلاكها محرم¹⁵؛

- نعاين في مؤشرات بورصات القيم الإسلامية إجراء تطهير مالي "Filtrage" حتى لا يدرج فيها سوى الشركات التي تتبنى أحكام الشريعة. في هذا الصدد، لا يمكن تجاهل دور هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في التثبت من القيم المنقولة المدرجة في مؤشر إسلامي¹⁶.

مفاد هذا، أنه لا يمكن تصور عرض عمومي إسلامي إلا عندما يستهدف المبادر شركة مدرجة سنداتها أو أسهمها في مؤشر إسلامي للقيم المنقولة، أو أن تكون مدرجة في إطار سوق إسلامي منظم. بمفهوم المخالفة، فإننا لن نكون بصدد عرض عمومي إسلامي عندما يستهدف المبادر شركة مسعرة في مؤشر رأسمالي.

على نفس المنوال، فإنه يبقى بإمكان شركة مدرجة في بورصة إسلامية للقيم المنقولة أو مؤشر إسلامي، أن تدفع أمام سلطات البورصة المختصة في حالة توفر هذه الأخيرة على هيئة للفتوى والرقابة الشرعية، بعدم قبول العرض العمومي الذي بادر به شخص لا يتطابق نشاطه مع قواعد الشريعة، في إطار ما يعرف باستراتيجيات الدفاع ضد العروض العمومية " Stratégies de défenses anti-offres publiques"¹⁷.

15. EL KHAMLI (A.), Ethique et performance : Le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique, Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université d'Auvergne/Université Mohamed V, 2012., p.88.

16. Ibid, p.88.

17. للمزيد من التوسع بخصوص استراتيجيات الدفاع ضد العروض العمومية، ينظر :
- BOUCOBZA (X.), L'acquisition internationale de société, Thèse de doctorat, Univ. Paris II., 1996, Coll. Bibliothèque de Droit Privé, Tome 301, Ed. L.G.D.J., Paris, 1998.;

٨. النشاط المفترض لأطراف العرض العمومي من منظور الشريعة الإسلامية. تقوم المالية الإسلامية على بعض المبادئ، كتحريم الربا والغرر والميسر، واقتسام الأرباح والخسائر، وكذا تحريم ممارسة الأنشطة غير المشروعة^{١٨}. إذ الأموال يجب أن لا يكون مصدرها أنشطة تحرمها الشريعة الإسلامية، كما يجب أن لا تستعمل في تمويل نشاط محرم كبيع الخمر ولعب الميسر^{١٩}.

هكذا، يسمح ارتكاز الشريعة على هذه المبادئ الأساسية بالتمييز مثلا بين البنوك الإسلامية عن غيرها من البنوك^{٢٠}، كما أن إسقاطها على بعض العمليات التي تتم في سوق بورصات القيم يؤدي إلى بيان الحدود الفاصلة بين العروض العمومية الرأسمالية (إن صحت التسمية) والعروض العمومية الإسلامية.

كقاعدة أساسية، إذا كانت بورصات القيم الرأسمالية لا تعير أي اهتمام لطبيعة نشاط الشركة المدرجة في جداول أسعارها، فإن مثلتها الإسلامية تمنع أن يدرج داخل مؤشرات أسهم الشركات التي تتعامل بالربا أو في أنشطة تحرمها الشريعة. بالتالي، فالمبادر بعرض عمومي إسلامي الذي يستهدف شركة مدرجة سنداتها أو أسهمها في مؤشر إسلامي للقيم المنقولة، يجب أن يكون من

PONTBRIAND (G.)-, Les banques opérables en Europe, Revue Banque, N° 589, 1998.; VASSOGNE (T.h.)-, Défenses anti-OPA, Revue Banque, N° 589, 1998.; VATINET (R.)-, Les défenses anti-OPA, Revue des Sociétés, N° 4, 1987.

18. BELABES (A.)-, Épistémologie des principes de la finance islamique, Les Cahiers de la Finance Islamique, Publications de l'Ecole de Management Strasbourg, Université de Strasbourg, N° 2, 2010, pp. 5-6.
19. AMINE TOLOBA (A.)-, Les montages LBO et les Sukuk, Les Cahiers de la Finance Islamique, Publications de l'Ecole de Management Strasbourg, Université de Strasbourg, N° 3, 2013, p.67.
20. CAPDEVILLE (J.L.)-, La finance islamique : une finance douteuse ?, Les Cahiers de la Finance Islamique, Publications de l'Ecole de Management Strasbourg, Université de Strasbourg, N° 2, 2010, p.14.

الأشخاص الذين يمارسون أنشطة حلال تتطابق مع أحكام الشريعة. ارتباطا بهذا، نثير الانتباه إلى ما يلي:

- بالنسبة للعرض العمومي للمبادلة: يقصد به « الإجراء الذي يمكن شخصا طبيعيا أو معنوياً، يتصرف لوحده أو باتفاق مع الغير ويسمى "المبادر"، من إطلاع الجمهور على أنه يعتزم شراء السندات عن طريق مبادلتها » (المادة ٤ من القانون رقم ٢٦,٠٣). بشكل عام، يخضع العرض العمومي للمبادلة لنفس النظام القانوني المطبق على العرض العمومي للشراء. غير أن ما يميزهما عن بعضهما هو كيفية الأداء، إذ في الأول يتم الأداء بمبادلة سندات بأخرى والتي يجب أن تتخذ شكل قيم منقولة، وفي الثاني يكون نقداً^{٢١}.

هكذا، فالعرض العمومي للمبادلة قد يستهدف مثلاً مبادلة أسهم يملكها المبادر بأسهم الشركة المقصودة. إذ من المستقر عليه أن: « السهم من الناحية الشرعية حصة في رأس مال الشركة، مستخدم في تنمية المشروع، وما دام جزءاً من أموال الشركة فهو عرضة للربح والخسارة، فلا يتعارض مع مفهوم المضاربة التي هي الأساس في كل أنواع الشركات الإسلامية، وشراء الأسهم التجارية بهذه الصورة استثمار حلال متى كان في طرق مباحة شرعا »^{٢٢}.

رغم ذلك، إلا أن شراء أسهم الشركات التي تتعامل بالربا مع علم المشتري بذلك، يعني اشتراك المشتري نفسه في التعامل بالربا، لأن السهم يمثل جزءاً شائعاً من رأسمال الشركة، والمساهم يملك في موجودات الشركة، فكل ما تقرضه الشركة

21. LAROCHE-GISSEROT (F.-), Offres publiques, Juris-Classeurs, Ed. Technique., 1993, Fascicule 1720, n° 117, p.22.

٢٢. حسن عبد الله: "الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني"، المؤتمر الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، دبي، المجلد الثاني، ٢٠٠٧، ص ٦٦.

بفائدة، أو تقتضيه بفائدة، فللمساهمة نصيب منه، لأن الذين يباشرون الإقراض والاقتراض بالفائدة يقومون بهذا العمل نيابة عنه ويتوكيل منه، والتوكيل بعمل المحرم لا يجوز. انطلاقاً من هذه المبررات، ذهب المجمع الفقهي الإسلامي (التابع لرابطة العالم الإسلامي) في أحد قراراته إلى تحريم شراء أسهم الشركات إذا كان في بعض معاملاتها ربحاً^{٢٣}.

قياساً على هذا القرار، ففي إطار عرض عمومي إسلامي لا يمكن مبادلة أسهم مسعرة في مؤشر إسلامي بأسهم أخرى يملكها المبادر في شركة تتعامل بالربح أو تمارس أنشطة تجارية تحرمها الشريعة. على العكس من ذلك، يرتفع هذا القيد إذا كانت الأسهم التي يملكها المبادر بالعرض العمومي لا تتخللها شبهة الحرام.

أما فيما يخص **سندات القرض**، فمن المستقر عليه أنها في جوهرها عبارة عن اقتراض بفائدة، حيث تشكل إحدى صور التعامل بالربح المحرم في الشريعة الإسلامية. هذا الموقف تؤكد إحدى قرارات المجمع الفقهي الإسلامي (التابع لرابطة العالم الإسلامي) التي أكد فيها على أن: « السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعاً من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكاً استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أو ربحاً أو عمولة أو عائداً^{٢٤} ».

٢٣. القرار الرابع الصادر عن المجمع الفقهي الإسلامي في دورته الرابعة عشر عام ١٤١٥ هـ، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد التاسع، ١٤١١ هـ/١٩٩١ م، ص ٣٥١.

٢٤. القرار رقم ٦/١١/٦٢ لمجلس المجمع الفقهي الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية من ١٧ إلى ٢٣ شعبان ١٤١٠ هـ الموافق ١٤-٢٠ آذار (مارس) ١٩٩٠ م.

لذلك، فإذا ما كنا بصدد عرض عمومي إسلامي، فإنه لا يمكن مبادلة سندات القرض التي يملكها المبادر بصكوك إسلامية للشركة المقصودة. إذ في نازلة الحال، يجب مبادلة صكوك إسلامية بحوزة المبادر بنسبة تعادلها من صكوك الشركة المقصودة. إذ أن الصك من الأدوات التمويلية التي تسمح بتعبئة الاذخار^{٢٥}، ووسيلة من وسائل الاستثمار والمشاركة الفعلية التي يغدو فيها رأس المال عرضة للربح والخسارة، زيادة على أن العائد الحقيقي منه غير محدد من حيث الكم والعدد لا من حيث النسبة، خلافا للصك الموسوم بسندات القرض حيث يعد العائد من رأس المال (يساوي فائدة) فيها مضمونا، كما يعد قدر العائد محددا سلفا كما وعددا ونسبة^{٢٦}.

- بالنسبة للحالة التي تبادر فيها شركة أم بعرض عمومي لفائدة أحد شركاتها التابعة: يلاحظ على مستوى الممارسة اليومية في أسواق بورصات القيم شيوع ممارسة تتنافى مع مبدأ الاستقلالية القانونية للشركات التابعة، إذ عادة ما تبادر شركة أم بعرض عمومي لفائدة أحد شركاتها التابعة. هذا، وإن كان ظاهر الأمر يفيد مبدئياً بعدم وجود إشكال فيما يخص العروض العمومية، إلا أن ربطها بالنقاش الدائر على مستوى الاقتصاد الإسلامي بخصوص الشركات التي يكون نشاطها الرئيسي يتطابق مع أحكام الشريعة في حين أنها تملك مشاركات في شركات تابعة تمارس أنشطة محرمة^{٢٧}، يبدو أنه يحتاج بعض التحليل.

25. AMINE TOLOBA (A.-), Les montages LBO et les Sukuk, Article précité, p.61.

٢٦. قطب مصطفى سانو: "في إصدار الصكوك والشروط الواجب توافرها في مصدرها: رؤية في منهجية صياغة الشروط"، المؤتمر الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، دبي، المجلد الخامس، ٢٠٠٧، ص.٧.

٢٧. ينظر بخصوص هذا النقاش:
- EL KHAMLI (A.-), Ethique et performance : Le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique, Option citée, p.88 et s.

فمن المتصور معاينة مبادرة شخص يمارس نشاطا لا تحرمه الشريعة، بعرض عمومي قصد اقتناء سلطة مراقبة شركة مسعرة في مؤشر إسلامي للقيم المنقولة، علما أن المبادر يمتلك مشاركات في شركات تابعة تتدخل في قطاعات اقتصادية محرمة، الشيء الذي سيضعنا أمام نفس النقاش المشار إليه أعلاه.

المطلب الثاني

إلزامية اتصاف ثمن أو تكافؤ مبادلة العروض

العمومية الإسلامية بالعدالة

٩. المبادئ العامة لتحديد الثمن أو تكافؤ المبادلة. يشكل عنصر الثمن أو تكافؤ المبادلة الذي يقترحه المبادر على حاملي سندات الشركة المقصودة بعرض عمومي في سوق بورصة القيم، عاملا حاسما لتحديد مصير العملية. إذ من شأن إغفاله من طرف المبادر عند إعداده للمشروع، أن يؤدي إلى عدم استجابة حاملي سندات الشركة المقصودة إلى عرضه العمومي، لكونه لا يمنحهم أي هامش للريح مقارنة مع السعر المتداول في سوق بورصة القيم، وبالتالي عدم تكلفه بالنجاح. لذا، يلجأ المبادر إلى تقييم سندات الشركة المقصودة كمرحلة أولية قصد الرفع من حظوظ نجاح عرضه العمومي، قبل تحديده للثمن أو تكافؤ المقايضة الذي سيضمنه في مشروعه.

ارتباطا بمرحلة التقييم، يجب على المبادر قبل إطلاقه عرض عمومي في سوق البورصة أن يعمل على تجميع أكبر قدر من المعلومات الاقتصادية (كرقم المعاملات والاتفاقات التي تجمع الشركة المقصودة بمجموعات أخرى....) والمالية (نذكر على سبيل المثال استغلال المعلومات الواردة في تقارير تتعلق بعمليات سابقة كالإدماج) والقانونية (كأن يتم الاطلاع على النظام الأساسي للشركة المقصودة، وكذا على بعض الأحكام والقرارات الصادرة عن القضاء التي كانت

طرفا فيها) المتعلقة بالشركة المقصودة، إذ من شأن توفره على هذا النوع من المعلومات أن يسهل عليه إعداد مشروع عرض عمومي يحظى بكافة شروط النجاح، خاصة فيما يتعلق بتحديد الثمن أو تكافؤ المبادلة.

في واقع الأمر، إن تقييم سندات الشركة المقصودة عملية متشابكة تتدخل فيها عدة أطراف (كالمبادر، وشركة استشارة "Société de conseil"، والإدارة، وكذا القضاء عند الطعن في الثمن أو مقابل المبادلة). زيادة على ذلك، فتحديد الثمن أو تكافؤ المبادلة يتم من خلال استعمال مقارنة متعددة المعايير "Approche multicritères".

حيث تسعى هذه المقارنة إلى اعتماد معايير متعددة، قصد تقييم ثمن العرض العمومي في سوق البورصة بطريقة صحيحة. كما يحدد دور المقارنة المتعددة المعايير في تسهيل تبني القرارات، عندما يكون من الضروري أخذ عدة وجهات نظر بعين الاعتبار، إذ تسمح حسب الحالات إما بترتيب الاختيارات، أو بإقصاء بعض المعايير التي لا تتلاءم مع طبيعة العملية.

على مستوى القانون المقارن، نشير إلى أن لجنة عمليات البورصة الفرنسية (C.O.B) اعتمدت المقارنة المتعددة المعايير لأول مرة سنة ١٩٧٧، عندما أصدرت توصيتها المتعلقة بإعلام المساهمين وأداء مقابل الحصص^{٢٨}، كما أكدت عليها محكمة استئناف باريس في عدة مناسبات^{٢٩}، علما أن بعض القوانين العربية

٢٨. راجع في هذا الصدد:

- Rapport de la Commission des Opérations de Bourse pour l'année 1977, p.167.
29. Cour d'Appel de Paris, 1^{er} Ch.H., 16 décembre 1999, Juris-Classeur Périodique (Edition entreprise), N° 4, 2000, n° 8, p.135, Note. A.VIANDIER. ; Cour d'Appel de Paris, 1^{er} Ch.H., 3 mai 2001, Juris-Classeur Périodique (Edition entreprise), N° 25, 2001, p.1046., Note. A.VIANDIER.

للعروض العمومية أصبحت تتبناها بشكل صريح^{٣٠}.

١٠. كشف مظاهر عدالة الثمن أو تكافؤ المقايضة في العروض العمومية الإسلامية. تقوم الديانة الإسلامية على مبدأ مساعلة الشخص على أساس نوايا تصرفاته، تماشياً مع حديث نبينا محمد عليه الصلاة والسلام: «إنما الأعمال بالنيات، وإنما لكل امرئ ما نوى». فتمديد هذه القاعدة الشرعية إلى الاقتصاد الإسلامي، يؤكد وجوب ترجيح الغايات الاجتماعية للمالية الإسلامية على أي شيء آخر^{٣١}.

إذ تفرض إسلامية الكيان على المصارف الإسلامية أن يكون نشاط المشاريع التي تُموّلها لغرض إنتاج السلع أو تقديم الخدمات وبجميع مراحل العملية الإنتاجية من تمويل وتصنيع وبيع وشراء في دائرة الحلال، فضلاً عن النظر إلى حاجة المجتمع قبل حاجة الفرد. لأن المجتمع الإسلامي لا تتفصل فيه الناحية الاجتماعية عن الناحية الاقتصادية، حيث يزاوج الاقتصاد الإسلامي بين الجوانب المادية والجوانب الروحية في الإنسان^{٣٢}.

بتعبير آخر، فالشريعة الإسلامية حريصة على ربط تسويق المنتجات والخدمات بالقيم الأخلاقية والبعد عن الموبقات التي تلحق الضرر^{٣٣}، مما يستوجب

30. نذكر مثلاً المادة ٢٥ من القانون المغربي رقم ٢٦,٠٣ المتعلق بالعروض العمومية في سوق البورصة، التي جاء فيها على أنه: «يجب أن يحدد ثمن أو تكافؤ المقايضة المشار إليهما في المادة ٢٤ أعلاه وفق طرق تقييم ملائمة ومعتمدة بصورة اعتيادية. ويجب أن تكون المقاييس المستعملة في الطرق المذكورة معروفة ودقيقة وموضوعية وذات أهمية ومتعددة...».

31. NEKKA (M.-), pour une finance islamique et solidaire, Les Cahiers de la Finance Islamique, Publications de l'Ecole de Management Strasbourg, Université de Strasbourg, N° 5, 2013, p.95.

٣٢. رياض العبد الله و عوض خلف دلف: "أثر أحكام الشريعة الإسلامية على المسلمات والمبادئ والمحددات والتطبيقات المحاسبية - المصارف الإسلامية حالة دراسة"، المؤتمر الرابع عشر بخصوص المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، دبي، المجلد الأول، ٢٠٠٥، ص. ١٩٨.

٣٣. السعيدى رجال وأحسين عثمانى: "التسويق الإسلامي كمدخل لتطوير الهندسة المالية الإسلامية بين واقع التقليد وصناعة التميز"، مقال سابق، ص. ٤٣٩.

معه التسليم بأن المالية الإسلامية تقوم على الأخلاق³⁴، مما يجعل منها وسيلة لتخليق الرأسمالية³⁵.

ما يجب التأكيد عليه، أن العروض العمومية تقوم على مفهوم الثمن العادل " Prix équitable" الذي عرفته الفقرة ٤ من المادة ٥ من التوجيه الأوربي رقم 2004/25/CE المتعلق بالعروض العمومية للاقتناء بأنه: « أعلى ثمن يسدد مقابل نفس السندات من طرف المبادر، أو الأشخاص المتصرفين باتفاق معه خلال فترة محددة ».

فمن الواضح أن التعريف الذي أعطاه التوجيه الأوربي للثمن العادل يتسم بنوع من الإطلاق، إذ الأمر يتعلق بمفهوم نسبي، لكون الوصول إلى أعلى ثمن أو تكافؤ مقايضة يفترض من الناحية العملية وجود عروض منافسة ومزايدة، وهو ما لا يتحقق في أغلبية العروض العمومية.

كما أن تقييم وتحديد ثمن أو تكافؤ مبادلة سندات الشركة المقصودة يبقى مسألة يطغى عليها الاعتبار الشخصي للمبادر بالعرض العمومي في سوق البورصة، وذلك رغم الضمانات القانونية التي أحيطت بها هذه العملية. إذ عادة ما يعرض المبادر على مساهمي الشركة المقصودة، ثمن أو تكافؤ مبادلة يقل بفارق ليس بقليل عن الثمن الحقيقي للسند، ولعل هذا هو السبب الذي جعل محكمة استئناف باريس تفرض على مجلس الأسواق المالية (حاليا يعرف بهيئة الأسواق المالية) أن يبحث عما إذا كان مشروع العرض العمومي أجري وفق ثمن مقبول من كل المساهمين، بدل أن يراقب ما إذا كان الثمن صحيحا أم لا³⁶.

34. FORGET (E.-), Rapport de synthèse du séminaire « Finance éthique et finance islamique » organisé le 11 février 2009, Les Cahiers de la Finance Islamique, Publications de l'École de Management Strasbourg, Université de Strasbourg, N° 1, 2009, p.37.

35. MARTIN (V.-), La finance islamique : un nouveau pas vers une finance éthique, Gérer et comprendre, Publications des Annales des mines, N° 108, 2012, p.22.

36. DE FOUCAUD (A.-), Evaluation et offre publique d'achat, Juris-Classeur Périodique (Edition entreprise), N° 27, 1998, p.1082.

في حقيقة الأمر، إن ارتكاز العروض العمومية على مفهوم الثمن العادل يجعلها في هذا الجانب مرتبطة بالأخلاق، وهي من المبادئ التي يقوم عليها البناء العام للخدمات المالية الإسلامية كما تم بيان ذلك أعلاه. بالتالي، فنقطة الالتقاء هذه تدعم رأينا الذي يدافع عن وجود عروض عمومية إسلامية قائمة بذاتها.

المبحث الثاني

الدور المفترض للفتوى والرقابة الشرعية

عند المبادرة بعرض عمومي

١١. تاريخ بداية مسطرة العروض العمومية في سوق البورصة. بمجرد الانتهاء من إعداد مشروع العرض العمومي يودع لدى الهيئة العامة المكلفة بتلقي هذا النوع من الطلبات، ويشكل هذا الحدث البداية الفعلية للمسطرة. ارتباطا بالعروض العمومية الإسلامية، ينبغي إعطاء هيئات الفتوى والرقابة الشرعية التابعة للهيئة العامة المكلفة بسوق بورصة القيم دورا حاسما في التأشير على المشروع (المطلب الأول).

زيادة على ذلك، فإذا ما تم التأشير عليه بالقبول فإن مضمون البيانات الإخبارية يجب أن يتضمن؛ علاوة على المعلومات المتعارف عليها؛ معلومات إضافية تبين تطابق العرض العمومي مع أحكام الشريعة الإسلامية (المطلب الثاني).

المطلب الأول

دور هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في التأشير

على مشروع العرض العمومي

١٢. الاختصاص العام للهيئة المكلفة بالتأشير. يتطلب تطبيق المقتضيات القانونية المنظمة للعروض العمومية في سوق البورصة إسناد اختصاصات محددة لبعض الهيئات (كالشركة المسيرة لبورصة القيم، وشركات البورصة)، في حين يعهد إلى هيئة عامة؛ تختلف تسميتها من دولة إلى أخرى (كهيئة الأسواق المالية

الفرنسية، والهيئة المغربية لأسواق الرساميل)؛ مهمة التأشير على مشروع العرض العمومي. ما ينبغي إثارة الانتباه إليه، أن هذا النوع من الهيئات غالباً ما يعترف لها القانون بالشخصية المعنوية وبالاستقلالية في ممارسة مهامها قصد ضمان حيادها بالنسبة للقرارات التي تتخذها تجاه المتدخلين في السوق المالية بمعناها العام.

هذا، وتشعر الهيئة العامة المذكورة في دراسة مشروع العرض العمومي بمجرد إيداعه، إذ تعمل على مراقبة مدى احترامه لمبدأ المشروعية ومبدأ الشفافية ومبدأ المساواة بين المساهمين وغيرها من المبادئ باعتبارها ضمانات رئيسية يفرضها القانون، ولا تملك الهيئة أي صلاحية للتأكد من الغايات الصناعية والتجارية والاجتماعية للمشروع عند اتخاذها قراراً بخصوصه.

بصفة عامة، يقتصر دور الهيئة العامة على مراقبة ما إذا تم تضمين المشروع الاقتراحات والمعلومات المنصوص عليها في القانون المنظم للعروض العمومية في سوق البورصة. بمعنى آخر، فقرار الهيئة العامة ينطلق من الوثائق التي تم إرفاقها بمشروع العرض العمومي^{٣٧}.

في جميع الحالات، لا يخرج القرار الذي تتخذه الهيئة العامة والمتعلق بمشروع العرض العمومي عن ثلاث وضعيات: بحيث إما تقبله، أو ترفضه، أو تطلب الحصول على معلومات تكميلية أو إثباتات ملائمة أو ضمانات إضافية (تحت طائلة صدور قرار يقضي بعدم قبوله). ما يجب أخذه بعين الاعتبار، أن الهيئة العامة تبقى مؤهلة في جميع الحالات لمطالبة المبادر بكل ضمانات إضافية أو إيداع تغطية نقدية أو في شكل سندات، كما يمكنها أيضاً؛ وبوجه خاص؛ أن تفرض على

٣٧. ينظر في هذا الخصوص :

- Cour d'Appel de Paris, 1^{re} Ch.H., 3 mai 2001, Juris-Classeur Périodique (Edition entreprise), N° 25, 2001, n° 20-21, p.829., Note. A.VIANDIER.

المبادر تقديم ضمانة لتسديد مبالغ السندات.

١٣. الاختصاص الخاص لهيئات الفتوى والرقابة الشرعية. فرضت الخصوصية الدينية التي تتميز بها الخدمات المالية الإسلامية، البحث عن آلية تسمح بتحديد مدى تطابق منتجاتها وعملياتها مع أحكام الشريعة. في هذا الصدد، عملت المصارف الإسلامية التي تقوم على مبدأ التشرك إلى اعتماد هيئات للفتوى والرقابة الشرعية. إذ الأمر يتعلق بجهاز مستقل من الفقهاء الشرعيين والاقتصاديين المتخصصين يعهد إليهم توجيه نشاطات المصرف الإسلامي ومراقبتها والإشراف عليها بالتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وتكون فتاوها وقراراتها ملزمة للمصرف^{٣٨}.

ومن أجل ضمان تحقيق هذا الهدف الرئيسي تتولى الهيئة الشرعية بالمؤسسة متابعة المعاملات والتنبيه إلى أي قصور أو تجاوز؛ إن وجد؛ وذلك من خلال فحص ومراجعة المستندات والسجلات والعقود والاتفاقات، بشكل دوري منتظم للتأكد من أنها فعلا مطابقة للفتوى والقرارات الصادرة عن الهيئة الشرعية^{٣٩}.

هكذا، وبحكم امتداد المالية الإسلامية إلى بورصة القيم، فقد أصبحت سلطات السوق تعطي لهيئات الفتوى والرقابة الشرعية دورا حاسما للفصل فيما إذا كانت السندات التي ستدرج في مؤشر إسلامي تتطابق مع المبادئ الشرعية. إذ في إطار بورصات القيم ذات التوجه الإسلامي، تختص الهيئات المذكورة بالثبوت مما إذا كان سند مالي مطابق للشريعة الإسلامية، بحيث عندما يجتاز هذه المرحلة يمكن حينئذ

٣٨. عبد الحق حميش: "هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية - دراسة وتقييم"، المؤتمر الرابع عشر بخصوص المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، دبي، المجلد الأول، ٢٠٠٥، ص. ٣٢٧.

٣٩. سليمان نعيم الراعي: "أثر هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية"، المؤتمر الرابع عشر بخصوص المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، دبي، المجلد الأول، ٢٠٠٥، ص. ٣٦٢.

إدراجه في محفظة الاستثمارات^{٤٠} أو مؤشر إسلامي. كما لها دور آخر، حيث إنها تتأكد مما إذا كانت السندات المسعرة لا تستعمل استراتيجيات استثمارية وتقنيات تخالف أحكام الشريعة الإسلامية^{٤١}.

في واقع الأمر، إن مطلب الإفتاء والرقابة الشرعية يمثل العمق الاستراتيجي والخاصية المميزة للعمل المالي الإسلامي^{٤٢}، مما يفرض معه تحويل هيئات الفتوى والرقابة الشرعية دورا حاسما في التثبيت من تطابق مشروع العرض العمومي الذي تم إيداعه مع أحكام الشريعة الإسلامية. ارتباطا بهذا، نعتقد أن المكان الطبيعي لهيئات الفتوى والرقابة الشرعية هو الهيئات العامة المكلفة بالتأشير على مشروع العرض العمومي (كهيئة الأسواق المالية الفرنسية، والهيئة المغربية لأسواق الرساميل).

بتعبير أوضح، فهيئات الفتوى والرقابة الشرعية التي ستسند إليها مهمة التثبيت من تطابق مشروع العرض العمومي في سوق البورصة مع قواعد الشريعة الإسلامية يجب أن تكون تابعة للهيئة العامة المكلفة بالتأشير على المشروع دون تحويلها الشخصية المعنوية والاستقلالية (نقصد هيئات الفتوى والرقابة الشرعية)، قصد ضمان تجانس القرار الذي سيتم اتخاذه.

لذا، فالقرار الذي ستتخذه هيئة الفتوى والرقابة الشرعية بخصوص مشروع عرض عمومي يجب أن يقيد الهيئة العامة المكلفة بالتأشير. مفاد هذا، أنه ينبغي

40. CEKICI (I.Z.-), Du filtrage islamique, Les Cahiers de la Finance Islamique, Publications de l'Ecole de Management Strasbourg, Université de Strasbourg, N° 1, 2010, p.11.

41. EL KHAMLICHI (A.-), Ethique et performance: Le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique, Op.cit, p.97.

٤٢. رياض منصور الخلفي: "هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، المؤتمر الرابع عشر بخصوص المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، دبي، المجلد الأول، ٢٠٠٥، ص.٢٨١.

التمييز بكثير من الدقة بين صلاحية التثبت من تطابق مشروع العرض العمومي مع الضوابط الشرعية الذي يتعين أن يكون اختصاصا أصيلا لهيئات الفتوى والرقابة الشرعية؛ من جهة؛ وبين التأشير على المشروع الذي هو اختصاص استثنائي للهيئة العامة؛ من جهة أخرى.

المطلب الثاني

مضمون البيانات الإخبارية للعروض العمومية الإسلامية

١٤. قيمة البيانات الإخبارية. تتبادل الشركات المعنية بالعرض العمومي في سوق البورصة مجموعة من البيانات الإخبارية، تبرز موقف كل طرف على حدة من العملية. إذ يعد المبادر بيانا إخباريا يؤكد بواسطته عن نيته في اقتناء مشاركة أو نسبة تخوله سلطة مراقبة الشركة المقصودة، والذي يجب إرفاقه بمشروع العرض العمومي.

والملاحظ أن صياغة البيان الإخباري ليس بالشيء السهل، نظرا لما يمكن أن يترتب عن كل عبارة يتم استعمالها من آثار قانونية، لذا يسعى المبادر بعرض عمومي إلى تضمينه عبارات لا تتخذ صبغة التزامات قانونية.

كما تعد الشركة المقصودة بعرض عمومي بدورها؛ بصفة منفردة؛ بيانا إخباريا، في الحالة التي لا توافق فيها على أهداف ومقاصد المبادر، وينبغي أن يشير البيان إلى الرأي المعلن لمجلس إدارتها حول الفائدة والخطر الذي يمثله العرض بالنسبة لها^{٤٣}. ويعبر البيان الإخباري الذي يعد بشكل مشترك عن موافقة الشركة المقصودة على أهداف ومقاصد المبادر، وغالبا ما نعاين هذا النوع من البيانات عندما يتعلق الأمر بعرض عمومي حبي "Offre publique amicale"، تم

43. BEZARD (D.)-, Le changement de contrôle de la société cotée, Revue de Jurisprudence Commerciale, N° 11, 1998, p.101.

بشكل توافقي بين الطرفين.

بيد أن ما يجب التأكيد عليه في هذا الإطار، أن البيانات الإخبارية التي تعدها الشركات المعنية بالعرض العمومي تخضع لتأشير الهيئة العامة المختصة، داخل آجال محددة، حيث بانقضائه تصبح الهيئة المذكورة ملزمة باتخاذ قرار يقضي بمنح التأشيرة أو برفضها، وفي هذه الحالة الأخيرة ينبغي أن يكون قرارها معللاً.

١٥. مضمون البيانات الإخبارية. إذا كان مضمون البيانات الإخبارية التي يتم إعدادها في إطار العروض العمومية العادية ينصب على بعض المسائل من قبيل: أهداف ومقاصد المبادر، وثمرتكافؤ المقايضة للذان يعرضهما المبادر لشراء أو تفويت السندات والعناصر التي اعتمدها لتحديد شروط التسديد أو التسليم أو المقايضة، وعدد السندات التي يشملها مشروع العرض العمومي، وعند الاقتضاء، نسبة حقوق التصويت التي دونها يحتفظ المبادر بإمكانية التخلي عن عرضه، إلا أنه إذا تعلق الأمر بعرض عمومي إسلامي في سوق بورصة القيم، يجب أن تظهر البيانات الإخبارية تطابقه مع أحكام الشريعة الإسلامية، حتى يتسنى لهيئات الفتوى والرقابة الشرعية ممارسة مهامها.

في نفس السياق، إذا كانت بورصات القيم ذات التغطية الوطنية قد عرفت منذ مدة اعتماد مؤشرات إسلامية، فإن القوة الإقناعية للخدمات المالية الإسلامية جعلت بورصات القيم الدولية تتسابق فيما بينها من خلال اعتماد مؤشرات إسلامية قصد استقطاب رؤوس الأموال التي تخشى التعامل بالربا (كبورصتي قيم لندن وباريس). هكذا، وارتباطا ببورصات القيم ذات التوجه الرأسمالي التي اعتمدت بدورها بعض المؤشرات الإسلامية، فإن السؤال يطرح بالنسبة للهيئة التي ستمارس اختصاص الفتوى والرقابة الشرعية. بخصوص هذا الإشكال، نشير بداية إلى أن

القانون الفرنسي يسمح بإصدار الصكوك الإسلامية وبإدراجها في بورصة قيم باريس، غير أن التثبت مما إذا كان إصدارها يتطابق مع أحكام الشريعة لا يدخل في إطار اختصاص هيئة الأسواق المالية (A.M.F.). إذ ترى هذه الهيئة الأخيرة أنه على مصدري الصكوك المعنية، من خلال الاستعانة بمستشاريهم، أن يدرجوا في بياناتهم الإخبارية العناصر الأساسية، بما فيها التفاصيل المتعلقة بالشريعة الإسلامية المرتبطة بالعملية، مما سيسمح للمستثمرين بتقدير الجدوى من الاستثمار في الصكوك^{٤٤}.

إن إسقاط هذا الإشكال على العروض العمومية التي قد تستهدف شركات مسعرة في مؤشرات إسلامية لبورصات دولية، يطرح مسألة الجهة التي ستراقب مدى تطابق مضمون البيان الإخباري الذي يعده المبادر مع أحكام الشريعة الإسلامية، خاصة وأن هذا النوع من البورصات لا يتوفر على هيئات للفتوى والرقابة الشرعية.

١٦. استنتاج عام. في ختام هذه الدراسة، نشير إلى القرار الذي أصدره المجمع الفقهي الإسلامي (التابع لرابطة العالم الإسلامي) في دورته السابعة عام ١٤٠٤ هـ حول الأسواق المالية والبضائع (البورصة): « أن غاية السوق المالية (البورصة) هي إيجاد سوق دائمة ومستمرة يتلاقى فيها العرض والطلب والمتعاملون بيها وشراء، وهذا أمر جيد ومفيد، ويمنع استغلال المحترفين للغافلين والمسترسلين الذين يحتاجون إلى بيع أو شراء، ولا يعرفون حقيقة الأسعار ولا يعرفون المحتاج إلى البيع ومن هو محتاج إلى الشراء.

44. STORCK (M.)-, Conditions d'agrément d'un OPCVM islamique et conditions d'admission à la négociation des obligations islamiques (sukuk) sur un marché réglementé français : l'AMF publie deux notes faisant état de la réglementation applicable en France, Article précité, n° 2, p. 808.

ولكن هذه المصلحة الواضحة يواكبها في الأسواق المذكورة (البورصة) أنواع من الصفقات المحظورة شرعا، والمقامرة والاستغلال، وأكل أموال الناس بالباطل، ولذلك لا يمكن إعطاء حكم شرعي عام بشأنها. بل يجب بيان حكم المعاملات التي تجري فيها، وكل واحدة منها على حده^{٤٥}. هذا القرار المتوازن، فيه دعوة صريحة إلى البحث عن مدى تطابق بعض تقنيات بورصات القيم الرأسمالية وأكثرها تعقيدا واستعمالا مع مبادئ الشريعة الإسلامية، بما فيها العروض العمومية.

في واقع الأمر، إن القول باستحداث الهندسة المالية الإسلامية لعروض عمومية تتطابق مع أحكام الشريعة، يضعنا أمام تصورين متعارضين:

- فإما أن تعمل المالية الإسلامية على محاكاة الخدمات المالية الرأسمالية بعد ملاءمتها مع أحكامها: فهذا الطرح يتماشى مع منطق الذكاء الاقتصادي الذي يقضي بالاستفادة من إيجابيات نظام اقتصادي والابتعاد عن سلبياته، إلا أنه في مقابل ذلك قد يؤدي سلبيا إلى تقليص الحدود الفاصلة بين المالية الرأسمالية والمالية الإسلامية لدرجة هدم خصوصية هذه الأخيرة.

- وإما الاكتفاء بمنتجاتها أو تطوير منتجات جديدة مع الابتعاد التام عن أي محاكاة للمالية الرأسمالية: في هذا السياق، يرى البعض أن المالية الإسلامية تحتاج إلى روح التجديد وإلى نقد الذات بشكل مستمر قصد إظهار خصوصياتها وللتحرر من التأثير الذي تمارسه عليها المالية الرأسمالية^{٤٦}. فهذا التصور يدعم

٤٥. ينظر في هذا الصدد: - مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد العاشر، ١٤١٧ هـ/ ١٩٩٦ م، ص. ٣١٥.

46. SAADALLAH (R.)-, Finance islamique et développement, Les Cahiers de la Finance Islamique, Publications de l'Ecole de Management Strasbourg, Université de Strasbourg, N° 3, 2012, p.11.

خصوصية الخدمات المالية الإسلامية، غير أنه يحرمها من بعض التقنيات التي تضمن نمو حجم المقاولات بشكل سريع. فمن المتعارف عليه مثلاً، أن العروض العمومية في سوق البورصة تعتبر من أهم تقنيات التركيز الاقتصادي. لذا، فرفض العروض العمومية الإسلامية في سوق البورصة، يعني حتما رفض الاستفادة من إيجابيات التركيز الاقتصادي.

قائمة المراجع

أولاً: بالعربية

١. رياض العبد الله وعوض خلف دلف: "أثر أحكام الشريعة الإسلامية على المسلمات والمبادئ والمحددات والتطبيقات المحاسبية - المصارف الإسلامية حالة دراسة"، المؤتمر الرابع عشر بخصوص المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، دبي، المجلد الأول، ٢٠٠٥.
٢. رياض منصور الخلفي: "هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، المؤتمر الرابع عشر بخصوص المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، دبي، المجلد الأول، ٢٠٠٥.
٣. السعدي رجال وأحسين عثمانى: "التسويق الإسلامي كمدخل لتطوير الهندسة المالية الإسلامية بين واقع التقليد وصناعة التميز"، الندوة الدولية الأولى المنظمة من طرف مركز الدراسات القانونية والاقتصادية والاجتماعية بكلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية، السويسري، "الخدمات المالية الإسلامية: المظاهر الشرعية والقانونية والاقتصادية"، الرباط، ٢٠١٤.
٤. سليمان نعيم الراعي: "أثر هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية"، المؤتمر الرابع عشر بخصوص المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، دبي، المجلد الأول، ٢٠٠٥.
٥. سيد حسن عبد الله: "الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني"، المؤتمر الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية والبورصات،

- جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، دبي، المجلد الثاني، ٢٠٠٧.
٦. **عبد الحق حميش:** "هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية - دراسة وتقويم"، المؤتمر الرابع عشر بخصوص المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، دبي، المجلد الأول، ٢٠٠٥.
٧. **قطب مصطفى سانو:** "في إصدار الصكوك والشروط الواجب توافرها في مصدرها: رؤية في منهجية صياغة الشروط"، المؤتمر الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، دبي، المجلد الخامس، ٢٠٠٧.
٨. **محمد أحمين:** "دور الهيئات الشرعية في البنوك الإسلامية"، الندوة الدولية الأولى المنظمة من طرف مركز الدراسات القانونية والاقتصادية والاجتماعية بكلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية، السويسي، "الخدمات المالية الإسلامية: المظاهر الشرعية والقانونية والاقتصادية"، الرباط، ٢٠١٤.
٩. **القرار الأول الصادر عن الدورة السابعة لمجلس المجمع الفقهي الإسلامي (التابع لرابطة العالم الإسلامي)** المنعقد عام ١٤٠٤ هـ حول سوق الأوراق المالية والبضائع (البورصة)، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد العاشر، ١٤١٧ هـ/١٩٩٦ م.
١٠. **القرار الرابع الصادر عن الدورة الرابعة لمجلس المجمع الفقهي الإسلامي (التابع لرابطة العالم الإسلامي)** المنعقد عام ١٤١٥ هـ بشأن حكم شراء أسهم الشركات والمصارف إذا كان في بعض معاملاتها ربا، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد التاسع، ١٤١١ هـ/١٩٩١ م.

ثانياً: بالفرنسية:

11. **AMINE TOLOBA (A.)-**, Les montages LBO et les Sukuk, Les Cahiers de la Finance Islamique, Publications de l'Ecole de Management Strasbourg, Université de Strasbourg, N° 3, 2013.
12. **BELABES (A.)-**, Épistémologie des principes de la finance islamique, Les Cahiers de la Finance Islamique, Publications de l'Ecole de Management Strasbourg, Université de Strasbourg, N° 2, 2010.
13. **BEZARD (D.)-**, Le changement de contrôle de la société cotée, Revue de Jurisprudence Commerciale, N° 11, 1998.
14. **CAPDEVILLE (J.L.)-**, La finance islamique : une finance douteuse ?, Les Cahiers de la Finance Islamique, Publications de l'Ecole de Management Strasbourg, Université de Strasbourg, N° 2, 2010.
15. **CARREAU (D.) et LETRÉGUILLY (H.)-**, Offres publiques (OPA, OPE, OPR), Répertoire de Droit des Sociétés, Dalloz, Paris, 2013.
16. **CEKICI (I.Z.)-**, Du filtrage islamique, Les Cahiers de la Finance Islamique, Publications de l'Ecole de Management Strasbourg, Université de Strasbourg, N° 1, 2010.
17. **DE FOUCAUD (A.)-**, Evaluation et offre publique d'achat, Juris-Classeur Périodique (Edition entreprise), N° 27, 1998.
18. **DE VAUPLANE (H.) et BORNET (J.P.)-**, Droit des marchés financiers, Librairie Technique, Paris, 3^e éd, 2001.
19. **EL KHAMLI (A.)-**, Ethique et performance : Le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique, Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université d'Auvergne/Université Mohamed V, 2012.
20. **FORGET (E.)-**, Rapport de synthèse du séminaire « Finance éthique et finance islamique » organisé le 11 février 2009, Les Cahiers de la Finance Islamique, Publications de l'Ecole de Management Strasbourg, Université de Strasbourg, N° 1, 2009.
21. **GALINOWSKA (L.)-**, Les offres publiques d'achat aux Etats-Unis et au Canada, Thèse de doctorat de 3^{ème} cycle, Université Paris I, 1982.
22. **LAROCHE-GISSEROT (F.)-**, Offres publiques, Juris-Classeurs, Ed. Technique., 1993, Fascicule 1720.
23. **MARTIN (V.)-**, La finance islamique : un nouveau pas vers une finance éthique, Gérer et comprendre, Publications des Annales des

- mines, N° 108, 2012.
24. **MISHKIN (F.), BORDES (Ch.), HAUTCOEUR (P.C.), LACOUÉ-LABARTHE (D.) et RAGOT (X.)-**, Monnaie, banque et marchés financiers, Nouveaux Horizons, Paris, 9^e éd, 2010.
 25. **NEKKA (M.)-**, pour une finance islamique et solidaire, Les Cahiers de la Finance Islamique, Publications de l'École de Management Strasbourg, Université de Strasbourg, N° 5, 2013.
 26. **SAADALLAH (R.)-**, Finance islamique et développement, Les Cahiers de la Finance Islamique, Publications de l'École de Management Strasbourg, Université de Strasbourg, N° 3, 2012.
 27. **SCHMIDT (D.) et RONTCHEVSKY (N.)-**, Action de concert, Répertoire de Droit des Sociétés, Dalloz, Paris, 2013.
 28. **STORCK (M.)-**, La réglementation des conventions de vote, Revue de Jurisprudence Commerciale, N° 3, 1991.
 29. **STORCK (M.)-**, Conditions d'agrément d'un OPCVM islamique et conditions d'admission à la négociation des obligations islamiques (sukuk) sur un marché réglementé français : l'AMF publie deux notes faisant état de la réglementation applicable en France, Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Economique, 2008.
 30. **VASSEUR (M.)-**, Les leçons de l'arrêt de la Cour d'Appel de Paris en date du 10 mars 1992 rendu dans l'affaire Pinault Printemps, Revue des Sociétés, N° 2, 1992.
 31. **VIANDIER (A.)-**, OPA OPE et autres offres publiques, Ed. Français Lefebvre., Levallois, 2003.
 32. **Cour d'Appel de Paris**, 1^{re} Ch.H., 16 décembre 1999, Juris-Classeur Périodique (Edition entreprise), N° 4, 2000, Note. A.VIANDIER.
 33. **Cour d'Appel de Paris**, 1^{re} Ch.H., 3 mai 2001, Juris-Classeur Périodique (Edition entreprise), N° 25, 2001, Note. A.VIANDIER.
 34. **Cour d'Appel de Paris**, 1^{re} Ch.H., 3 mai 2001, Juris-Classeur Périodique (Edition entreprise), N° 25, 2001, Note. A.VIANDIER.
 35. **Rapport** de la Commission des Opérations de Bourse pour l'année 1977.