

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة قسنطينة 1 – الإخوة منتوري
كلية الحقوق

النظام القانوني للتوريق المالي

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في القانون الخاص

إشراف الأستاذ الدكتور:

راشد راشد

إعداد الطالب:

صالح بولحية

لجنة المناقشة

العضو	الرتبة	الجامعة	الصفة
أ.د: زعموش محمد	أستاذ	جامعة قسنطينة 1 – الإخوة منتوري	رئيسا
أ.د: راشد راشد	أستاذ	جامعة قسنطينة 1 – الإخوة منتوري	مشرفا ومقررا
أ.د: بوندير عبد الرزاق	أستاذ	جامعة قسنطينة 3 – صالح بونيدر	عضوا
د: بوهنتالة عبد القادر	أستاذ	جامعة باتنة 1 – الحاج لخضر	عضوا
د: بوجعدار الهاشمي	أستاذ محاضر (أ)	جامعة قسنطينة 1 – الإخوة منتوري	عضوا
د: التميمي محمد رضا	أستاذ محاضر (أ)	جامعة العربي بن مهيدي – أم البواقي	عضوا

السنة الجامعية 2017 – 2018

إلى ذكرى والدي الأستاذ عبد الوهاب رحمه الله،
الإنسان الفاضل الذي عاش حياته حريصاً على العلم، محباً له، مقدماً
للعلماء والذي كان يحثني، ويأمل أن يراني أتمت هذا العمل
لعلي أكون قد حققت قليلاً مما كان يأمله مني

شكر و عرفان

لا يسعني وقد وفقني الله إلى إتمام هذا العمل إلا أن أتقدم

بخالص الشكر والعرفان بالفضل إلى:

أستاذي الفاضل الدكتور / راشد راشد الذي شرفني بقبول

الإشراف على هذا العمل، وتقدير الجهد، وما شملني به من حسن معاملة

وتقدير، وسعة صدر، مكنتني من إنجاز هذا العمل .

وإلى الرفيق الدكتور / حماد بن نعمون على كل ما قدمه لي

من تشجيع ومساعدة لا حدود لهما، حتى أتمت هذا العمل .

مقدمة

أولاً: التعريف بالموضوع:

التوريق تقنية مالية حديثة ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1970، نتيجة ممارسات العاملين في المجال المالي، وبحثهم المتواصل عن الحلول العملية للمشاكل التي كانت تواجههم بخصوص الحاجة للتمويل وإعادة التمويل، مستخدمين في ذلك تقنيات الهندسة المالية (*Financial Engineering*) التي بدأت في الإزدهار في ذلك الوقت، بحيث إعتبرت أهم إبداعات هذه الهندسة المالية على الإطلاق، بل ومن أكبر إبداعات القرن العشرين بصورة عامة. فبواسطة هذه التقنية يتم تحويل حقوق تمثل أصولاً غير سائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول تطرح للمستثمرين في السوق المالي، مستخدمين في ذلك أيضاً تقنيات الهندسة القانونية (*Ingénierie Juridique*) من أجل الوصول إلى بناء النظام القانوني الذي يحكم هذه العملية، والذي يتكون من مجموعة من التصرفات القانونية التي تستخدم مجموعة متعددة من القواعد القانونية المدنية والمالية والتجارية التي تتفاعل فيما بينها بهدف إتمام هذه العملية، وبذلك فإن طبيعة هذا البحث تتمثل في كونها دراسة قانونية لتقنية مالية، وهي موضوع يندرج ضمن موضوعات القانون المالي (*Le Droit Financier*) بالمعنى الواسع، يتداخل فيه الجانب القانوني مع كثير من الجوانب المالية، بصورة كبيرة، لا يمكن الفصل بينهما في كثير من الأحيان، وهي الموضوعات التي تطورت في المدة الأخيرة بفعل تطور هذه التقنيات المالية نفسها لتنشئ فرعاً قانونياً جديداً متفرعاً من هذا القانون المالي يعرف بقانون الهندسة المالية (*Droit de L'ingénierie Financière*) أو قانون التمويل المهيكّل (*Droit des Fncancements Structurés*)، ولكن جذور التوريق تعود إلى ما قبل ذلك، وتحديدًا إلى بداية سنوات 1930، حيث كان ذلك مرتبطاً بالصعوبات التي واجهها سوق الرهن العقاري الأمريكي في فترة الكساد العظيم، حيث قامت الحكومة الأمريكية في عهد إدارة الرئيس (*Franclin Roosevelt*) بالتدخل من أجل القيام بإصلاحات كبيرة لإعادة بناء الإقتصاد المنهار، ومنها البحث عن وسائل ومصادر جديدة للتمويل وإعادة التمويل العقاري الموجه للإسكان الذي كان يمثل مشكلة كبيرة للسلطات العمومية في ذلك الوقت.

وقد أدى ظهور التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية إلى إحداث ثورة كبرى في المجال المالي، أدخلت تغييرات جوهرية في عمل البنوك والأسواق المالية، و إعتبر التوريق حلاً سحرياً لمشكلة التمويل، ذلك أنه أوجد له مصدراً لا ينضب، وفتح مجالاً واسعاً للمستثمرين، وغير الكثير من قواعد تسيير

المخاطر وتحسين تسيير الميزانية بالنسبة للبنوك، مما نتج عنه نشوء قطاع مالي جديد، إزدهر بعد ذلك بشكل باهر، وحقق نجاحات كبيرة سمحت بإنتشاره في المرحلة الثانية إبتداء من سنوات 1980 إلى أوروبا، ثم بقية أنحاء العالم بعد ذلك، فدخل في الأنظمة المالية والقانونية للكثير من الدول، ومنها الجزائر حيث أصدر المشرع القانون 06-05 المؤرخ في 20 فيفري 2006، وأصبح التوريق جزء من النظام المالي العالمي لا يمكن الإستغناء عنه بسبب الفوائد الإقتصادية العديدة التي يقدمها.

وقد ظهر التوريق في الولايات المتحدة في ظل قواعد النظام الأنجلوسكسوني، دون الحاجة إلى وضع قواعد قانونية خاصة تحكمه، بفضل ما توفره مرونة القواعد الأنجلوسكسونية، وتحديدًا فيما يتعلق بقواعد الملكية وتقسيمها إلى ملكية قانونية وملكية إنصافية، وكذلك وجود مؤسسة الترس التي تعتبر حجر الزاوية في عمل التوريق، إذ إستعمل كمنشأة لعمل التوريق، تنقل إليه الحقوق المورقة من المؤسسة المبادرة بالتوريق، ثم يتولى هذا الترس في مقابل هذه الحقوق إصدار أوراق مالية في السوق المالي، وتسييرها إلى غاية إحتتام عملية التوريق، وهو ما لم يكن ممكنا في ظل أنظمة القانون المدني ذات الأصول الرومانية و الجرمانية، التي إحتاجت إلى وضع قواعد خاصة من أجل تجاوز الصعوبات القانونية التي كانت تضعها القواعد العامة في تلك القوانين المدنية، وعلى الأخص فيما يتعلق بحالة الحق فيها، كوجوب إعلان المدين فيها بعقد رسمي حتى تكون نافذة في مواجهته، إضافة إلى إستلزام وضع منشأة توريق خاصة على غرار مؤسسة الترس الأنجلوسكسونية من أجل القيام بعملية التوريق. وعلى هذا فالتوريق تقنية أمريكية خالصة تم إقتباسها فيما بعد في الكثير من جوانبها، بما فيها إستخدام مصطلحاتها الإنجليزية حتى لو تعلق الأمر بالقانون الفرنسي مثلا، لكون اللغة السائدة في المجال المالي بفعل العولمة المالية هي اللغة الإنجليزية¹، وهو ما جعلنا في هذا البحث نحرص على الإشارة إلى الكثير من هذه المصطلحات بلغتها الأصلية وهي اللغة الإنجليزية.

والتوريق تقنية معقدة ومتطورة تعمل كنظام، وتتكون من أجزاء تتفاعل فيما بينها من أجل تحقيق هدف معين هو القيام بعملية التوريق. ويتلخص عمل هذه التقنية في قيام مؤسسة مالية بإنتقاء مجموعة من الحقوق المسندة أو المضمونة بأصول تكون في الغالب رهونات عقارية، ثم تجميع هذه

¹ - Le Cannu Paul et al: « **Droit commercial, Instrument de paiement et de crédit, Titrisation** », 8^e édition, Dalloz, Paris, 2010. p.469.

الحقوق في صورة محفظة، وعمل تصنيف لها عن طريق إحدى مؤسسات التصنيف الائتماني، تقوم هذه المؤسسة المالية بعد ذلك بحالة هذه المحفظة إلى منشأة معدة خصيصاً لذلك هي منشأة التوريق، التي تقوم بشراء هذه الحقوق. ومن أجل سداد ثمن هذه الحقوق المحالة إليها تلجأ هذه المنشأة إلى إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في السوق المالي، تطرح للمستثمرين الذين يحصلون فيما بعد وطوال أجل هذه الأوراق المالية على التدفق النقدي التي تولده هذه الأوراق، والمتمثل في الفوائد المترتبة على هذه الأوراق المالية، إضافة إلى إسترداد أصل هذه الأوراق المالية عند إحتتام عملية التوريق.

ويتطلب التوريق مقومات من أجل القيام به، منها وجود إطار قانوني قادر على إستيعاب عمل هذه التقنية بمراحلها المتعددة، وتركيبها إنطلاقاً من مجموعة من التصرفات القانونية المترابطة، ووجود إطار قانوني يشتمل على العديد من القواعد القانونية المتنوعة المدنية والتجارية والمالية، وكذلك توفر بيئة مالية متطورة قادرة على إستخدام تقنيات الهندسة المالية، ومؤسسات مختلفة تتدخل في القيام بالتوريق، مثل سوق مالي متطور، وهيئة السوق المالي، ومؤسسات للتصنيف الائتماني، ومنشأة التوريق، والمسير، والمؤتمن، والمستثمرين، وغيرهم من المتدخلين، الذين لا يمكن القيام بعملية توريق حقيقية وفعالة إلا بمشاركتهم، ولكن الأدوار التي يقوم بها هؤلاء المتدخلون المتعددون في التوريق متفاوتة من حيث الأهمية.

والتوريق كأية عملية يتم التوجه فيها للجمهور من خلال عرض عام تعتبر عملية خطيرة تتطلب مراقبة كبيرة من أجل تحقيق الأمن لهذه العملية، وتفادي الإنحراف في إستخدامها لأهداف المضاربة وتحقيق الربح على حساب المستثمرين المكتسبين في الأوراق المالية المصدرة، وهو الإنحراف الذي حصل فعلاً في فترة إزدهار التوريق في نهاية سنوات 1990 وبداية سنوات القرن الحالي، فكان أحد أسباب أزمة الرهن العقاري (*subprime*) في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2007، التي إستفحلت فيما بعد لتتحول إلى أزمة مالية عالمية هي الأخطر على النظام المالي العالمي على الإطلاق، وهو ما تطلب ضرورة إصلاح النظام القانوني الذي يحكم التوريق وعلى الأخص آليات مراقبته، بإصدار العديد من القوانين والأنظمة ووضع هيئات ضبط أحدثت تغييرات عميقة على نظامه القانوني.

ثانيا: إشكالية البحث:

تتحدد إشكالية البحث في الصعوبات التي يثيرها عمل النظام القانوني للتوريق سواء من الناحية العلمية أو من الناحية العملية .

فمن الناحية العلمية تكمن هذه الصعوبات في تحديد الأساس القانوني الذي يتم بواسطته نقل الحقوق المورقة من المؤسسة المبادرة بالتوريق إلى منشأة التوريق، وكيفية إجراء هذا النقل، وطبيعة حقوق المكتتبين في الأوراق المالية، وتكييف التصرفات المختلفة المكونة للتوريق.

أما من الناحية العملية فتكمن هذه الصعوبات في عمل و تطبيق هذا النظام في الجزائر، ذلك أن نظام التوريق يقوم أساسا على وجود سوق مالي نشيط، كفؤ، ومتطور، ونظام مصرفي فعال، في حين أن السوق المالي الجزائري في الوقت الحالي لا يزال يتصف بالخصائص التالية:

1 — أنه سوق مالي ضعيف، إضافة إلى أن البورصة فيه شبه معطلة، إذ تقتصر في الوقت الحالي على تداول أسهم وسندات بضعة مؤسسات فقط، وأن عدد الأوراق المالية المتداولة فيه لا تزيد عن (05) أوراق مما يجعله غير ذي جدوى.

2 — نظام مصرفي تنقصه الخبرة، ويفتقر إلى منظومة متكاملة من المؤسسات المتطلبة في عملية التوريق وعلى رأسها عدم وجود مؤسسات للتصنيف الائتماني، لأنه لا يمكن الإعتماد في تسويق الأوراق المالية المصدرة بمناسبة التوريق على تصنيف المؤسسة المبادرة بالتوريق نفسها، إذ لا يقبل أن تكون الهيئة المبادرة بالتوريق خصما وحكما في نفس الوقت، إضافة إلى عدم وجود مؤسسات لتقييم الأصول، وشركات الإستعلام عن العملاء.

3 — أن السوق السندي فيه يعمل على أساس العرض الخاص وليس العرض العام.

4 — قلة القروض العقارية التي يمكن أن تطرح للتوريق.

5 — إنخفاض أسعار الفائدة، وهذا لا يشجع على الإقبال على إقتناء السندات المورقة.

6 — النظرة السلبية للسوق المالي لدى الجمهور من المستثمرين و المصدرين المحتملين، خاصة فيما يتعلق بتجنب التعامل بالفائدة لأسباب عقائدية.

ثالثا: فرضيات البحث:

إنطلاقا من الإشكالية السابقة يمكن صياغة فرضيتين للبحث كالتالي:

1 — إن القواعد العامة في حوالة الحق المدنية في دول القوانين المدنية ذات الأصول الرومانية الجرمانية لا تسمح بإجراء حوالة الحقوق المورقة من المؤسسة المبادرة بالتوريق، وهو ما كان يتطلب وضع قواعد خاصة لعمل نظام التوريق تسمح بتجاوز الصعوبات التي تثيرها هذه القواعد العامة المدنية، وخاصة الصعوبة المتمثلة في وجوب إعلان المدين بالحوالة عن طريق رسمي، وهو ما يجعل هذه الحوالة صعبة ومرهقة، تنقص بقدر كبير من الجدوى الاقتصادية للتوريق.

2 — إن السوق المالي الجزائري بوضعه الحالي، و في ظل الخصائص المشار إليها لا يسمح بالتطبيق الجيد لنظام التوريق، وعمل آلياته المختلفة بصورة فعالة، وهو ما سيجعل من قانون توريق القروض الرهنية غير ذي جدوى، ومن ثمة سنحاول أن نبين في هذا البحث الشروط والعوامل التي يمكن أن تجعل من تطبيق هذا النظام أمرا ممكنا وفعالاً.

رابعا: أسئلة البحث:

على ضوء ما سبق يمكن صياغة أسئلة لهذا البحث كالتالي:

- 1 — ماهو النظام القانوني لعملية التوريق؟
- 2 — كيف يعمل هذا النظام؟
- 3 — ما هو الأساس القانوني لمختلف التصرفات الحاصلة في التوريق؟
- 4 — ما مدى الحاجة إلى تطبيق تقنية التوريق في الجزائر؟
- 5 — ما هي العوامل والشروط الواجب تحققها لنجاح تطبيق التوريق في الجزائر؟

خامسا: أهمية البحث:

ترجع أهمية هذا البحث إلى ناحيتين: عملية، وعلمية:

فمن الناحية العملية:

يتناول هذا البحث موضوعا ذو أهمية كبيرة ومتزايدة من الناحية الإقتصادية والمالية، بسبب الفوائد والحلول العديدة التي أصبح يقدمها التوريق للنظام الإقتصادي والمالي ككل، إذ أصبح مصدرا لا ينضب للتمويل وإعادة التمويل بالنسبة للبنوك والمؤسسات المالية، يمكنها من الحصول على التمويل في ظروف أحسن وبصورة ملائمة، وبذلك أحدث التوريق تغييرا عميقا في نمط تمويل القروض، إذ أمكن عن طريق تقنيات الهندسة المالية إنشاء أصول مالية سائلة إنطلاقا من أصول مالية غير سائلة وهو ما زاد من قدرة البنوك على الإقراض، وبذلك مكنت هذه التقنية بوجه خاص من تحسين شروط التمويل العقاري الموجه للإسكان، من أجل المساهمة في التغلب على مشكلة السكن الحادة التي تعاني منها أغلب دول العالم، ومنها الجزائر، ومن ثمة فإن بحث نظام التوريق في القانون الجزائري تأخذ أهميته من الناحية العملية من الحجم الكبير لمشكلة السكن في الجزائر، والتي يمكن لنظام التوريق تقديم حلول ناجعة لها من خلال توفير إعادة التمويل اللازم للقروض العقارية الموجهة للإسكان، وهو ما يوفر السيولة لمؤسسات الإئتمان العاملة في مجال التمويل العقاري فيزيد من قدرتها على الإقراض. كما يعمل التوريق على نقل وتوزيع المخاطر وخاصة المخاطر المرتبطة بالقروض البنكية، وكذلك مخاطر التأمين، كما يعتبر وسيلة لتحسين تسيير الميزانية، وتمكين البنوك من الإستجابة للقواعد التنظيمية المتزايدة والمتعلقة بالجوانب الإحترازية في عمل البنوك والمؤسسات المالية، وخاصة تلك المتعلقة بنسب الملاءة والسيولة. كما يوفر التوريق فرصا واعدة للإستثمار من خلال توسيع عروض الإستثمار، ويعمل على توسيع وتنشيط السوق المالي، كما يقلل من اللجوء إلى الوساطة التقليدية، في مقابل زيادة التمويل المباشر عن طريق السوق المالي، مما يخفف من تكلفة القرض.

و من الناحية العلمية:

إن إزدهار التوريق إبتداء أوأخر سنوات 1980 وحتى بداية سنوات الألفية الحالية زاد من الأهمية العلمية لدراسة التوريق من الناحيتين المالية والقانونية، فمن الناحية القانونية شغل التوريق الباحثين في مجال

القانون المالي، وأصبح في مقدمة موضوعات القانون المالي، حيث تولى الباحثون دراسة النظام القانوني للتوريق من جميع جوانبه، والعمل على إيجاد الحلول لل صعوبات القانونية التي يثيرها، إضافة إلى مساهمته في نشوء فرع جديد للقانون المالي هو ما يعرف بقانون الهندسة المالية أو قانون التمويل المهيكّل، الذي يحكم هذه العمليات والتقنيات المالية من خلال تجميع وهيكلّة مجموعة واسعة من القواعد المدنية والمالية والتجارية من أجل الوصول إتمام هذه العملية، وقد زادت أهمية دراسة التوريق بعد الأزمة المالية لسنة 2007، والجدل الذي أثير حول تسبب التوريق فيها، ثم زادت هذه الأهمية أكثر بعد تدخل المشرعين لإجراء إصلاحات قانونية عميقة على الأنظمة القانونية التي تحكمه بعد هذه الأزمة.

وإنطلاقاً من هذه الأهمية المزدهرة للتوريق عملياً و علمياً سارعت مباشرة بعد صدور القانون رقم 06-05 المؤرخ في 20 فيفري 2006 المتعلق بتوريق القروض الرهنية إلى تسجيل هذا الموضوع، الذي يمكن القول أنه كان في حينه (ولا يزال) موضوعاً جديداً لم تتم دراسته في القانون الجزائري بعد، ومن ثمة يكون مستحقاً للبحث، ولكن بعد أشهر قليلة من تسجيله حدثت الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، ووجه الإتهام للتوريق بأنه كان السبب في حدوثها، و أنه فقد الفوائد الإقتصادية التي كانت مبرر وجوده ويجب التخلي عنه. وكان لا بد من التعرض لهذه المسألة التي فرضت نفسها على الباحثين في موضوع التوريق، وهو ما زاد من أهمية هذا البحث، ثم هدأت عاصفة الأزمة وبدأت تظهر في هذا المجال تحليلات أكثر موضوعية وصدقية ترى أن التوريق لم يكن المتسبب الرئيس في الأزمة، فالتوريق أصبح جزءاً من النظام المالي والإقتصادي لا يمكن الإستغناء عنه، وأن ما وقع من الإختراف في إستخدامه كان راجعاً إلى فشل القواعد القانونية في تأطير هذه المبتكرات الجديدة من المنتجات المالية، وخاصة فشل القواعد التنظيمية وهيئات الضبط في مراقبة النظام المالي ككل ومن بينه التوريق، أي أن الأزمة في جانب كبير منها هي أزمة قانون، وأن إصلاحه يمر حتماً عبر إصلاح قانوني، وهو ما زاد أكثر من أهمية دراسة موضوع التوريق على الصعيد القانوني، حيث أصبح موضوع التوريق وعلاقته بالأزمة في مقدمة دراسات القانون المالي، فكان موضوعاً لعدد كبير من البحوث والدراسات الأكاديمية، وخاصة أطروحات الدكتوراه والماجستير في مختلف الجامعات ومراكز البحوث العلمية في العالم، مما جعل أهمية هذا البحث والفائدة منه أكبر مما كانت عليه عند تسجيل هذا الموضوع.

سادسا: أهداف البحث:

يهدف هذا البحث أساسا إلى:

1 — التعريف بمجموع النظام القانوني للتوريق، وطريقة عمله في القانون المقارن، فالتوريق نظام معقد يتكون من مجموعة من الأجزاء المترابطة تهدف إلى تحقيق أهداف معينة، ودراسته تتطلب وصف كل هذه الأجزاء و تركيبها، وكيفية عملها، وتأصيل التصرفات القانونية الحاصلة بشأنه، وتكييفها، فيشمل القواعد التي تحكم المتدخلين في التوريق، ومؤسسات التوريق، والعلاقات المختلفة التي تربط مختلف هؤلاء المتدخلين. من بداية عملية التوريق إلى غاية إختتامها، إبتداء من إنتقاء الحقوق المورقة، وتكوين محفظة الحقوق، وتصنيف هذه الحقوق، وطريقة حوالتها، ثم منشأة التوريق، وطريقة تأسيسها وتسييرها، وحفظ الحقوق المورقة، وإصدار الأوراق المالية بعد ذلك، وكذلك حقوق المكتتبين في هذه الأوراق وطرق حمايتهم، خاصة من آثار الإفلاس، وكذلك مراقبة عملية التوريق. إضافة إلى التعريف بعمل آلية التوريق، وأساسها القانوني، وتكييفها، وبيان السلبيات والصعوبات التي تواجهها وكيفية التغلب عليها.

2 — بيان الدور المهم الذي يلعبه التوريق والفوائد الإقتصادية الكبيرة والمتزايدة التي يقدمها، والتي جعلت المشرع الجزائري يأخذ به، وهل هذا الدور والفوائد التي كانت مبررات للأخذ به لا تزال قائمة حتى بعد حصول الأزمة المالية سنة 2007، أم أنها أصبحت معدومة وأن هذا النظام ككل قد فقد مبرر وجوده؟

كل ذلك في إطار المقارنة بين الأنظمة القانونية المختلفة للتوريق من أجل إستخلاص ما بين هذه الأنظمة من تشابه أو إختلاف، وبيان الخصائص والسلبيات التي تميز كل نظام من هذه الأنظمة القانونية من أجل تطوير وإصلاح نظام التوريق.

سابعا: الدراسات السابقة:

ومن أهم هذه الدراسات السابقة يمكن الإشارة إلى:

1 — دراسة (Forti Valerio) بعنوان توريق الحقوق في القانون المقارن (La titrisation des créances en droit comparé)، التي كانت موضوع أطروحة دكتوراه نوقشت في جامعة (Poitiers) الفرنسية بتاريخ 02 ديسمبر 2011، وتم إنتقائها للنشر ككتاب من طرف مؤسسة (Fondation Varanne) سنة 2012، بإعتبارها من أحسن الأطروحات في مجال القانون الخاص، وتتلخص إشكالية هذه الدراسة في كونها محاولة للمساهمة في دراسة الملكية عن طريق تقريب مفهوم الملكية الحصرية على الأشياء المادية في النظام الروماني الجرمني من مفهوم الملكية اللامادية في نظام الشريعة العامة الأنجلوسكسوني، وهو المفهوم الذي ساهم التوريق في إنتقاله إلى النظام الروماني الجرمني عن طريق إقتباس قواعد الترسست القائمة على خصائص الملكية في النظام الأنجلوسكسوني، وقد قام الباحث بتقسيم بحثه إلى فصل تمهيدي وقسمين: خصص القسم الأول لبنية عملية التوريق، والقسم الثاني طريقة عمل التوريق، وخلص الباحث إلى نشوء مفهوم جديد للملكية اللامادية في القانون الفرنسي يقترب من مفهوم الملكية اللامادية في نظام القانون الأنجلوسكسوني.

2 — دراسة (Christian Le Hir) بعنوان الصندوق المشترك للتوريق (Le Fonds Commun De Créances)، وهي دراسة كانت موضوع أطروحة دكتوراه في القانون الخاص نوقشت بكلية الحقوق بجامعة (Paris 2 Panthéon-Assas)، سنة 1992، وقد إنصبت هذه الدراسة على هيئة التوريق الفرنسية من حيث تأسيسها وتسييرها، وكيفية حوالة الحقوق المورقة إليها، وإصدار الحصص وحقوق حملة الحصص والحماية المقررة لهم، وقد قسم الباحث هذه الدراسة إلى قسمين: تناول في القسم الأول: عمل الصندوق المشترك للحقوق، وفي القسم الثاني حقوق حملة حصص الصندوق المشترك للحقوق. وخلص الباحث إلى إبراز خصائص الجهاز الفرنسي للتوريق القائم على الصندوق المشترك للحقوق كهيئة توريق.

3 — دراسة (Alexandre Quiquerez) بعنوان توريق أصول الملكية الفكرية من منظور قانون اللكسمبورغ (La Titrisation Des Actifs Intellectuels au prisme du droit luxembourgeois) وهي دراسة كانت موضوع رسالة دكتوراه في القانون الخاص نوقشت بكلية الحقوق جامعة (Luxembourg) سنة 2011، وتعتبر أول دراسة قانونية معمقة للتوريق في مجال حقوق الملكية الفكرية باللغة الفرنسية، وهي الأصول التي أخذت أهمية إقتصادية متزايدة، وقد تمحورت إشكالية هذه الدراسة

حول التفاعلات بين القانون المالي وقانون الملكية الفكرية، وكيف يمكن تحويل المخاطر المرتبطة بهذه الأصول غير المادية عن طريق تقنية التوريق، وقد قسم الباحث هذه الدراسة إلى قسمين: تناول في القسم الأول توافق مجال الأصول المورقة مع حقوق الملكية الفكرية، وفي القسم الثاني ملائمة تركيب التوريق مع حقوق الملكية الفكرية، وخلص في النهاية إلى تحديد فوائد وأخطار توريق هذا النوع من الأصول.

4 — دراسة (Claude Laporte)، بعنوان توريق الأصول في سويسرا (La Titrisation d'actifs en Suisse)، وهي دراسة كانت موضوع رسالة دكتوراه في القانون البنكي نوقشت في كلية الحقوق بجامعة (Genève) سنة 2004، وقد تمحورت إشكالية هذه الدراسة حول تحليل تقنية التوريق في سياق القانون السويسري، وقد قسم الباحث هذه الدراسة إلى قسمين: خصص القسم الأول لوصف التوريق، أما القسم الثاني فخصص لمنشأة التوريق التي هي أداة عملية التوريق، وخصص القسم الثالث إلى حوالة الحقوق أما القسم الرابع فخصص للسياق التنظيمي الذي تتطور فيه المؤسسة المحيلة من خلال المعالجة المحاسبية، وخلص الباحث فيها إلى أن التوريق في سويسرا لم يتطور في ذلك الوقت بسبب ضعف عمليات التوريق في إطار القانون السويسري، وأن تحليلاته القانونية سلطت الأضواء على كثير من المسائل القانونية المفيدة للمؤسسات التي ترغب في توريق الأصول.

5 — دراسة (Laury Papais) بعنوان التوريق والعهدة (أو الإستئمان) (Titrisation et Fiducie)، وهي دراسة كانت موضوع رسالة دكتوراه نوقشت بكلية الحقوق جامعة (Toulouse 1) بفرنسا تمحورت حول مدى إمكانية استخدام تقنية العهدة ذات الأصول الأنجلوسكسونية والقرية من مؤسسة الترس، كأساس قانوني لعمليات التوريق التي هي تقنية من نتاج الهندسة المالية، وإدراج تقنية العهدة ضمن القانون النقدي والمالي، والعهدة مؤسسة دخلت إلى القانون المدني الفرنسي حديثا بمقتضى القانون 2007-211 المؤرخ في 19 فيفري 2007 المتمم للقانون المدني المتعلق بالعهدة (Le Fiducie)، حيث عرفت المادة 2011 مدني فرنسي بأنها: (العملية التي بواسطتها يقوم مؤسس أو عدة مؤسسين بنقل أموال، أو حقوق أو تأمينات أو مجموعة أموال، أو حقوق أو تأمينات حاضرة أو مستقبلية إلى أمين أو عدة أمناء، يحتفظ بها مستقلة عن ذمته المالية الخاصة للعمل في إطار هدف محدد لفائدة مستفيد أو عدة مستفيدين)، وخلص الباحث إلى إمكانية استخدام تقنية العهدة المدنية كأساس لعمليات التوريق

إعتمادا على الطابع الإستثماري لكل من العهدة والتوريق، وهو أسلوب واعد بالنسبة للتوريق بسبب مرونة قواعد هذه التقنية، أو على الأقل قبول أن تلعب دورا مكملها لهيئات التوريق في القانون النقدي والمالي الفرنسي.

6 — أما في الجزائر فإن الدراسة القانونية الوحيدة التي إنتهينا إليها كانت دراسة (مصطفى سميرة) بعنوان (البنوك في مواجهة آلية التوريق)، والتي كانت موضوع مذكرة ماجستير في القانون نوقشت في كلية الحقوق بجامعة مولود معمري بتيزي وزو (الجزائر) سنة 2016، تمحورت حول إشكالية كيفية تعامل البنوك مع مخاطر التوريق، بالإضافة إلى الإستفادة من مزايا هذه الآلية، وقد قسمت الدراسة إلى فصلين: خصص الفصل الأول للمفاهيم الأساس للتوريق، والفصل الثاني لمخاطر آلية التوريق، وتأثيرها السلبي على البنوك، وكيفية تعامل البنوك معها، وخلصت الدراسة إلى أن آلية التوريق تلعب دورا هاما في تدعيم نشاط البنوك في التمويل ونقل المخاطر، ولكن هذه الآلية تصطدم بمجموعة من العراقيل يتعين إزالتها.

ثامنا: منهج البحث:

المنهج المستخدم في هذا البحث هو أساسا المنهج المقارن، الذي يهدف إلى إجراء مقارنة بين الأنظمة القانونية المختلفة للتوريق، من أجل إستخلاص إيجابيات وسلبيات هذا النظام بغرض المساعدة في تطويره وإصلاحه. ومحاولة إستخلاص ما بين هذه الأنظمة القانونية من أوجه تشابه وإختلاف بخصوص التوريق، إضافة لذلك فإن الدافع للمقارنة في هذا البحث هو أن التوريق وإن كان قد نشأ في الولايات المتحدة في ظل قواعد النظام الأنجلو سكسوني إلا أنه إنتشر بعد ذلك ليدخل إلى أنظمة قانونية لم تكن قواعدها قادرة على إستيعاب عمل هذه التقنية بسهولة، مما يحتم إجراء هذه المقارنة، للإستفادة من مزايا نظام ما عند وضع نظام آخر، أو المفاضلة بينهما، كما أن التوريق تطور بفعل العولمة المالية ليصبح ظاهرة عالمية ممتدة ومتداخلة في كامل النظام المالي العالمي وجزء من مكوناته، له تأثيره على كامل النظام المالي وهو ما أثبتته الأزمة المالية لسنة 2007، و هو ما زاد من أهمية وضرورة المقارنة بين الأنظمة القانونية المختلفة للتوريق، من أجل المساهمة في تمكين نظام التوريق من إستيعاب التطورات الحاصلة بشأنه بالنسبة لمختلف القوانين، وخاصة بالنسبة للقانون الجزائري الذي يعتبر قانونا ناشئا في مجال التوريق يتطلب الكثير من الإصلاح، وقد إنصبت هذه المقارنة أولا على بنية ومؤسسات

التوريق، ثم على طريقة عمل آلية التوريق في النموذجين العالميين للتوريق المتمثلين في كل من النظام الأنجلوسكسوني ومؤسسة الترس في، و نموذج التوريق الفرنسي وهيئة التوريق المبتكرة فيه، والتي أصبحت بدورها لاحقا نموذجا لمنشأة التوريق في دول القانون المدني ذات الأصول الرومانية، كل ذلك مع محاولة بيان موضع النظام القانوني الجزائري للتوريق بين هذين النظامين السابقين، والذي هو أقرب إلى النموذج الفرنسي.

وإلى جانب المنهج المقارن فقد إستخدمنا أيضا في بعض الأجزاء من البحث المنهج الوصفي من أجل وصف وتعريف بنية ومؤسسات التوريق وطريقة عملها، كما إستخدمنا أحيانا المنهج التحليلي من أجل تبيان إيجابيات ومساوئ بعض المسائل.

تاسعا: الخطة:

تم تقسيم هذا البحث إنطلاقا من طبيعة الموضوع، الإشكالية، المنهج المستخدم، والهدف من البحث كالتالي:

فصل تمهيدي: الإطار المفاهيمي للتوريق

الفصل الأول: مقومات التوريق.

الفصل الثاني: منشأة التوريق.

الفصل الثالث: عمل آلية التوريق.

الفصل الرابع: مراقبة عملية التوريق.

فصل تمهيدي

الإطار المفاهيمي للتوريق

يهدف هذا الفصل التمهيدي إلى تحديد الإطار النظري أو المفاهيمي للتوريق، وذلك بتسليط الأضواء على عدد من المسائل التي تعتبر تمهيدا ضروريا وأساسا للبحث في النظام القانوني للتوريق، بدء بتحديد مفهوم التوريق، وتعريفه بإعتباره أحد أبرز إبداعات الهندسة المالية (L'Ingénierie Financière). ثم التعرض إلى ظهوره ونشأته لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية، والعوامل التي ساعدت على ظهوره من النواحي الاقتصادية والمالية والقانونية. ثم التعرض إلى تمييز التوريق عما يشبهه من تقنيات الإصدار الأخرى للأوراق المالية، مثل الإصدار المباشر، ثم التعرض لتطور التوريق أولا في الولايات المتحدة الأمريكية حيث نشأ، ثم إنتقاله بعد النجاح الباهر الذي حققه إلى الدول الأوروبية، بداية بالمملكة المتحدة، ثم بعد ذلك إلى مختلف دول العالم ومنها الجزائر. ثم تحديد مجال التوريق، الذي كان قد بدأ في الولايات المتحدة الأمريكية بتوريق قروض الرهن العقاري للإسكان، ليتسع بعد ذلك ليشمل تقريبا توريق كل الأصول المالية ذات التدفقات النقدية التي تملكها المؤسسات. ثم بعد ذلك التعرض إلى أنواع التوريق المختلفة، منظورا إليها من زوايا مختلفة. ثم التعرض إلى الفائدة الكبيرة والمتزايدة التي يقدمها التوريق، والتي هي بالأساس: كونه مصدرا إضافيا جديدا وهاما للتمويل وإعادة التمويل، وكذلك وسيلة جديدة لنقل وتوزيع المخاطر، وتحسين تسيير ميزانية المؤسسات من أجل تمكينها من إحترام القواعد القانونية والتنظيمية المتزايدة المتعلقة بالقواعد الإحترازية. وأخيرا التعرض لل صعوبات التي يثيرها عمل التوريق والتي كانت موضوع نقد كبير من خصوم هذه التقنية.

وسنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كالتالي:

المبحث الأول: مفهوم وتطور التوريق.

المبحث الثاني: مجال وفائدة التوريق.

المبحث الأول

مفهوم وتطور التوريق

وستتناول في هذا المبحث مفهوم التوريق ونشأته في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم تطوره وإنتشاره إلى بقية أنحاء العالم، وسنقسمه إلى مطلبين كالتالي:

المطلب الأول: مفهوم ونشأة التوريق.

المطلب الثاني: تطور التوريق.

المطلب الأول

مفهوم ونشأة التوريق

ستتناول في هذا المطلب تعريف التوريق، والمفاهيم التي يتكون منها هذا التعريف، في فرع أول، ثم نشأة التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية والعوامل التي ساهمت في نشوئه في فرع ثان، ثم تمييزه عما يشبهه من تقنيات الإصدار الأخرى في فرع ثالث.

الفرع الأول: تعريف التوريق

التوريق في اللغة العربية مشتق من الورق (بفتح الواو وكسر الراء) أي الدراهم المضروبة، يقال أورك (بفتح الراء) الرجل أي كثر ماله، ورجل مورك و وراق أي كثير الورق أي المال والدراهم¹، وعليه فالتوريق يفيد إنشاء الورق أي المال.

والتوريق كلمة يقابلها في اللغة الإنجليزية كلمة (Securitization) وهي مشتقة من كلمة (Securities) التي تعني أوراق مالية، وفي الفرنسية (Titrisation) أي التحويل إلى أوراق مالية (Titres) وكلا الكلمتين الإنجليزية والفرنسية هما كلمتين مستحدثتين (Néologisme) دخلتا المعاجم والتعبير القانوني بعد أن ظهرت كلمة (Securitization) لأول مرة في الأوساط المالية في الولايات المتحدة

¹ - ابن منظور محمد بن مكرم بن علي: «لسان العرب»

(أطلع عليه يوم 2016.06.01) <http://www.baheth.info/all.jsp?term=%D9%88%D8%B1%D9%82>

الأمريكية¹، وكان أول من إستخدمها هو (Lewis Ranieri) نائب مدير سابق ببنك (Salomon brothers) الأمريكي سنة 1977²، للدلالة عن تقنية مالية حديثة ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1970، يتم بواسطتها تحويل أصول مالية (حقوق) إلى أوراق مالية (Securities) قابلة للتداول في السوق المالي³.

وعرفها البعض الآخر بأنها: العملية التي بواسطتها تباع مؤسسة مالية بعضا من أصولها (حقوق) المسندة إئتمانيا إلى منشأة (entité) أنشئت لهذا الغرض (ad hoc) تسمى منشأة التوريق التي تصدر بعد ذلك في مقابل الحصول على هذه الأصول المالية قيما منقولة (أوراق مالية) تطرح في السوق المالي موجهة للجمهور والمستثمرين المحترفين⁴.

وعرفها البعض الآخر بأنها: العملية التي بواسطتها تباع مؤسسة بعضا من أصولها إلى كيان أنشئ لهذا الغرض (ad hoc) تسمى منشأة التوريق التي تصدر بعد ذلك في مقابل الحصول على هذه الأصول قيما منقولة في السوق المالي موجهة للجمهور والمستثمرين المحترفين⁵.

وعرفها (John C Hull) بأنها: (تحصيل القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية المستقبلية)⁶، وهو من أحسن التعريفات التي لخصت موقع التوريق في الإقتصاد الحديث والذي يكمن في التحصيل الفوري لتدفقات نقدية مستقبلية ناتجة من أصل غير قابل للتداول، ويرتبط في تسديده بهذه التدفقات المستقبلية⁷.

وقد عرف بعض الفقهاء العرب التوريق، تعريفات متقاربة، تنطوي كلها في النهاية على أنه: تحويل أصول غير سائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في السوق المالي، من ذلك تعريف الأستاذ محمد أحمد غانم الذي يعتبر تعريفا شائعا في العالم العربي بأنه: (أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية

¹ - Le Cannu Paul et al : « **Droit commercial.Instrument de paiement et de crédit.Titrisation** », 8^e éd, dalloz, Paris, 2010, p. 465.

² - De Bazelaire Stanislas : « **La titrisation : après L'ascension et le déclin,la renaissance ?** », p. 1. www.bsi-economics.org/542-titrisation-ascension-declin-rennaissance.consulté ,(consulter le 02.05.2016).

³ - Paul Le Cannu et al : op.cit, p. 465.

⁴ - Moulin Jean – Marc : « **Le Droit de l'ingénierie financière** », 3^e éd, 2009,Gualino éditeur lextenso éditions, Paris, 2009, p. 500.

⁵ - ibid, p.500.

⁶ - Hull C John : « **option future and other derivatives** », Pearson Education, Inc., publishing as Prentice, USA, 2011, p.191.

⁷ - Beacco Jan-Michel, Hubaud Benoit : « **titrisation – maillon clé du financement de l'economie** », RB édition, Paris, 2013, pp. 17-18.

بجهد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز إئتمانيا، ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للإكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلا للمخاطر، وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك¹.

كما عرفه الأستاذ هشام فضلي بأنه: (أحد الآليات المستحدثة التي تسهم في تعزيز قدرات السوق المصرفية و تنشيط أسواق المال في آن واحد. وهو عملية تلجأ إليها مؤسسة الإئتمان التي ترغب في الإسترداد المعجل للإئتمان الممنوح للعملاء، فتقوم بحوالة محفظة حقوقها على هؤلاء العملاء إلى منشأة متخصصة في الإستثمار الجماعي لمحافظة الحقوق. وتعد الحوالة وما تدره من عائد بضمن يقل عن القيمة الإسمية لمحفظة الحقوق، وتتولى منشأة التوريق طرح محفظة الحقوق للإكتتاب العام في صورة صكوك مالية، ويمكنها بالتالي أن تفي بضمن الحوالة لمؤسسة الإئتمان من الحصص النقدية للمكتتبين. ويسترد حاملي الصكوك مدخراتهم من خلال رجوع منشأة الإستثمار على المدينين بقيمة المحفظة، بمقتضى الحوالة المنعقدة. أما أرباحهم من عملية الإستثمار فتتولد من الفارق بين الثمن المدفوع للحوالة المنعقدة والقيمة الإسمية لمحفظة الحقوق مضافا إليها الفوائد المتفق عليها في عقد الإئتمان)².

ومن خلال هذه التعاريف المختلفة نخلص إلى أن التوريق هو: تقنية مالية تتمثل في قيام مؤسسة مالية بتحويل بعض من أصولها المسندة إلى منشأة ذات غرض خاص (*ad hoc*) تسمى منشأة التوريق، التي تصدر بعد ذلك مقابلا لهذه الأصول أوراقا مالية تطرح للتداول في السوق المالي. وهذا التعريف يبرز مرحلتي التوريق الرئيسيتين، وهما:

1 — حوالة الحقوق إلى منشأة ذات غرض خاص (*ad hoc*) هي منشأة التوريق.

2 — إصدار هذه المنشأة مقابلا لهذه الحقوق أوراقا مالية قابلة للتداول في السوق المالي.

ويفضل البعض الآخر من رجال القانون والمشرعين في العالم العربي أن يطلقوا على التوريق مصطلح (التسديد)، أي إصدار السندات، على أساس أن عملية التوريق في جوهرها تنتهي إلى إصدار

¹ — غانم محمد أحمد: «التوريق»، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2009، ص. 6.

² — فضلي هشام: «الإستثمار في الحقوق الآجلة — التوريق —»، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 200، ص. 5.

سندات، وهو ما قام به المشرعين اللبناني¹ والمغربي². في حين إستخدم المشرع الجزائري مصطلح التوريق عند إصداره القانون رقم 05/06 المؤرخ في 20 فبراير 2006³ المتضمن توريق القروض الرهنية، فقد نصت المادة (01) منه على: **(يهدف هذا القانون إلى تحديد النظام القانوني القابل للتطبيق على توريق القروض الرهنية)**. ثم عرف المشرع الجزائري التوريق تعريفا متماشيا مع التعريفات المشار إليها سابقا، والتي تنطوي جميعا على تحويل أصول مالية (حقوق) إلى سندات قابلة للتداول، فنص في المادة (02) الفقرة (01) من قانون توريق القروض الرهنية على: **(يقصد في مفهوم هذا القانون بما يأتي: — التوريق: عملية تحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية ...)**.

ومن أجل تقريب مفهوم التوريق، فإنه ينبغي القيام أولا بالذكر ببعض المفاهيم التي تضمنتها هذه التعريفات، وهي:

أولا: الأوراق المالية (Security) أو (Valeur Mobilière):

الأوراق المالية هي صكوك تصدرها منشآت الأعمال، تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما أو الحقين معا. وتصنف الأوراق المالية حسب ماهيتها إلى: أوراق مالية تمثل ملكية وهي الأسهم، و أوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات⁴.

و لم يعرف القانون الأمريكي الأوراق المالية واكتفى في المادة (2 sec) من قانون الأوراق المالية الأمريكي لسنة 1933 (*Securities Act of 1933*) المعدل بتاريخ 05 أفريل 2012 عن طريق تعداد هذه الأوراق المالية بالقول: **(الأوراق المالية يقصد بها كل: مذكرة، سهم، أسهم خزينة، سند، شهادة مساهمة، سند دين، أوراق مستقبلية، شهادات تصويت في الترس، شهادة إيداع، خيارات،**

¹ القانون اللبناني رقم 705 بتاريخ 2005.12.09 المتعلق بتسديد الموجودات، وفيه عرف المشرع اللبناني التسديد بأنه: ((التسديد هو العملية المالية الناتجة عن قيام المنشئ بالتفرغ عن موجودات عائدة له إلى بنية قانونية مؤسسة لهذه الغاية وفقا لأحكام هذا القانون وذلك بمساعدة وسيط مالي أو بدونه)). الجريدة الرسمية اللبنانية www.pcm.gov.lb (أطلع عليه في 05.06.2016).

² القانون المغربي رقم 10/98 بتاريخ 1999.09.16 المتعلق بتسديد القروض الرهنية، حيث عرفته المادة (2) بقولها: (التسديد: العملية المالية المتمثلة في قيام صندوق توظيف جماعي للتسديد بشراء ديون رهنية يؤدي ثمنها بواسطة حصيلة إصدار حصص ممثلة لتلك الديون، وعند الإقتضاء بواسطة حصيلة إصدار إقتراض سندي معتمد على تلك الديون، وذلك وفقا لأحكام الواردة في هذا القانون). الجريدة الرسمية المغربية www.sgg.gov.ma (أطلع عليه في 05.06.2016).

³ المنشور في الجريدة الرسمية العدد 15 بتاريخ 12 مارس 2006.

⁴ هندي منير إبراهيم: « الأوراق المالية وأسواق رأس المال »، منشأة المعارف بالإسكندرية، 2002، ص.5.

حق شراء، حق بيع، حق إمتياز....¹، ولقد تولى القضاء بعد ذلك تعريف هذه الأوراق المالية بإعطائها معنى واسعا يشمل: أية وسيلة (ورقة) يمكن أن تباع كإستثمار، حيث أن المادة الإقتصادية التي تتضمنها الوسيلة تغطي على الشكل الذي ترد به، وهو نفس التعريف الذي ورد في قانون تبادل الأوراق المالية لسنة 1934 (Securities Exchange Act of 1934)².

و بدوره فإن المشرع الفرنسي عرف الأوراق المالية عن طريق تعدادها في نص المادة (L.211-1)

من القانون النقدي والمالي الفرنسي بالقول: (ثانيا: الأوراق المالية هي:

1 – الأوراق المالية الممثلة لرأس المال الصادرة عن شركات المساهمة.

2 – سندات الدين

3 – حصص وأسهم هيئات الإستثمار الجماعي).

أما المشرع الجزائري فأخذ بمفهوم القيم المنقولة في المادة (715 مكرر 30) من القانون التجاري المعدل والمتمم³ الصادرة بالمرسوم التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 25 أبريل 1993⁴، وعرفها بأنها: (القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف وتسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها).

ثانيا: الأصول (Les Actifs - Assets):

الأصول هي كل شيء مملوك للمنشأة له قيمة إقتصادية ومقيد في جانب الأصول من الميزانية سواء كانت منقولة أو غير منقولة، مادية أو معنوية، والمرصودة لتحقيق أهداف المؤسسة، وهي ناتجة عن توظيف الموارد المالية التي وضعها مالك أو ملاك المنشأة تحت تصرفها⁵.

¹ - « SEC 25 (a) Difinition when used in this title unless the context otherwise requires –

(1) the term « security » means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, sertificate of interst or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security...» <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>, (consulter le 12.07.207).

² - فواز كريم: « تسنيد الموجودات – دراسة قانونية مالية مقارنة »، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2009، ص: 7-8.

³ - الصادر بالأمر 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 101 بتاريخ 19 ديسمبر 1975.

⁴ - المنشور في الجريدة الرسمية العدد 27 بتاريخ 27 أبريل 1993.

⁵ - انطوان جوزيف، هوار ماري كلير كاييو: « قاموس الأسواق المالية »، ترجمة آمال ليلي سربيس، Edition page bleues،

2010، ص.10.

ثالثا: إعادة التمويل (Refinancement - Refinancing):

إعادة التمويل هو السداد المسبق للقروض عن طريق الحصول على قروض جديدة بشروط أحسن أو لمدة أطول¹. أي أنه العملية التي تستطيع من خلالها المؤسسة المالية أن تعوض أصولها المالية الحالية بأصول مالية جديدة سواء من السوق المالي أو من البنك المركزي وذلك لمواجهة مشكلة السيولة عند عدم كفاية الأموال الخاصة والودائع حتى تستطيع منح قروض جديدة.

رابعا: القرض الرهني (Le Crédit Hypothécaire - Mortgage Credit):

القرض الرهني هو سلفة نقدية مسندة بضمان عيني يتمثل في رهن رسمي وارد على عقار.

خامسا: إعادة التمويل الرهني

(Refinancement hypothécaires-Mortgage refinancing):

إعادة التمويل الرهني يقصد به إعادة شراء محافظ قروض الرهن العقاري التي تمنحها البنوك والمؤسسات المالية في إطار التمويل العقاري من أجل تمكين هذه البنوك والمؤسسات المالية من الحصول على السيولة المالية التي تسمح لها بمنح قروض أخرى.

سابعاً: مؤسسات إعادة التمويل الرهني:

هي مؤسسات مالية متخصصة قائمة من أجل توفير التسهيلات اللازمة، ووضعها تحت تصرف السوق العقارية الإبتدائية، تقوم بإصدار سندات متوسطة أو طويلة الأجل في السوق المالية، بحيث تستعمل المبالغ المتحصلة من وراء هذه السندات في إعادة تمويل محافظ القروض المقدمة من طرف البنوك العقارية أو التجارية، وأبرز مثال عالمي لهذه المؤسسات في مجال إعادة التمويل العقاري هما مؤسستي: (Fannie Mae) و (Freddie-Mac) الأمريكيتين، اللتين لعبتا دورا رئيسا في إنطلاق التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي الجزائر تقوم بهذا الدور شركة إعادة التمويل الرهني (SRH)، وهي مؤسسة مالية عمومية في شكل شركة مساهمة تأسست في سنة 1997.

¹- انطوان جوزيف، هوار ماري كلير كاييو، مرجع سابق، ص.423.

الفرع الثاني: نشأة التوريق:

التوريق تقنية أمريكية ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية في سنوات 1970، نتيجة ممارسات العاملين في المجال المالي، وبجتهم المتواصل عن الحلول العملية للمشاكل التي كانت تواجههم، مستخدمين في ذلك تقنيات الهندسة المالية (*Financial Engineering*)^{*} التي بدأت في الإزدهار في ذلك الوقت، بحيث إعتبرت أهم إبداعات (*Innovations*) هذه الهندسة المالية على الإطلاق. إلا أن جذور التوريق تعود قبل ذلك وتحديدا إلى بداية سنوات 1930، وكان ذلك مرتبطا بالصعوبات التي واجهها سوق الرهن العقاري في فترة الكساد العظيم، حيث قامت الحكومة الأمريكية في عهد إدارة الرئيس (*Franclin Roosevelt*) بالتدخل من أجل القيام بإصلاحات كبيرة لإعادة بناء الإقتصاد المنهار، ومنها البحث عن وسائل ومصادر جديدة للتمويل العقاري في ذلك الوقت وتحديدا تمويل قطاع الإسكان الذي أصبح يمثل مشكلة كبيرة للسلطات الأمريكية، وتطلب جهودا لإنعاش سوق القروض العقارية، ذلك أنه في ظل تزايد البطالة، كانت مؤسسات الإقراض ترفض منح القروض الرهنية العقارية للأفراد، لذلك قامت السلطات الأمريكية بإنشاء (03) أجهزة تتولى ضمان قروض الإسكان، وهي:

الأول: في سنة 1932 هو (*Federal home loan bank*) (*FHLB*) الذي يتولى وضع الأنظمة المطبقة على صناديق الإيداع، وكان الهدف منه هو إنشاء سوق مالي ثانوي.

الثاني: سنة 1934 هو إدارة الإسكان الفدرالي (*Federal housing Authority*) (*FHA*) والذي يتمثل دوره في إعطاء تأمينات ضد المخاطر في مجال سوق الرهن العقاري، وتوحيد ضمانات القروض.

* يتم عموما تحديد مفهوم الهندسة بمجموع النشاطات الفكرية اللازمة الدراسة التي تسبق أي مشروع وتصميمه وتطبيقه. وتمثل الهندسة المالية في تصور تراكيب مالية وتطبيقها لتتوافق تماما مع احتياجات العملاء الاقتصاديين وأهدافهم الخاصة. يبرر اللجوء الى الهندسة المالية كلما تعذر التطبيق السهل للصبغ المكرسة على معاملة معقدة. ينبغي على المهندس المالي في إنجاز مهمته أن يتصرف كمجمع إذا وقع على عاتقه إدماج الفروع الفنية، التنظيمية، المالية والجباية بهدف تحسين ملاءمة التركيب المالي مع إحتياجات عميله أو رب عمل. وبالنسبة للعملية الخاصة بالأدوات المالية يمكن تمييز: تمويل العمليات بالدين، إنشاء أدوات مالية، إستعمال تقنيات حماية ضد المخاطر المالية ... جوزيف انطوان، هوار ماري كلير كايو: مرجع سابق، ص.262.

الثالث: سنة 1938 هو مؤسسة الرهن القومية الفدرالية (*Federal national mortgage association*) (*FNMA*) وتسمى أيضا (*Fannie Mae*) والتي كانت بمثابة وكالة حكومية بإمكانها شراء القروض العقارية الرهنية من البنوك والمؤسسات المالية و الإحتفاظ بها¹.

وقد كانت مهمة هذه الأجهزة شبه الحكومية تمويل وضمان القروض العقارية الموجهة للإسكان، وشراء القروض العقارية من مؤسسات الإقراض الكبيرة والإحتفاظ بها، في محافظ حتى تاريخ إستحقاقها لكونها كانت أكثر قدرة على إدارة مخاطر الإئتمان، كما كانت تعمل أيضا على توحيد ضمانات القروض، وقد ساهمت هذه الأجهزة بشكل كبير في حل مشكلة التمويل العقاري للإسكان في ذلك الوقت في ظل الركود الذي أعقب أزمة 1929، ولكن نظرا للصعوبات التي واجهتها فيما بعد قامت السلطات العمومية بعملية إصلاح لها، بدأ فيه سنة 1968 فقسمت (*FNMA*) إلى هئتين:

الأولى: تحتفظ بإسمها ووظيفتها السابقة هي مؤسسة الرهن القومية الفدرالية (*Federal National Mortgage Association*)، المعروفة بـ (*Fannie Mae*)، ولكنها تحولت إلى هيئة خاصة بعدما بيعت حصة الحكومة الأمريكية فيها.

الثانية: أخذت تسمية مؤسسة الرهن القومية الحكومية (*Government National Mortgage Association*) التي عرفت إختصارا بـ (*GNMA*) أو (*Ginnie mae*) وأعطيت لها صفة العمومية وكلفت بمهمة إعطاء ضمانات الدولة الفدرالية لشهادات تمثل حقوق رهن عقاري تصدرها مؤسسات الإقراض، وكذلك مؤسستي (*Federal housing authority*) (*FHA*) و إدارة خدمة المحاربين القدامى (*veteran administration*) (*VA*).²

وفي سنة 1970 أنشئ جهاز آخر هو (*Corporation Federal Home Loan Mortgage*) الذي عرف إختصارا بـ (*FHLMC*) أو (*Freddie-Mac*) وهي وكالة فدرالية تقوم بشكل مستقل بمهام قريبة من مهام الجهازين السابقين (*Fannie Mae*) و (*Ginnie mae*)³، والمتمثلة في ضمان القروض العقارية الموجهة للإسكان.

¹ - Granier Thierry, Jaffeux Corynne : « *La titrisation – Aspect juridique et financier*, 2^e édition, ECONOMICA, Paris, 2004, p. 14.

² - *ibid*, p. 15.

³ - Le Cannu Paul et al : *op.oit*, p. 470.

إن ما كانت تقدمه هذه المؤسسات من ضمان وإعادة تمويل للقروض العقارية كان هو الخطوة الأولى من خطوات التوريق التي تتضمن تنازل الجهة الدائنة صاحبة الأصول عن هذه الحقوق إلى مؤسسة أخرى، وهذه الخطوة الأولى هي التي سمحت في مرحلة لاحقة إبتداء من سنة 1970 بإبتداع فكرة التوريق عند قيام هذه المؤسسات التي إنتقلت إليها هذه الأصول بإنشاء محافظ ضخمة من هذه القروض المتعلقة بالإسكان ثم إصدار مقابلا لها سندات مسندة بتلك الأصول (سندات مسندة رهن عقاري) (*Mortgage-Backed Bonds*)، وكذلك قامت بعض الجهات المقرضة بتجميع محافظ من القروض الرهنية ونقل ملكيتها إلى جهة أخرى تسمى الترس (Trust) تصبح هي الأمين عليها، ثم يقوم الترس بعد ذلك بإصدار سندات مقابلا لها. كما قامت كذلك كثير من الجهات المقرضة الصغيرة ببيع القروض التي منحتها لمؤسسة الرهن العقاري القومية الفدرالية (*FNMA*) (*Fannie Mae*) فكانت هذه الخطوة هي البداية الحقيقية لعملية التوريق، حيث تمت أول عملية توريق لفائدة (*Ginnie Mae*) سنة 1970، عند قيامها بأول عملية هندسة مالية لسندات (*MBS*) (*Mortgage Backed Securities*) تلتها بعد ذلك (*Fannie Mae*) سنة 1971، بينما كانت أول عملية توريق غير مضمونة من طرف هذه الوكالات قد جرت سنة (1977) من طرف (*Bank Of America*)، ثم إنتقل التوريق إلى أوروبا، فكانت أول عملية توريق حصلت في المملكة المتحدة سنة 1987، وفي فرنسا سنة 1989¹. وكان الدور الذي لعبته هذه الوكالات شبه الحكومية في إنطلاق التوريق في الولايات الأمريكية أحد عوامل نجاح التوريق، وأبرز ضرورة تدخل الحكومات من أجل دعم انطلاق عمليات التوريق، وذلك عن طريق الضمانات التي كانت تمنحها هذه المؤسسات لسندات الرهن العقاري بغض النظر عن مصدرها².

لقد حقق التوريق بعد ظهوره نجاحا باهرا ساهم في إنتشاره إلى بقية أنحاء العالم، فظهر كمصدر للتمويل وإعادة التمويل، فهو يسمح في نفس الوقت باللجوء إلى الإدخار العام وحشد الموارد التي بحوزة المستثمرين المحترفين. ذلك أن بعض المتعاملين الإقتصاديين إستغلوا خصائص وفوائد هذه التقنية

¹ Harmand Cécile : « *titrisation: l'évolution post crise financiere normes comptables* », Memoire Academique, Neoma Business school, France, p. 8.
www.apdc-france.fr/wp-content/uploads/NEOMA-BS-Reims-Harmand-vo.pdf
(consulter le 05.08.2016).

² Beltas Abdelkader : « *La Titrisation* », édition Légende, 2007, p. 9.

واعتبروها حلا سحريا لل صعوبات التي كانت تواجههم بخصوص تمويل نشاطهم، ولكن البعض الآخر إستعملها كوسيلة للمضاربة¹.

إن التركيب الذي يتكون منه التوريق يتأتى من تجميع عدة تقنيات تقليدية نسبيا للقانون المدني والتجاري، وهي من ضمن فئة صاعدة من التمويل تسمى بالتمويل المهيكل (Financement Structuré)، وهو تمويل موجه لتلبية حاجات محددة للمؤسسات، كالفصل المحاسبي (Déconsolidation Comptable) أو تحسين الوضعية المالية والضريبية للمؤسسات، أو ضمان وضع قانوني ما².

الفرع الثالث: تمييز التوريق عما يشبهه من تقنيات الإصدار الأخرى:

وستتناول في هذا الفرع تمييز التوريق عما يمكن أن يشبهه من الطرق الأخرى لإصدار الأوراق المالية، مثل الإصدار المباشر، ثم تمييز التوريق عن التوريق الإسلامي أو التصكيك.

أولا: تمييز التوريق عن الإصدار المباشر للأوراق المالية:

تقوم المؤسسات الإقتصادية عند حاجتها للتمويل باللجوء أحيانا إلى الإقتراض مباشرة من جمهور المدخرين تفاديا للجوء إلى البنوك وشروطها غير المناسبة لها في كثير من الأحيان، وبسبب تكلفة الإقتراض التي قد تكون مرتفعة. فتقوم هذه المؤسسات بإصدار أوراق مالية تطرح للإكتتاب العام، وهي سندات قابلة للتداول في السوق المالي، وتسمى هذه العملية بالإصدار المباشر للأوراق المالية أو التمويل المباشر، والسندات التي تصدر في هذه العملية هي سندات دين تختلف عن السندات التي تصدر في عملية التوريق من حيث:

1 — تكون سندات التوريق مسندة بأصول، في حين لا تكون سندات الدين في الإصدار المباشر مضمونة بأي ضمان خاص بل تستند إلى الضمان العام للمصدر أي لمركزه المالي.

2 — إن التوريق يسبقه إمتلاك المؤسسة لأصل مدر للربح في حين أن الإصدار المباشر يكون من أجل إستخدام الإصدار لإقتناء أصول.

¹ - le Canu paul, et al:op.cit, p. 465.

² - ibid, p. 465.

ثانياً: تمييز التوريق التقليدي عن التوريق الإسلامي (التصكيك):

التوريق الإسلامي أو التصكيك، كما يفضل أن يطلق عليه بعض العلماء المسلمين المشتغلين بهذه المسألة¹ تميزاً له عن التوريق التقليدي وإن كان يشترك مع التوريق التقليدي في أن الهدف في كل منهما هو الحصول على السيولة النقدية للمؤسسات، وتوفير وسيلة استثمار لحملة هذه السندات أو الصكوك، إلا أنهما يختلفان من حيث:

1 — أن محل التوريق التقليدي أصول (حقوق) أما التصكيك فينصب على توريق الأعيان والمنافع لا على الحقوق، ولا على الفوائد التي تتولد عنها.

2 — إن حقوق سندات التوريق التقليدي تمثل ديناً على المصدر، أما في التصكيك فهي صكوك بحق ملكية، وأن العائد في الأولى فائدة، وفي الثانية: أجرة في حالة الإجارة، وربحاً في حالة المشاركات والمضاربات².

وقد عرفه مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنه: (إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الإكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه)³.

وقد عرفه الشيخ عجيل جاسم النشمي بأنه: (يقصد بالتصكيك عملية تحويل جزء أو مجموعة من الأصول غير السائلة والمدرة لدخل يمكن التنبؤ به التي تمتلكها المؤسسة إلى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول خلال فترة معينة). فهو تحويل أو تقسيم أصل أو أكثر إلى صكوك أي وثائق إسمية أو لحاملها متساوية القيمة تمثل حقوق ملكية شائعة في أعيان أو منافع أو خدمات، قابلة

¹ — القره داغي علي محي الدين: «الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة»، بحث مقدم في الدورة التاسعة عشرة لمنظمة المؤتمر الإسلامي المنعقدة في إمارة الشارقة (الإمارات العربية المتحدة)، 2009، ص. 20. <http://www.iefpedia.com>. (أطلع عليه في 2016.07.08).

² — عمر محمد عبد الحليم: «الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها»، بحث مقدم في الدورة التاسعة عشرة لمنظمة المؤتمر الإسلامي المنعقدة في إمارة الشارقة (الإمارات العربية المتحدة)، 2009، ص. 19. [iefpedia.com/.../d8a7d984d8b5d983d988d983-d8a7d984d8a5d8b...](http://www.iefpedia.com/.../d8a7d984d8b5d983d988d983-d8a7d984d8a5d8b...) (أطلع عليه يوم 2016.07.08).

³ — مجمع الفقه الإسلامي الدولي، <http://www.iifa-aifi.org/2300.html>، (أطلع عليه يوم 2016.07.08).

للتداول، ويشترك حملتها في الأرباح والخسائر، تصدر وفق شروط محددة، ووفق نشرة إصدار¹، وبذلك يمكن القول أن التصكيك الإسلامي هو عملية إصدار سندات أو وثائق (صكوك) ذات قيمة مالية متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خليط من الأعيان والمنافع والديون في الذمة والتي تصدر وفق عقد شرعي إستناداً لصيغ التمويل الإسلامية².

المطلب الثاني

تطور التوريق

لقد عرف التوريق نجاحاً باهراً في الولايات المتحدة الأمريكية بعد ظهوره منذ بداية سنوات 1970، بسبب الفوائد الاقتصادية العديدة التي حققها لمختلف المتعاملين، مما جعله ينتشر بعد ذلك إلى أوروبا في نهاية سنوات 1980، وهو ما سنعرض له في هذا المطلب، فنتناول في فرع أول تطور التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم نتناول في فرع ثانٍ إنتشاره وتطوره في بقية دول العالم.

الفرع الأول: تطور التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية:

لقد عرف التوريق بعد ظهوره في الولايات المتحدة الأمريكية منذ بداية سنوات 1970 نجاحاً باهراً، وبمرور السنوات إزدادت أهميته ودوره الإقتصادي بسبب الفوائد العديدة التي يقدمها للمتعاملين في المجال المالي من بنوك ومستثمرين وغيرهما، وقد ساعد على تطوره عدة عوامل منها: وجود بيئة مالية متطورة مشجعة على الإبداع ساهمت في تطور و زيادة إستخدام تقنيات الهندسة المالية، وهو ما أدى إلى مزيد من إبتكار الأدوات المالية المتطورة، إضافة إلى وجود مؤسسات متطورة لازمة لعمل تقنية التوريق منها مؤسسات التصنيف الإئتماني (*Rating Agency*) أو (*Agences de Notation*). إضافة إلى وجود بيئة قانونية ملائمة قادرة على إستيعاب هذه الإبداعات من الأدوات المالية، خاصة مع إزداد

¹ - النشمي عجيل جاسم: « التوريق والتصكيك وتطبيقهما»، بحث مقدم في الدورة التاسعة عشرة لمنظمة المؤتمر الإسلامي المنعقدة في إمارة الشارقة (الإمارات العربية المتحدة)، 2009، ص. 3.

² - محيسن فؤاد محمد أحمد: « نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات »، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، 2006، عمان (الأردن)، ص. 59.

حركة التحرير من الأنظمة والضبط (Déréglementation et Dérégulation) بتأثير من موجة الأفكار النيوليبرالية آنذاك، والتي تدعو إلى عدم تدخل الدولة في الإقتصاد لمصلحة السلطة المطلقة للأسواق. وكذلك التطور التكنولوجي وخاصة تطور إستخدام الإعلام الآلي الذي مكن من تخفيض التكاليف التشغيلية للعمليات المالية ومنها التوريق، زيادة الترابط بين المؤسسات والأسواق المالية العالمية بفعل تزايد العولمة المالية، إضافة إلى النتائج الكبيرة المتحصل عليها من وراء عمليات التوريق، التي جرت في تلك الفترة في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث أصبح سوق سندات التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية هو أهم سوق للسندات بعد سوق السندات الحكومية.

وهكذا تطورت سندات التوريق التي كانت في البداية سندات مسندة بمحفظه أصول عقارية مرهونة (Mortgage Backed Securities) (MBS) بنوعيتها أصول عقارية للإسكان (Residential Mortgage-Backed Security) (RMBS) وأصول عقارية تجارية (Commercial mortgage-backed security) (CMBS)، ولقد كانت هذه الأصول في البداية متجانسة ولكنه في مرحلة لاحقة بعد ذلك تم تصميم سندات أخرى ذات أصول مختلفة يطلق عليها مصطلح سندات إلتزامات الرهن العقاري المضمونة (Collateralized Mortgage Obligation) المعروفة إختصارا بـ (CMO)، ثم ظهرت بعدها السندات المسندة بأصول (Asset Backed Securiteies) المعروفة إختصارا بـ (ABS) وهي سندات مسندة بأصول مختلفة غير عقارية (أصول تجارية)، مثل قروض الإستهلاك وقروض السيارات والطائرات والسفن والقروض التجارية المختلفة، وهو ما سمح بظهور فئتين ثانويتين من هذه السندات: الأولى مسندة بمحفظه قروض تجارية (Collateralized Loan Obligation) المعروفة إختصارا بـ (CLO)، والثانية مسندة بمحفظه سندات متنوعة وذات تصنيف متدني (Collateralized Bond Obligation) المعروفة إختصارا بـ (CBO)¹، وتتميز هاتان الفئتان الثانويتان بأنه يمكن إصدار شرائح متنوعة منها، وهي شرائح ذات عائد مختلف، ثم ظهرت أخيرا السندات المضمونة بديون (Collateralized Debt Obligations) المعروفة إختصارا بـ (CDO)، فهي سندات مضمونة بمحفظه سندات أو قروض بنكية أي بأصول مالية متنوعة، وهي سندات حديثة نسبيا، إذ ظهرت إبتداء من سنوات 1987 بفضل تطور السوق السندي في الولايات المتحدة الأمريكية وكذلك مشتقات الإئتمان، والهدف منها هو نقل المخاطر، وليس توفير السيولة، ثم تطورت لاحقا إلى نوع من السندات

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit , p. 471.

الإصطناعية (*CDO synthétiques*) تتميز بطابعها المتطور، ومخاطرها المرتفعة، وغموضها، وتعقيدها¹. والتي كانت قمة التطور بالنسبة للتوريق، وأخيرا ظهرت عقود مبادلة العجز الإئتماني (*Credit Default Swap*) (*CDS*) التي طورت إبتداء من سنة 1994 من طرف البنك الأمريكي (*J.P.Morgan*)²، وهي نوع من مشتقات القروض تمثل نوعا من التأمين الذي بواسطته تحصل مؤسسة مالية على حماية من مخاطر عدم السداد مقابل دفع علاوة خطر، وقد إستغل بنك (*J.P.Morgan*) هذه العقود من أجل القيام بمضاربات مشبوهة وهائلة إعتبرت أحد أسباب الأزمة المالية التي حصلت إبتداء من سنة 2007.

الفرع الثاني: إنتقال وتطور التوريق خارج الولايات المتحدة الأمريكية:

إن عمليات التوريق الأولى حدثت في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1970، ونوعية الخدمات التي قدمها هذا الإبداع المالي سواء من ناحية تمويل البنوك والمؤسسات أو من ناحية تسيير مخاطر القروض يفسر التطور الهائل كميًا ونوعيًا لما يطلق عليه بالتمويلات المهيكلة (*Les Financements Structurés*). وإن الآليات المستعملة في التوريق جرى تجريبها وتحسينها بالكامل في النظام المالي الأمريكي، ثم إنتشرت بعد ذلك بفضل العمليات التي تم ترتيبها في الأسواق الأوروبية عندما أدركت السلطات العمومية الأوروبية الأهمية والميزات التي تقدمها المالية المهيكلة، فقاموا بتكييف أنظمتهم القانونية والمالية من أجل تسهيل تطور السوق الأولى (سوق الإصدار *Primary Market*) للتوريق³.

لقد كان الهدف من عمليات التوريق الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية وبدرجة أقل في المملكة المتحدة هو تحسين تمويل الحقوق الرهنية العقارية ونشاط السوق العقاري. في حين كان هدف أولى عمليات التوريق في بقية دول القارة الأوروبية هو تسهيل إخراج (*L'externalisation*) بعض الأصول من ميزانية المؤسسات المالية من أجل التحكم أفضل في نسبة المخاطر إلى الربحية (*risques/rentabilité*) في ميزانية البنوك وتخفيف مؤسسات الإئتمان، التي لم تكن فيها نسبة الملاءة

¹- Barneto Pascal, gregorio georges : « *Les mécanismes financiers de la titrisation* », Lavoisier, Paris, 2011, p.127.

²- Arige Lionel : « *la crise financière 2007-2008* », Université de Liège (Belgique) , p. 10. <http://www.crepp.ulg.ac.be/profiles/artige/documents/Lacrisefinanciere2007-2008.pdf> (consulter le 11.09.2016).

³- Lautier delphine, Simon yves : « *Titrisation – Analyse économique et financière* », Dalloz action, Ingénierie financière, fiscale et Juridique, 2^e édition, 2009, p. 711.

غير مطابقة للمعايير الإحترازية الدولية، على الإستخدام الأمثل لأموالها الخاصة¹. ثم إنتقلت تقنية التوريق بعد ذلك تدريجيا إلى أوروبا إبتداء من النصف الثاني من سنوات 1980، ثم إلى جنوب آسيا و أمريكا اللاتينية، ثم إفريقيا والشرق الأوسط بعد ذلك، حيث أخذت به العديد من الدول العربية ومنها الجزائر.

أولا: التوريق في المملكة المتحدة:

لقد كان من الطبيعي بعد النجاح الباهر الذي حققه التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية أن ينتقل إلى الدول الأنجلوسكسونية الأخرى بسبب عاملي اللغة والنظام القانوني، وخاصة في المملكة المتحدة حيث كانت توجد لديها تشريعات ليبرالية جدا في مجال إصدار الأوراق المالية². ولذلك كانت المملكة المتحدة الأولى التي إنتقل إليها التوريق بعد الولايات المتحدة الأمريكية، وتعتبر المملكة المتحدة حاليا السوق الأكثر أهمية للتمويل المهيكل في العالم بعد الولايات المتحدة الأمريكية، وقد نشأ سوق التوريق فيها في بداية سنوات 1980 وكان الهدف منه مثلما كان الأمر في الولايات المتحدة الأمريكية هو تحسين القروض الرهنية العقارية، ونشاط السوق العقاري، فتم إصدار سندات مسندة بحقوق رهن عقاري (*Mortgag Backed Securities*) (MBS)، وأن إصدارات التمويل المهيكل وصلت إلى أولى قمتهما في سنوات (1988 – 1989)، وكانت أولى هذه الإصدارات لمنتجات مورقة مسندة بأصول أخرى غير الرهن العقاري قد تم سنة (1990)، ويتعلق الأمر بتوريق قروض موجهة لشراء السيارات³. ثم كانت لندن لاحقا المركز المالي الذي تتم فيه على نحو فعال أغلبية الإصدارات الدولية للتمويل المهيكل. وكانت هذه التمويلات المهيكله تشمل أيضا العمليات التي كانت تقوم بها منشآت التوريق الموطنة في الملاذات الضريبية (*tax havens*) التي توجد في جزر نورماند الإنجليزية (*îles Anglo-Normandes*) الواقعة في القنال الإنجليزي⁴.

ثانيا: التوريق في بقية الدول الأوروبية:

لقد تأخر إنتشار التوريق في دول القارة الأوروبية بعد المملكة المتحدة وذلك لعدة أسباب إقتصادية وقانونية، فمن الناحية الإقتصادية لم يظهر أن للتوريق فائدة كبيرة بالنسبة لهذه الدول في ذلك الوقت بسبب أنها لم تعرف نفس تلك الأوضاع الإقتصادية التي عرفتها الولايات المتحدة الأمريكية في بداية

¹- Lautier delphine, et al : op.cit, P. 711.

²- Laport cloude : « *La titrisation d'actifs en suisse* », schulthess, Zurich, 2005, p.19.

³- Lautier delphine, et al : op.cit, P. 712.

⁴- ibid, p.712.

سنوات 1970 فلم تكن البنوك عاجزة عن إعادة التمويل بسبب توفر الأموال الخاصة للبنوك، ومن الناحية القانونية كان الأمر يتطلب في بعض الدول عمل إصلاحات تشريعية من أجل إدخال هذه التقنية في الأنظمة القانونية لهذه الدول، إذ لم تكن القواعد العامة في قوانين الإلتزامات لهذه الدول كافية لعمل هذه التقنية، بل الأكثر من ذلك فقد كانت شكليات هذه القواعد العامة المتعلقة بحالة الحق تعيق عمل تقنية التوريق¹.

1 – التوريق في فرنسا:

إقتنعت البنوك والسلطات العمومية في فرنسا في نهاية سنوات 1980 بفوائد عملية التوريق، وهو ما أدى بالمشروع الفرنسي إلى وضع القانون 1201/88 بتاريخ 23 ديسمبر 1988 الذي تم بموجبه إنشاء مؤسسات التوريق التي أطلق عليها تسمية الصناديق المشتركة للحقوق (Fonds Communs de Creances) والمعروفة بإختصاراً بـ (FCC)²، وهذا الإطار القانوني ظهر في البداية أنه إطار مقيد، ولكنه تم فتح آفاق جديدة له بفضل التعديلات التي أجريت عليه بعد ذلك. ولقد كانت العملية الأولى للتوريق في فرنسا تتميز بأنها عملية خاصة جداً، وقد سميت بـ (CAC – Titrisation) وتمت سنة 1989 عن طريق إصدار مسند بحقوق مملوكة من طرف شركة البورصات الفرنسية على وسطاء في السوق المالي، وكان يجب الإنتظار حتى منتصف سنوات 1990 لتشهد فرنسا عمليات توريق حقيقية³.

2 – التوريق في بلدان أوروبية أخرى:

بعد المملكة المتحدة وفرنسا إمتد التوريق تدريجياً إلى بقية الدول الأوروبية الأخرى⁴، مثل بلجيكا وإسبانيا والبرتغال وألمانيا⁵، ثم تبعتها سويسرا بالقرار الصادر عن هيئة البورصة السويسرية بتاريخ 12 مارس 1997⁶، ثم في إيطاليا بالقانون رقم 130 بتاريخ 30 افريل 1999⁷ المتعلق بشركة توريق القروض (Società per la Cartolarizzazione dei Crediti).

¹- Laport cloude : op.cit, pp.21.22.

²- Le Hir christian : « Le Fonds commun de Creances », revue banque éditeur, paris,1994, pp . 21- 22.

³- Lautier delphine et al : op.cit, p.712.

⁴- ibid, p.712.

⁵- Laport cloude, et al : op.cit, p.22.

⁶- ibid, p.43.

⁷- Forti Valerio : « La titrisation des créances en droit comparé », Fondation Varenne, L.G.D.J, 2012, p. 56.

ثالثا: التوريق في آسيا والمحيط الهادئ:

إنتشر التوريق في الأسواق المالية في منطقة آسيا والمحيط الهادئ، وكانت البداية الفعلية للتوريق في جنوب شرق آسيا تعود لسنة 1999 مرتبطة بعمليات توريق محلية لأصول موجهة لمستثمرين محليين¹. ولقد كانت ثلثي (3/2) عمليات التوريق التي حصلت في منطقة آسيا والمحيط الهادئ تم توطينها في اليابان وأستراليا وكوريا الجنوبية، ثم حصلت عمليات توريق في هونغ كونغ وماليزيا والفلبين وسنغافورة وطيوان وتايلندا، وقد كانت هذه العمليات مسندة بحقوق رهنية عقارية موجهة لتمويل العقارات السكنية وقروض الإستهلاك، أما الصين فقد قامت سنة (2005) بوضع أنظمة مكيفة لعمليات التوريق، سمحت سنة 2006 بالقيام بعمليات توريق مبالغ كبيرة من الحقوق، ويتوقع أن تصبح الصين مستقبلا مركزا فاعلا في عمليات التوريق².

رابعا: التوريق في أمريكا اللاتينية:

يعتبر التوريق نشاطا حديثا في أمريكا اللاتينية، فقد بدأ في المكسيك منذ سنة (2000)، ثم البرازيل والأرجنتين حيث تعتبران من أكبر الدول إستعمالا للتوريق³.

خامسا: التوريق في الدول العربية:

لقد برزت الحاجة الماسة للتوريق في الدول العربية، نتيجة مشكلة الإسكان الحادة التي تعاني منها هذه الدول، وضرورة إيجاد حلول لمشكلة التمويل وإعادة التمويل العقاري الموجه للإسكان، فكان من الضروري البحث عن حلول من خلال الإستفادة من تجارب الدول المتقدمة في هذا المجال وخاصة التجربة الأمريكية في مجال تمويل وإعادة تمويل العقاري الموجه للإسكان بإستخدام التوريق.

ولذلك أخذت الكثير من الدول العربية بتقنية التوريق إبتداء من سنوات (2000)، ففي مصر صدر قرار وزير الإقتصاد رقم 697 لسنة 2001 الذي يضيف أنشطة جديدة للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية التي يحكمها القانون 95 لسنة 1992، فأصبح بإمكان هذه الشركات القيام بنشاط التوريق، ثم صدر بعد ذلك القانون 148 لسنة 2001 بشأن التمويل العقاري بحيث أجازت المادة (11) للممول

¹ - Lautier delphine et al : op.cit, p.712.

² - ibid, p.713.

³ - ibid, p.713.

أن يحيل حقوقه الناشئة عن إتفاق التمويل إلى إحدى الجهات التي تباشر نشاط التوريق، وهكذا نشأت في مصر العديد من مؤسسات التوريق، ويعتبر السوق المصري أحد أنشط أسواق التوريق في المنطقة. ثم توالى صدور قوانين التوريق العربية، فصدر في لبنان القانون رقم (705) بتاريخ 09 ديسمبر 2005 المتعلق بتسنييد الموجودات، كما صدر في المغرب القانون رقم (10/98) بتاريخ 16 سبتمبر 1999 المتعلق بتسنييد القروض الرهنية.

وفي الجزائر صدر القانون رقم (05/06) المؤرخ في 20 فبراير 2006، المتضمن توريق القروض الرهنية، وهو قانون خاص لتوريق نوع معين فقط من الأصول المتمثلة في القروض الرهنية* (المضمونة برهون رسمية)، على الرغم من أن هذا القانون كان قد وضع في فترة إزدهار التوريق وتوسعه إلى العديد من الأصول الأخرى كالأصول التجارية والمستقبلية ومخاطر التأمين... إلخ، ولكن بعض عمليات توريق للقروض الرهنية كانت قد تمت بصورة فعلية في الجزائر حتى قبل صدور هذا القانون عندما قامت شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) ابتداء من سنة 2001 بإعادة تمويل بعض محافظ القروض الرهنية التي كانت موجهة لشراء مساكن كان قد منحها بنك التنمية المحلية (BDL)، ورغم مرور أكثر من (10) سنوات على صدور هذا القانون فإن سوق التوريق في الجزائر لا يزال متواضعا جدا.

المبحث الثاني

مجال وفائدة التوريق

لقد نشأ التوريق في البداية مرتبطا بمجال القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية، وكان الهدف منه إنعاش سوق التمويل العقاري الخاص بالإسكان، بإيجاد التمويل اللازم له، ولكن النجاح الكبير الذي حققته عمليات التوريق جعلت مجاله يتسع بشكل كبير ليشمل مزيدا من الأصول المالية، كما أن الفوائد الإقتصادية منه تعاضمت أيضا ولم تعد مقتصرة على توفير السيولة، وعلى هذا سنقوم في هذا المبحث بتناول مجال التوريق في مطلب أول، ثم أهمية التوريق في مطلب ثان.

* القرض الرهني: هو سلفة نقدية تمنحها مؤسسة إتمان (بنك أو مؤسسة مالية) تكون مضمونة برهن رسمي يكون في الغالب من المرتبة الأولى، يرد على عقار أو أكثر يقدمه المقترض أو شخص آخر، ويرم لدى موظف مختص (موثق)، بمنح المقرض حقا عينيا على ذلك العقار من أجل إستيفاء حقه من ثمنه بالأولوية، وفي أي يد يكون، يتميز في الغالب بأنه طويل أو متوسط الأجل، وبنسب فائدة منخفضة، يكون الهدف منه الحصول على تمويل يوجه لشراء عقار (قطعة أرض للبناء، مسكن، أو عقار تجاري) أو تحسينه أو توسعته.

المطلب الأول

مجال التوريق

إن عملية التوريق تنصب على الأصول المولدة لتدفقات نقدية أي المدرة لدخل، (*cash flow*) فمنتجات التوريق تتيح للمستثمرين عند إقنائها الحصول على عائد مناسب لإستثمارهم، فالتوريق ينطلق من هذه الأصول المالية من أجل إنشاء أوراق مالية قابلة للتداول في السوق المالي. وإلى جانب المجال التقليدي للتوريق المتمثل في توريق الحقوق (*Titrisation des Creance*) فإن التوريق تطور إلى أنواع أخرى من الأصول المالية، مثل الحقوق المستقبلية وحقوق الملكية الفكرية ومخاطر التأمين وغيرها¹، وعلى هذا فإننا سنقوم بتناول كل مجال من هذه المجالات في فرع مستقل.

الفرع الأول: توريق الحقوق الناشئة عن قروض الرهن العقاري:

تعتبر القروض أكثر الإستثمارات جاذبية بالنسبة للبنوك التجارية نظرا لإرتفاع معدل العائد المتولد عنها وذلك بالمقارنة مع العائد المتولد من الإستثمارات الأخرى، ويعتبر الربح الهدف الأساس، إذ لم يكن الهدف الوحيد من الإستثمار فيها، ويمكن تصنيف القروض التي تقدمها البنوك على أسس مختلفة من أهمها: وجود رهن من عدمه، والقروض الرهنية هي تلك القروض التي يلتزم فيها المدين المقترض بتقديم رهن عقاري كضمان لسداد قيمة القرض².

ولقد نشأ التوريق في البداية في مجال القروض العقارية المضمونة برهون، حيث كانت عمليات التوريق الأولى قد حصلت من خلال إصدار سندات مسندة بأصول عقارية (*Mortgage Backed Securities*) (*MBS*) كانت تحديدا عقارات سكنية، وقد بيعت هذه السندات بعد ذلك إلى المستثمرين المؤسساتيين مثل صناديق الإستثمار، وشركات التأمين، وصناديق التقاعد وغيرها، ويعتبر مجال القروض العقارية هو الأكثر إزدهارا، و هو المجال الأول الذي بدأ فيه التوريق في أغلب دول العالم نظرا لـدوره في مجال إنعاش سوق التمويل العقاري ولما يقدمه من ضمانات تزيد من الثقة الموضوعة فيه، وأن أغلب

¹- De Kergommeaux Xavier, Van Gallebaert Christine : « *Les nouvelles catégories d'actifs titrisés* », revue Banquemagazine, n° 638, juillet-aout 2002, p.29.

²- هندي منير إبراهيم: « إدارة الأسواق والمنشآت المالية »، منشأة المعارف بالإسكندرية، 1999، ص.139.

وهو ما سمح بنشوء نوع جديد من التوريق الدولي الذي تقوم به مؤسسات متعددة الجنسيات منتشرة في العديد من الدول ولكن في إطار مؤسسة توريق واحدة¹.

الفرع الثالث: توريق حقوق الملكية الفكرية:

تلعب الملكية الفكرية دورا هاما في المجال الاجتماعي والاقتصادي، زاد من حاجتها إلى التمويل، وهو ما يمكن أن يحقق لها التوريق بصورة فعالة، ولذلك فقد تطور التوريق في السنوات الأخيرة إلى توريق أنواع أخرى من الأصول المكونة للذمة المالية ومنها توريق حقوق الملكية الفكرية.

لقد أصبح من الممكن بفضل تقنية التوريق دمج حقوق المؤلف أو براءات الاختراع أو علامات تجارية في ورقة مالية (سند) قابلة للتداول، أي تصبح سندا للملكية الفكرية²، وهكذا تمت أول عملية توريق لأصول ملكية فكرية سنة 1997 فيما يعرف بسندات (Bowie Bonds) التي قام بها (David Pullman) المالك الرئيسي لـ شركة (Pullman Group) حيث بلغت قيمة هذه السندات المورقة (55) مليون دولار³، وأيضا ما قامت به شركة (PDL Bio Pharma) في اللكسمبورغ عندما قامت بإنشاء منشأة توريق ثم باعت لها جزء من حقوق الإستغلال التي ترتبط بتشغيل (05) تراخيص أدوية ممنوحة لجهة واحدة، وقد أصدرت هذه المنشأة ذات الغرض الخاص بعد ذلك سندات مقابلة لها موجهة لمستثمرين محترفين، وأن الشركة المبادرة بهذا بالتوريق تحصل على ثمن ذلك البيع من خلال الإكتتاب الحاصل في تلك السندات⁴، وكذلك حصلت عمليات توريق لحقوق إمتياز توزيع أفلام شركة الأفلام الأمريكية العملاقة (Century Fox)، وتوريق حقوق إستغلال براءات الاختراع التي قامت بها جامعة (Yale) إحدى أكبر

¹ - Touraine Hervé : « *titrisation internationales, transfert des créances et du surtés. Panorama des législations européennes* » Revue de Droit et Pratique du Commerce International, Tome 22, n° 03, 1996, masson, paris, pp. 346-347.

² - Deschenaux Marc : « *la titrisation de la propriété intellectuelle* », p.3.
www.deschenaux.com/.../Titrisation%20de%20la%20Propriété%20Intellectuelle%20-...
(consulter le 12.06.2016).

³ - Deschenaux Marc : op.cit, p. 9.

⁴ - Quiquerez Alexandre : « *jeter un pont entre la finance et les actifs créatifs via la titrisation* », p.1.
www.agefi.lu/mensuel/Article.asp?NumArticle=12467, (consulter le 03.09.2016).

وأعرق الجامعات الأمريكية¹. ولقد وصل تطور توريق حقوق الملكية الفكرية إلى وضع مؤشر بورصة مستند على قيم حقوق الملكية الفكرية للشركات المدرجة في سوق الأسهم الأمريكية².

الفرع الرابع: توريق مخاطر التأمين:

لقد إمتد التوريق أيضا ليشمل مجال التأمين في إطار ما يسمى (صناعة التدفقات النقدية *Industrie de Cash Flows*) الذي توسع في الوقت الحاضر ليشمل أنواعا مختلفة من التأمين من بينها التأمين على الحياة، والعجز، والمرض، وحوادث العمل، والمسؤولية المدنية عموما، والمسؤولية المدنية عن حوادث السيارات، والحرائق، والكوارث الطبيعية، وحوادث الطيران، وحتى التأمين ضد جرائم الإرهاب الذي ظهر بعد حوادث 11 سبتمبر 2001 في الولايات المتحدة الأمريكية، ويعتبر مجال التأمين من أهم الأنشطة المالية المدرة للتدفقات النقدية³، وذلك لأنها تسمح بظهور وضعية وسط بين المؤمن التقليدي الذي كان يحتفظ بالمخاطر في ميزانيته والوسيط الذي يكتفى بتحويل المخاطر فقط، فتوريق التأمين سمح بظهور مؤمن جديد يتحمل الخطر ثم يحول هذه المخاطر إلى المستثمرين عن طريق السوق المالي.

كما أنه من وجهة نظر السوق فإن المستثمر التقليدي لم يكن بإمكانه الإستثمار في أنشطة التأمين إلا من خلال شراء أسهم في شركات التأمين، ولكن عن طريق التوريق فإن الخطر الذي يتحمله في هذه الحالة سينحصر في لب مهنة التأمين دون تعريضه لمخاطر الأنشطة الأخرى (البنكية، إدارة الأصول والخصوم)، فالفائدة بالنسبة للمؤمن هي الحصول على تغطية من المستثمرين ومن شركات إعادة التأمين لمخاطر هي دائما من نفس الطبيعة والتي يجبر المستثمر على جعلها تتراكم. ومن وجهة نظر المؤمن المحيل (Cedant Assureur) فإن التوريق يسمح بتجاوز حاجز السيولة والوصول إلى مصادر السوق المالي بعيدا عن المصادر التقليدية لإعادة التمويل⁴.

وقد ظهر سوق سندات التوريق الخاصة بالتأمين، هو ما يطلق عليه (Le Marche des « Insurance Linked Securities ») المعروف إختصارا بـ (ILS) مع تطور وإزدهار تقنية التوريق،

¹ Thibodeau Josée : « *La titrisation de la propriété intellectuelle au Canada* » Revue de Droit de McGill, 2003, p.479.

<http://www.lawjournal.mcgill.ca/userfiles/other/796240-Thibodeau.pdf> , (consulter le 07.06.2016).

² OMPI organisation mondiale de la propriété intellectuelle, « *propriété intellectuelle et financement – une introduction* » , p.5.

www.wipo.int/wipo_magazine/fr/2008/05/article_0001.html , (consulter le 04.09.2016).

³ Beacco jaen-michel et al: op.cit, p. 38.

⁴ ibid, p. 39.

ففي ظل ترابط الأسواق المالية الحالية فإن مخاطر التأمين تعتبر مصدرا مهما لتنويع فرص الإستثمار، فمعظم مخاطر التأمين تتميز بخصوصية التوافق مع أحداث غير متوقعة ومستقلة عن مخاطر السوق، والتي تنبثق عموما من العرض والطلب، مثل احتمال حدوث رعود وسقوط البرد والأعاصير... إلخ مما لا علاقة له بأسعار الفائدة. فبالنسبة للمستثمر فإن الدخول إلى مجال الإستثمار في مخاطر التأمين يتم عادة من خلال المشاركة في رأس مال شركات التأمين وإعادة التأمين، وفي هذه الحالة فإن الميزة بالنسبة للمستثمر تكمن في إمكانية تفويض كامل لتسيير مخاطر المحفظة¹.

فالتوريق هو بديل يسمح بفصل مخاطر التأمين عن المخاطر الأخرى وحصصها وتوزيعها بصورة منفصلة، وهذا المخطط يستوجب إستعمال أدوات مالية مهيكلية (*Insurance Linked Securities*) (*ILS*) تمنح للمستثمر إمكانية الوصول المباشر إلى محافظ مخاطر التأمين. وهذا السوق هو سوق حديث لقي إهتمام العديد من المتعاملين نتيجة العوائد المرتفعة التي يولدها، وعلى الرغم من أن مخاطر الكوارث الطبيعية ليست هي المخاطر الوحيدة التي تورق إلا أنها تبقى المحرك الأساس لهذا السوق².

وهناك عوامل ساهمت في تطوير سوق توريق مخاطر التأمين إبتداء من سنوات 1990 منها³:

1 — هو وجود مناطق مختلفة في العالم تعرضت إلى كوارث طبيعية مكلفة جدا من ذلك ما سببه إعصار (*Andrew*) الذي ضرب ولاية فلوريدا الأمريكية في شهر أوت 1992، وألحق خسائر بـ (25) مليار دولار⁴، وكذلك زلزال (*Northridge*) في جانفي 1994 فكانت إعادة التأمين التقليدية غير قادرة على تلبية حاجات شركات التأمين، فالأضرار الهائلة التي نتجت عن هذه الكوارث تجاوزت بكثير الحسابات النظرية وتقديرات الممارسين، ولهذا فإن شركات التأمين إتجهت للبحث عن مصادر مالية جديدة، وتسيير أحسن لهذه المخاطر عن طريق تحويلها للسوق المالي، فشركات التأمين وكذلك شركات إعادة التأمين تجد حاليا في التوريق وسيلة ملائمة للتخفيض من تعرضها لخطر الجهة المقابلة (الزبائن). وكمثال على ذلك قيام شركة إعادة التأمين (*Hannover re*) بعملية توريق لمحفظة مكونة من عقود إعادة

¹- Scherer Alexandre : « *la titrisation des risques d'assurance :le marché des insurance linked securities* », revue d'économie financière, année 2000, volume 59, p.135.
www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2000_num_59_4_369 , (consulter le 03.07.2016).

²- ibidp.135.

³- ibid, p.136.

⁴- ibid, p.136.

التأمين التي عقدتها مع مؤسسات تأمين أخرى (Rétrocession) بقيمة مليار أورو¹، فالتوريق جاء كوسيلة فعالة من أجل الحماية من آثار هذه المخاطر القصوى، فالسندات المرتبطة بهذه المخاطر عرفت بإسم سندات الكوارث (Cat Bonds)، والتي أصدرت لأول مرة من طرف (Hanover re) سنة 1994²، وفي سنة (1995) قام سوق (Chicago Board of Trade) بإقتراح مشتقات حول مؤشر كوارث. و أياما قليلة قبل طباعة هذا البحث حدث إعصار (Harvey) في ولاية (Texas) وإعصار (Irma) في ولاية (Florida) الأمريكيتين، والذين خلفا دمارا شديدا، لم يسبق له مثيل قدرت خسائره الأولية بأكثر من (290) مليار دولار، تمثل ما يقارب 1,5 من الناتج المحلي الخام الأمريكي لسنة 2017³، وهو ما يجعل شركات إعادة التأمين عاجزة عن تحمل هذه الخسائر ويتوقع أن يهددها بالإفلاس، مما يزيد من أهمية وفائدة تقنية التوريق في نقل وتوزيع هذه المخاطر عن طريق السوق المالي.

2 — حركة التقارب المتزايدة بين البنوك وشركات التأمين، ففي تلك الفترة أعاد الكثير من المسيرين الماليين النظر في الحواجز التقليدية فيما بين قطاع البنوك وقطاع التأمينات، وهو ما أدى إلى ظهور مفهوم (بنوك التأمين bancassurance) الذي بدأ بالتوزيع المشترك للمنتجات البنكية ومنتجات التأمين⁴.

وعلى هذا فإن سندات الكوارث هي عبارة عن مشتقات مالية تقليدية، تستند إلى احتمال حصول حوادث طبيعية ذات مدى كبير، وعن طريق اللجوء للتوريق تتمكن شركات التأمين من تمويل الأضرار ذات النتائج المهولة التي تحدثها هذه الكوارث، ذلك أن هذه الشركات لا تكون في الغالب قادرة بأموالها الخاصة على تعويض المؤمنين من ضحايا هذه الكوارث⁵. فمخاطر التأمين مثلها مثل مخاطر القرض يمكن أن تنتقل في شكل معاملات مهيكلية⁶.

¹ - Moulin Jean – Marc : « *Le Droit de L'ingénierie financière* », 3^e ed, Gualino, paris, 2009, p. 502.

² - Hannover re, <https://www.hannover-re.com/199176/bonds-and-securitisations>, (consulter le 28.07.2016).

³ - Le Figaro.fr, <http://bourse.lefigaro.fr/indices-actions/actu-conseils/la-bourse-de-paris-retrouve-des-couleurs-6183418> (consulter le 25.09.2017).

⁴ - Scherer Alexandre : op.cit, p.135.

⁵ - Bendrane Mélissa : « *La titrisation en assurance :le marché des cat bonds, son fonctionnement et ses perspectives de développement* », Mémoire de master, faculté des sciences économique et de gestion, université du sud toulon-var, 2013, France, op.cit , p.7.

<https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-00908643/document>, (consulter le 25.07.2016).

⁶ - Scherer Alexandre : op.cit, p.136.

الفرع الخامس: توريق الدخول المستقبلية:

لقد إتسع مجال التوريق في السنوات الأخيرة إلى توريق الحقوق المستقبلية، والتي يتوقف وجودها على خدمة لم يحصل تقديمها بعد من طرف المحيل، ومن أمثلة هذه الحقوق المستقبلية حقوق بدل الإيجار التي لم يحن ميعاد إستحقاقها بعد، أو الحقوق الناتجة من عقود لم يشرع بعد في تنفيذها، أو رقم الأعمال الذي سيتحقق في الأشهر أو السنوات القادمة من طرف فرع ما من نشاط المحيل، حيث أصبح من الممكن توريقها، وإن كان يجب تحديدها تحديدا لا لبس فيه، وأن تخلو من أية منازعة¹.

ومن أبرز الأمثلة أيضا على توريق الحقوق المستقبلية هو توريق المداخيل المستقبلية في مجال الثروات الطبيعية المنجمية الذي حصل في بعض الدول مثل المغرب واليابون واندونيسيا والبرازيل حيث أصدرت بشأنها سندات (ABS) و (CDO)، مكنت هذه الدول والمؤسسات المستغلة لهذه الثروات المنجمية من الحصول على التمويل اللازم لأنشطتها، وهو ما حصل أيضا في مجال البترول والغاز في بعض دول الخليج العربي، حيث قامت شركة قطر للبترول على سبيل المثال بتوريق ما قيمته 1.2 مليار دولار من مداخيلها المستقبلية من الغاز من أجل تمويل مشاريع زيادة إنتاجها من الغاز الطبيعي، و هو ما قامت به أيضا بعض دول أمريكا اللاتينية مثل البرازيل وفنزويلا. ولم يقتصر توريق الدخول المستقبلية على الشركات بل إمتد كذلك إلى الإدارات العمومية، حيث تم في الهند توريق المداخيل المستقبلية لأحد الطرق السريعة إستخدمت في تمويل إنجاز هذا الطريق، ونفس الشيء قامت به هونغ كونغ، كما شمل توريق الدخول المستقبلية توريق متحصلات الضرائب المستقبلية في بعض دول أمريكا اللاتينية إبتداء 1990²، وإيطاليا وبلجيكا سنة 2006³، وفي فرنسا جاء قانون المالية المعدل لسنة 2013 ليسمح بتوريق حقوق ديون الضرائب بالنسبة للمؤسسات في مجال البحث والتطوير⁴.

¹ - De Kergommeaux Xavier, Benteux Grégory : « La titrisation de créances futures », Revue de Droit Bancaire et Financier, n° 2, mars/avril 2000, Paris, p. 145.

² - Jégourel Yves: « la titrisation : un outil pertinent de financement des industries minières », pp.1-3. www.ocppc.ma/.../la-technique-de-la-titrisation-un-outil-pertinent-de-financement-des... , (consulter le 02.10.2016).

³ - Valentin Bauwens, Jean-François Walhin : « La titrisation du risque d'assurance », larceier, 2008, p.11.

⁴ - Quiquerez Alexandre : « La titrisation de créances de crédit d'impôt recherche : de l'innovation légale à la mise en œuvre », Revue Trimestrielle de Droit Financier, n° 4, 2014, Paris, p.19.

المطلب الثاني

أنواع التوريق

تتعدد أنواع التوريق، إذ يمكن تصنيفها تصنيفات مختلفة بحسب الزاوية التي ننظر منها إليه، فنجد أنه يمكن أن يصنف حسب نوع الضمان المقدم، أو حسب إتصاف هيئة التوريق بالشخصية المعنوية أم لا، وحسب كون الأصول تورق لأول مرة أم تورق لمرّة أخرى ثانية، وأخيراً حسب مدته. وسنتناول فيما يلي أهم هذه الأنواع.

الفرع الأول: أنواع التوريق بالنظر إلى الأصول المورقة:

يقسم التوريق بالنظر إلى نوع الأصول المورقة إلى أربعة أنواع هي¹:

1- تمويل القروض الناشئة عن التمويل العقاري المقدم من البنوك والشركات العقارية:

وعادة ما تكون هذه القروض المقدمة طويلة الأجل، ومضمونة بأصول عقارية، وقد نشأ التوريق في بدايته مرتبطاً بهذا النوع من الأصول.

2- توريق القروض البنكية المستحقة للبنوك أو لغيرها من المؤسسات المالية على عملائها:

ومن أمثلتها توريق الحقوق الناتجة عن عمليات التمويل المختلفة: كتمويل القروض الإستهلاكية، وباقي القروض لتمويل الأنشطة التجارية والصناعية والخدمية.

3- توريق القروض المتعلقة بالديون دولية: وهي القروض المستحقة على الدول، خاصة دول

العالم الثالث²، سواء لفائدة دول أخرى أو مؤسسات دولية، إذ ظهر مع بداية سنوات 1990 توجه على الصعيد المصرفي الدولي لتحويل هذه القروض الممنوحة للدول لتمويل النمو إلى أوراق مالية قابلة للتداول في البورصات العالمية كوسيلة حديثة تؤمن السيولة وتمنح الائتمان مع خفض حجم مخاطر التعثر أو الإفلاس³.

¹ - للحم أسامة بن حمود بن محمد: « بيع الدين وتطبيقاته المعاصرة في الفقه الإسلامي »، الجزء الأول، الطبعة الأولى، 2012، دار الميمان للطباعة والنشر، ص. 505.

² - مرجع سابق، ص. 506.

³ - عثمان حسين فتحي: « التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني »، ص. 1.

www.kantakji.com (أطلع عليه في 02.07.2016).

الفرع الثاني: أنواع التوريق حسب مدى تمتع منشأة التوريق بالشخصية المعنوية:

قد يتم التوريق بواسطة منشأة تتصف بالشخصية المعنوية، أو بواسطة منشأة لا تتصف بالشخصية

المعنوية:

أولاً: التوريق الذي يتم بواسطة منشأة تتمتع بالشخصية المعنوية:

قد يتم التوريق بواسطة مؤسسة تتصف بالشخصية المعنوية تكون لها ذمة مالية مستقلة في شكل شركة مساهمة بسيطة أو شركة مغفلة (société anonyme) (SA)، وهو الشكل الذي إعتدده المشرع الفرنسي بمقتضى الأمر 556-2008 الصادر بتاريخ 13 جوان 2008 المعدل بعد ذلك بالأمر 676-2013 المؤرخ في 25 جويلية 2013¹. وفي القانون الجزائري فقد نص المشرع الجزائري في المادة (02) من القانون (05/06) المتضمن توريق القروض الرهنية على أن: (مؤسسسة التوريق هيئة لها صفة مالية تقوم بعملية التوريق في سوق الأوراق المالية)، وهو نص لا يفهم ما إذا كان المشرع يمنح هذه المؤسسة الشخصية المعنوية أم لا ؟ ولكن بالرجوع إلى الهيئة التي تتولى القيام بالتوريق فعليا في الجزائر نجد أنها مؤسسة إعادة التمويل الرهني (SRH) وهي مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة تتمتع بالشخصية المعنوية.

ثانياً: التوريق الذي يتم بواسطة منشأة لا تتمتع بالشخصية المعنوية:

فقد يتم التوريق بواسطة مؤسسة لا تتصف بالشخصية المعنوية كما هو الحال بالنسبة لنظام الترس (trust) في الدول الأنجلوسكسونية، وهو نظام يفصل بين من تثبت له الملكية القانونية— أي الترس، وبين من تتم هذه الملكية لصالحه، وهو المستفيد، ويطبق هذا النظام على معظم صناديق الإستثمار في هذه الدول. ويعتبر هذا الأسلوب هو الغالب في مجال منشأة التوريق². أما في فرنسا فقد كانت المنشأة التي تولت التوريق في البداية تسمى الصندوق المشترك للحقوق (Le Fonds Commun des Créances) (FCC)، وكانت خصوصية هذا الصندوق أنه لا يتمتع بالشخصية المعنوية، وإنما كان يعتبر

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 493.

² - اللحام أسامة بن حمود بن محمد: مرجع سابق، ص ص. 507 - 508.

ملكية مشتركة¹، ويترتب على ذلك أن هذه الملكية المشتركة لا تقبل الإنقسام، بمعنى وجود ملكية واحدة لكل الشركاء مجتمعين دون أن يكون لأي واحد منهم منفردا ملكية خاصة مفرزة في الشيء أو الأشياء محل الملكية المشتركة، كما لا تعتبر شركة، ولا مؤسسة إقراض².

الفرع الثالث: أنواع التوريق حسب ما إذا كانت الحقوق تورق لأول مرة أم للمرة الثانية:

فيقسم التوريق على أساس ما إذا كانت الأصول المورقة تورق لأول مرة أم للمرة أخرى، إلى توريق تقليدي و توريق إصطناعي:

1- التوريق التقليدي أو الحقيقي "cash" Titrisation :

وهو التوريق الذي يحدث لأول مرة عند تحويل ملكية الأصول المورقة إلى منشأة التوريق، فهو التوريق البسيط أو الأصلي، أو المباشر، ويسميه البعض الآخر بالتوريق الحقيقي (Titrisation Réelle)، أو التوريق (Cash)³، وهو الصورة الأولى للتوريق كما ظهر في بدايته في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1970.

2- التوريق الإصطناعي Titrisation Synthétique :

التوريق الاصطناعي هو تقنية مالية يتم فيها إصدار نوع من السندات المضمونة بديون (collateralized debt obligations) (CDO)، تستند على عملية الفصل بين مخاطر عدم الدفع ومخاطر السيولة ونسب الفوائد المرتبطة بالحقوق البنكية (القروض) أو السندات المصدرة. وهي قريبة من مشتقات الائتمان، وقد تطورت مع تطور حجم الأصول المورقة إصطناعيا ليتجاوز حجم هذا النوع من التوريق قبل الأزمة المالية لسنة 2008 حجم التوريق التقليدي⁴. كما يطلق على التوريق الاصطناعي أيضا تسمية التوريق غير المباشر، أو توريق التوريق، وهو خلافا للتوريق التقليدي يسمح للمنشأة التي تتولى التوريق بالإحتفاظ قانونا بملكية محفظة الأصول عند نقل مخاطر عدم سداد القروض إلى الغير، فلا يتم فيه أية حوالة

¹-Moulin Jean – Marc : op.cit, p. 504.

²-Le Hir christian : « Le Fonds commun de Creances », revue banque éditeur, paris, 1994, pp. 20 - 21.

³- Barneto Pascal, Gregorio Georges : « Les mécanismes financiers de la titrisation », Lavoisier, Paris.2011.p. 157.

⁴- Coussergues de Sylvie : « Gestion de la banque : du diagnostic à la stratégie », 6 éd, DUNOD, France, 2010, p.176.

للحقوق، كما لا يتم فيه اللجوء إلى منشأة توريق، وهو الأمر الذي أصبح ممكنا بفضل ما توفره أدوات التغطية أو مشتقات الائتمان (Les dérivés de crédit)، وأهمها عقود مبادلة خطر عدم الدفع (CDS)، وهذه البنية تسمح للمبادر في التوريق ليس بالتنازل عن محفظة الأصول ولكن بشراء حماية لها¹، وعلى هذا فإنه يمكن القيام بعملية توريق بدون أن يكون هناك تنازل عن الحقوق، وفي هذه الحالة فإن الهدف من التوريق ليس هو البحث عن إعادة التمويل، وإنما نقل مخاطر القرض المرتبطة بهذه الأصول إلى الغير، ولكنه يعتبر على الرغم من ذلك توريقاً²، كما أنه يأتي في بعض الحالات لمواجهة بعض الصعوبات التي يثيرها التوريق التقليدي كما في حالة وجود شرط يمنع منشأة التوريق من التنازل أو حوالة القروض المحالة إليها³. ويبقى التوريق الإصطناعي كل من ملكية و تسيير هذه الأصول للمؤسسة المبادرة بالتوريق⁴.

وفي التوريق الإصطناعي فإن البنك الذي لا يكون بحاجة للسيولة (مثل بنوك التجزئة) ينقل فقط مخاطر عدم السداد، ولا يتطلب هذا النوع من التوريق وجوب إعلان المدين المقترض بنقل هذه الحقوق، ويحتفظ البنك بكامل العلاقة التجارية⁵. كما يتميز التوريق الإصطناعي بتكلفته المنخفضة، حيث يقتصر على مجرد إبرام عقد، ولا يتطلب إنشاء منشأة توريق، كما هو الحال بالنسبة لعقود مبادلة الخطر (CDS)⁶. وقد عرف التوريق الإصطناعي تطوراً هائلاً في نهاية القرن العشرين والسنوات الأولى من القرن الواحد والعشرين، وكان للتوسع والانحراف الكبير في استخدامه بطريقة غير عقلانية أحد الأسباب التي أدت إلى إحداث الأزمة المالية التي حصلت ابتداءً من 2007.

الفرع الرابع: أنواع التوريق حسب نوع الضمان:

يتم تصنيف التوريق على أساس نوع الضمان إلى نوعين: التوريق بضمان أصول ثابتة، والتوريق بضمان متحصلات آجلة.

¹ - Coussergues de Sylvie : op.cit, p. 157.

² - Le Cannu Paul et al : op.cit, p.635.

³ - Barneto Pascal et al : op.cit, p.159.

⁴ - Moulin Jean – Marc et al : op.cit, p.513.

⁵ - Coussergues de Sylvie : op.cit, p.177.

⁶ - Gauvin Alain, Goldstein Olivier : op.. cit, p.38

أولاً: التوريق بضمان أصول ثابتة:

ومن أمثلة هذا النوع التوريق الذي ينصب على قروض الرهن العقاري، وهو أهم أنواع التوريق، وفيه يتم توريق أصول تكون مضمونة برهن عقاري، أي بحفظ من القروض العقارية التقليدية منحتها مؤسسات مالية، من أجل تمويل عملية شراء المقترض لمسكن أو أية أصول عقارية أخرى، ويقوم المصدر بتجميع هذه القروض في محفظة واحدة ثم يبيعها للمستثمرين من خلال طرح أوراق مالية مضمونة بتلك الأصول العقارية في حدود قيمة تلك الأصول، وعندما يقوم المقترض بدفع أقساط الدين تدفع الفوائد المستحقة للمستثمرين¹.

ويتم في هذا النوع من التوريق إصدار سندات:

1 — سندات مسندة برهن عقاري: (Mortgage Backed Securities) (MBS): وهي

أهم أنواع سندات التوريق، وقد إرتبط ظهورها بنشأة التوريق نفسه في الولايات المتحدة الأمريكية، ففي هذا النوع يتم توريق أصول تكون مضمونة برهن عقاري، وفي بداية التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية كانت هذه الحقوق متجانسة، ولكن فيما بعد وبالاعتماد على هذه الأصول الرهنية ذات الإهلاك المتباين تم إصدار سندات بإستحقاقات مختلفة أطلق عليها إصطلاح (Collateralized Mortgage Obligation) (CMO) وهي سندات مضمونة بمجموعة سندات مضمونة برهن عقاري أو بقروض مضمونة برهن عقاري.

وتنقسم سندات الرهن العقاري (MBS) إلى نوعين:

أ — سندات الرهن العقاري الخاصة بالإسكان (residential mortgage backed securities) (RMBS): وهي سندات ناتجة عن توريق القروض العقارية الموجهة لشراء المساكن، فهي

سندات رهن عقاري مضمونة بحفظ من القروض العقارية التي تمنحها مؤسسات مالية (مؤسسات الإيداع والقروض والبنوك التجارية أو شركات الرهن العقاري) من أجل تمويل شراء المساكن². وقد ظهرت هذه السندات لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية، وقد إرتبط ظهورها بنشأة التوريق نفسه

¹ - نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول، موقع البورصة المصرية، www.egx.com.eg. (أطلع عليه يوم 2016.07.01).

² - [afme Investing in Bonds Europe](http://www.investinginbonds.org/Pages/LearnAboutBonds.aspx?id=6346) (consulter le 14.07.2016).

وقد وضع الأساس لظهورها بالضمانات المقدمة من مؤسستي الرهن الوطنية الحكومية (GNMA) والشركة الفدرالية لقروض الإسكان العقاري (FHMC).

كما أن هذا النوع من السندات كان هو الهدف وموضوع العديد من قوانين التوريق الصادرة حديثاً، ومنها قانون توريق القروض الرهنية في الجزائر الذي صدر أساساً من أجل تطوير آليات تمويل وإعادة تمويل قروض السكن، للعمل على حل أزمة السكن الخائفة التي تعاني منها الجزائر، حيث نصت المادة (02 الفقرة 01) منه على: (يقصد في مفهوم هذا القانون بما يأتي: القروض: السلفيات الممنوحة من البنوك والمؤسسات المالية في إطار تمويل السكن). وتأكيداً لذلك نصت المادة (10) بشكل واضح وصریح على أن القروض التي تشتريها مؤسسة التوريق هي فقط القروض الممنوحة في إطار تمويل السكن، وذلك بقولها: (لا يمكن مؤسسة التوريق من شراء قروض ما عدا تلك التي تمنح من طرف المؤسسات المتنازلة في إطار تمويل السكن، ويجب ألا تكون هذه القروض متنازعا عليها أو تتضمن خطر عدم التحصيل عند تنازل عنها).

ب – سندات الرهن العقاري التجاري (Comercial mortgage backed securities)

(CMBS): وهي سندات نشأت لاحقاً لسندات الرهن العقاري الخاصة بالإسكان (RMBS)، وهي سندات ناتجة عن توريق قروض موجهة لتمويل العقارات التجارية أو عقارات المؤسسات مثل الفنادق والمساكن الجماعية والملكيات التجارية أو الصناعية¹.

ثانياً: التوريق بضمان متحصلات آجلة:

وفي هذا النوع يتم توريق الأصول التي تدر عائداً مستقبلاً، وبصورة منتظمة مثل بطاقات الائتمان وقروض الاستهلاك والقرض الإيجاري وقروض السيارات، والطائرات وديون المشروعات الصغيرة، والقروض الممنوحة للطلبة... إلخ، وهذا النوع من التوريق تصدر فيه أوراق مالية مضمونة بأصول (ABS) (Asset Backed Securiteies).

¹ - [afme Investing in Bonds Europe](http://www.investinginbondseurope.org/Pages/LearnAboutBonds.aspx?id=6348) (consulter le 14.07.2016)

المطلب الثالث

فائدة التوريق

لقد نشأ التوريق في الولايات المتحدة في بداية سنوات 1970 في المرحلة الأخيرة من مسار إنعاش القروض العقارية الذي بدأ فيه عقب أزمة الكساد العظيم سنة 1929، وبصورة أساس إستجابة لحاجات عملية ماسة تتمثل في البحث عن وسائل ومصادر جديدة لتمويل العقاري، وتحديدًا تمويل الإسكان الذي أصبح يمثل مشكلة كبيرة للسلطات الأمريكية في ذلك الوقت. فكانت الفائدة الأساس للتوريق هي تسهيل إنشاء أدوات مالية سائلة وأقل مخاطرة إنطلاقًا من الحقوق (الأصول) غير السائلة، وذات مخاطر أعلى، فالتوريق يسمح للبنوك والمؤسسات المالية، من الحصول على التمويل في ظروف أحسن وبصورة ملائمة، إذ يمنح التوريق خاصة للبنوك إمكانية تحويل أصولها إلى سيولة، والتحكم بشكل أحسن في المخاطر المرتبطة بها، ومن ثمة فإن هذه التقنية المالية حسنت من شروط التمويل العقاري الموجه للإسكان أو العقار التجاري، كما سهلت من عملية إدارة المخاطر وهي مسألة كانت تمثل إنشغالا كبيرا في هذا المجال¹، وسنعرض فيما يلي بإختصار لأهم فوائد التوريق.

الفرع الأول: مصدرا مهما للتمويل وإعادة التمويل:

تلعب البنوك دورا هاما، لا غنى عنه في الإقتصاد، ويكمن هذا الدور الأساس في جمع المدخرات، ثم إعادة إقراضها للأفراد والمؤسسات الذين هم في حاجة إليها من أجل تمويل حاجاتهم (مثل شراء مساكن، عقارات تجارية، سيارات، آلات...)، فالأموال التي تجتمع من طرف البنوك تتأتي من الإيداع الذي يقوم به العملاء، وكذلك من القروض فيما بين البنوك، ولكن هذه المصادر محدودة، ولهذا فإن البنوك تبحث بالتالي عن وسائل أخرى من أجل الحصول على السيولة. فالبنوك تملك في ميزانيتها العديد من الأصول (قروض)، ولكن هذه الأصول لا يمكن تحويلها إلى سيولة في أجل قصير، فلو أن بنكا منح قرض رهن عقاري لأحد العملاء يتم سداه خلال 20 سنة، فإن البنك يكون له دين على هذا العميل الذي يقوم بمرور الوقت بتسديد أصل الدين مضافا إليه قيمة الفوائد، فهذا الدين يمثل بالنسبة للبنك وعدا بالسداد، ولكن البنك ليست لديه هذه النقود مباشرة وحالا، فلا يمكنه إذن إستعمالها،

¹- Lautier Delphine et al: op.cit, p.713.

فالقروض ليس سيولة¹. فالصعوبات التي قد يواجهها النظام البنكي في إيجاد التمويل المناسب يؤدي إلى صعوبات بالنسبة للاقتصاد الكلي تتمثل في تراجع النشاط الاقتصادي والنمو، ومن ثمة فإن الإقتصاد ككل هو من يكون خطراً. وقد أدت الحاجة المتنامية للتمويل وإعادة التمويل إلى تطور كبير في مجال الهندسة المالية من أجل إيجاد الحلول لمشاكل التمويل، و من أبرز هذه التقنيات المبتكرة هو التوريق.

ففي مطلع سنوات 1970 كانت نسبة مديونية البنوك مرتفعة جداً، ولهذا تم تطوير تقنيات لإخراج أو فصل (Déconsolidation) هذه الأصول التي كانت تثقل قدرتها على الإستمرار في الإقراض²، ومن هنا فإن التوريق يعتبر حلاً لمشكلة السيولة، بما أحدثه من تغيير عميق في نمط تمويل القروض عن طريق إنشاء أصول سائلة إنطلاقاً من أصول غير سائلة يمكن أن تكون قروض رهن عقاري على الأفراد أو المؤسسات، أو قروض إستهلاكية أو قروض بنكية للمؤسسات أو أية أصول أخرى يمكن أن تدر تدفقاً نقدياً مستقبلياً، وبذلك فالتوريق يزيد من قدرة البنك على الإقراض، كما يساعد على خفض تكلفة القرض ويعتبر مصدراً فورياً لإعادة للتمويل، يمكن إستخدامه من أجل منح قروض جديدة³، وهكذا أصبح التوريق أحد الدعائم الأساس لتمويل الإقتصاد بصورة عامة.

الفرع الثاني: نقل وتوزيع المخاطر:

إن أحد الأهداف الأساس للتوريق هي نقل وتوزيع المخاطر المتعلقة بالقروض، فالتوريق عملية تنطوي على تجميع للأصول مع نقل للمخاطر (Mobilisation avec Transfert des Risques)، فالتوريق يعتبر أحد الأدوات الفعالة في تسيير مخاطر القروض البنكية، ذلك أن البنك الذي يقوم بتجميع هذه الحقوق وتوريقها يتخلص من تحمل المخاطر المرتبطة بهذه الحقوق ويحولها للغير وهذا ما يحدث فعلاً عند توريق القروض، وتوريق الحقوق بشكل عام⁴، وذلك بنقل مخاطر القروض خارج نطاق البنك بصورة نهائية، أو يقلل منها بشكل كبير على الأقل (في الحالات التي يلزم فيها بالإبقاء على نسبة معينة من السندات المورقة في ميزانيته)، ويوزع هذا الخطر على قاعدة عريضة من المستثمرين، وهكذا فإن

¹ - Marchand Arnaud : « *La Titrisation et ses Dérives* », pp. 2- 4.

<https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/2611.pdf>. (consulter le 15.07.2016).

² - Guemene Sophie , Vincent ade : « *enjeux de la titrisation* », Mémoire,CNAM , 2004, p.6.
<http://a.joannes.free.fr/Divers/Cours/DSCG/Rapport%20de%20stage/Exemples/Enjeux%20de%20la%20titrisation.pdf> , (consulter le 17.07.2016).

³ - Marchand Arnaud : op.cit, pp. 2- 4.

⁴ - Bonneau Thierry : « *Droit bancaire* », 11 éd, LGDJ , Paris, 2015, p. 772.

المخاطر لن تعود من ضمن مخاطر القرض، ولكنها ستصبح من مخاطر السوق المالي، كما يعمل على خفض تكلفة القروض، وتحقيق المزيد من الإستقرار المالي. كما يمثل التوريق مصدر التمويل الوحيد في حالة تعرض المؤسسة المبادرة بالتوريق لوضعية مالية صعبة، فعملية التوريق تؤدي إلى عزل الأصول المورقة عن محيط خطر المؤسسة المبادرة، وهو ما يجعل المستثمرين مستعدين لتقديم مساعدتهم المالية للمؤسسة المبادرة في إطار عملية توريق وليس بأية صورة أخرى، وهذه الميزة هي أساس ما يطلق عليه إصطلاحا بالتوريق الدفاعي (*La titrisation défensives*)¹.

الفرع الثالث: تحسين تسيير الميزانية:

يعتبر التوريق أداة لتحسين تسيير ميزانية المؤسسات الإئتمانية ومساعدتها على التوافق مع القواعد التنظيمية المتعلقة بالشروط الإحترافية خاصة تلك المتعلقة بالأموال الخاصة والسيولة وفقا لمقررات لجنة (بازل 2 و 3)، ومن ثمة تمكينها من زيادة حجم نشاطها الإئتماني. فبفضل التوريق يمكن للبنك التخلص من أصول مقابل سداد نقدي تستفيد منه في منح إئتمانات جديدة، وأن إخراج المحفظة المورقة من أصول الميزانية وتعويضها بالسيولة يمكن البنك من تحسين نسبة الملاءة ونسبة السيولة، ومن ثمة فإن هاتين النسبتين يمكن إحترامهما وفق ما تنص عليه قواعد التنظيمات الإحترافية بنفس مستوى الأموال الخاصة².

الفرع الرابع: توفير فرص إستثمار جديدة:

إن للتوريق أهمية أساس بالنسبة للمستثمرين لأنه يعمل على توسيع عروض الإستثمار، ويمكن المستثمرين من الوصول إلى منتجات أكثر تنوعا³، فالتوريق يسمح بإيجاد أوراق مالية جديدة للإستثمار في السوق المالي، وهذه الأوراق المالية مسندة إلى أصول متنوعة (*CDO, RMBS, CMBS, MBS, ABS*) تسمح للمستثمرين بالإستثمار في فئات من الأصول لم تكن متوفرة في السوق المالي من قبل، وهي سندات ذات عائد مغر بالتناسب مع المخاطر التي تحملها، كما أن هذه السندات تمثل بالنسبة للمستثمرين وسيلة لتنويع محفظة الإستثمار في منتجات ذات مخاطر أقل، وتمكنهم من الوصول

¹- Laport cloude : op.cit, p. 50.

²- De Kergommeaux Xavier : « *organisation de titrisation* », Dalloz action, Ingénierie financière, fiscale et Juridique, 2^e édition, 2009, p. 719.

³- Boulouier Jean-françois : « *L'avenir de la titrisation* », p. 2.

https://www.ensae.org/gene/main.php?base=38&base2=1&detail_article=815
(consulter le 21.07.2016).

إلى منتجات مالية جديدة ذات سيولة جيدة، و ضمانات متعددة، وطريقة سداد مناسبة لحاجاتهم، والحصول على عائد أعلى لنفس مستوى الجدارة الائتمانية.

الفرع الخامس: توسيع وتنشيط السوق المالي:

يحقق التوريق زيادة حجم الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي وبالتالي يزيد من قوة وعمق وكفاءة السوق المالي. كما يحقق التوريق توزيعاً وتنوعاً أحسن للمخاطر لكون هذه الأخطار لا تبقى مركزة لدى المؤسسات الائتمانية المانحة للقروض فقط، بل أن شراء وحياسة منتجات التوريق من قبل مؤسسات مالية أخرى كالبنوك الشاملة، والمتخصصة، وشركات التأمين، والجهات العمومية كالدولة والمؤسسات العامة يؤدي إلى توزيع تلك الأخطار على عدد كبير من المستثمرين في السوق المالي وبالتالي يتم تفادي تركيز المخاطر. وهكذا نشأ عن التوريق قطاع مالي جديد كبير ومهم يعرف بإسم مراكز صناعة الأوراق المالية (*Securities Industry Centres*)، وعلى الصعيد القانوني أدى تطور الأسواق المالية إلى نشوء فرع جديد من فروع القانون هو قانون الأسواق المالية (*Droit des Marchés Financiers*) انفصل عن القانون المالي¹.

الفرع السادس: يقلل من اللجوء للوساطة المالية التقليدية:

لعب التوريق دوراً في تفكيك دور الوساطة التقليدية التي تتطلب إنشاء علاقة ثنائية بين المقرض والوسيط المالي، والتي ينتج عنها منح الائتمان²، وتناقص الاعتماد على التمويل غير المباشر الذي تقدمه مؤسسات الائتمان التقليدية (البنوك والمؤسسات المالية) تفادياً للشروط القاسية التي تفرضها على المقترضين في مقابل زيادة التمويل المباشر باللجوء إلى السوق المالي (اللاوساطة) نتيجة تزايد حركة التحرير المالي (*Déréglementation*) ورفع الحواجز (*Décloisonnement*) بين الأنشطة المالية وهو ما دفع المؤسسات إلى البحث عن مصادر مالية أخرى عن طريق إصدار أوراق مالية وأدوات دين قابلة للتداول³، ومن ثمة تخفيض كلفة الائتمان، وتعزيز إقتصاد الأسواق المالية حيث أصبح التمويل المباشر من السوق المالي يمثل النسبة الأكبر من التمويل.

¹ - Bonneau Thierry, Drummond France : « *Droit des marchés financiers* » 3 édition, Economica, 2010, pp. 34-36.

² - Granier Thierry, Jaffaux Corynne : op.cit. p. 21.

³ - Sekfali Zine : « *Le droit des financements structurés* », Revue Banquemagazine, n° 658, mai 2004, Paris, p. 26.

المطلب الرابع

صعوبات التوريق

رغم الإيجابيات والفوائد التي يحققها التوريق، إلا أنه لم يسلم من مهاجمته بسبب السلبيات والصعوبات التي يمكن أن تنتج عنه أو تعترض طريقه، من ذلك¹:

- 1 — التعقيد الكبير لميكانيزم التوريق الذي يعتبر من بين أعقد ميكانيزمات الهندسة المالية.
- 2 — تطلب التوريق لوقت كبير، ذلك أن عملية توريق واحدة تتطلب أحيانا تحليل وتصنيف الآلاف من القروض الفردية.
- 3 — عدم وجود الأمان القانوني لهذه العملية في العديد من الدول.
- 4 — عدم وضوح البنية القانونية في الكثير من الحالات.
- 5 — تطلب المعالجة والتحليل الواسعة للمخاطر.
- 6 — نقص الإطار البشري المختص القادر على مواكبة تطور هذا الميكانيزم المعقد.
- 7 — نقص المرونة.
- 8 — التكلفة المرتفعة لعملية التوريق الأولى، وخاصة تكلفة المعالجة التي تتم بواسطة أنظمة الإعلام الآلي والتي تتطلب استثمارات كبيرة من أجل تصنيف الأصول المورقة.
- 9 — تطلب وجود رقابة عميقة من طرف هيئات الرقابة المالية من أجل تفادي مخالفة القواعد المتعلقة بالتحوط، وقواعد السرية التي تتطلبها علاقة البنك بزبائنه. كما تعمل الرقابة كذلك على تفادي بعض الممارسات غير المقبولة للبنوك كقيامها بتوريق أصول سيئة مستغلة بذلك نقص المعلومات لدى المستثمرين.

ولكن الكثير من هذه الصعوبات قد تم تجاوزها، أو التحكم فيها بشكل كبير من أجل الوصول إلى توريق قوي وشفاف من خلال تحسين نوعية الحقوق المورقة وتعزيز مراقبته، وإصلاح الأنظمة وهيئات الضبط التي تحكمه من أجل تعزيز ثقة المستثمرين فيه.

¹ - Laport Cloude : op.cit, p. 55.

خلاصة الفصل التمهيدي:

التوريق تقنية مالية من إبداعات الهندسة المالية نشأت في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1970، تقوم على تحويل أصول مالية غير سائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في السوق المالي، بهدف البحث عن التمويل وإعادة التمويل، ثم تطور وانتشر بعد ذلك إلى أوروبا وبقية دول العالم بفضل فوائد إقتصادية إضافية كبيرة أصبح يحققها، منها نقل وتوزيع المخاطر، وتحسين تسيير الميزانية، وتوفير فرص جديدة للإستثمار، وتوسيع السوق المالي، كما توسع مجاله من قروض الرهن العقاري ليشمل جميع أنواع الأصول المالية المدرة لدخل مثل الحقوق التجارية ومخاطر التأمين، وحقوق الملكية الفكرية، والدخول المستقبلية، وأصبح جزء هاماً في النظام المالي.

الفصل الأول

مقومات التوريق

إن التوريق تقنية مالية معقدة ومتطورة، وجدت من أجل تحقيق أهداف إقتصادية متعددة، في مقدمتها كان إيجاد الحلول لمشكلة التمويل وإعادة التمويل، إضافة إلى نقل وتوزيع المخاطر، ويتطلب وجود وعمل هذه التقنية مقومات لا يمكن أن توجد بدونها، تتمثل: أولاً في ضرورة توفر بيئة مالية وقانونية ملائمة ومتطورة، وهي البيئة التي توفرت في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1970، بفعل إزدهار تقنيات الهندسة المالية، التي سمحت بظهور وتطور التمويل المهيكل (Le Financements Structurés)، و إبتكار العديد من الأدوات المالية والتي كان من أهمها التوريق، وهو ما أدى برجال القانون إلى التساؤل حول مدى وجود فرع جديد مستقل للقانون يدعى قانون التمويل المهيكل (Droit des Fncancements structurés)، و توقع هذا القانون بالمقابل للمفهوم التقليدي للقانون البنكي (Droit Bancaire) أو قانون القرض (Droit de Crédit) والأحدث من ذلك هو ما يعرف بالقانون البنكي الدولي أو قانون الأسواق المالية (Droit des Marchés Financiers) أو حتى قانون الهندسة المالية (Droit de L'ingénierie Financière)¹. كما أن موجة التحرير من الأنظمة والضبط في المجال المالي والإقتصادي، نتيجة سيادة أفكار المدرسة النيولبرالية التي تدعو إلى عدم تدخل الدولة في الإقتصاد لمصلحة المبادرة الفردية والسلطة المطلقة للأسواق، زاد من ترابط المؤسسات المالية والأسواق بفعل تسارع العولمة المالية، كل ذلك أوجد مؤسسات مالية متطورة قادرة على إستخدام أدوات الهندسة المالية، وسوق مالي متطور وعميق، ومؤسسات للتصنيف الإئتماني، إضافة إلى وجود إطار قانوني قادر على إستيعاب عمل هذه التقنية. كما أن عملية التوريق تتطلب ثانياً ضرورة مشاركة أطراف متعددة يطلق عليهم المتدخلون في التوريق، يتولون القيام بأدوار مختلفة ومتكاملة فيه، إبتداءً من المؤسسة المالية المبادرة بالتوريق ومنشأة التوريق، و المسير، والمؤتمن، والمستثمرين، ومؤسسات التصنيف الإئتماني، وسلطة السوق المالي وغيرهم من المتدخلين، لا يمكن القيام بعملية توريق حقيقية وفعالة إلا بمشاركتهم، ولكن الأدوار التي يقوم بها هؤلاء المتدخلون المتعددون في التوريق متفاوتة وليست على نفس القدر من الحجم والأهمية.

¹ - Sekfali Zine : op.cit, p.28.

وعلى هذا سنتناول في هذا الفصل مقومات التوريق، وسنقسمه إلى مبحثين كالتالي:

المبحث الأول: البيئة القانونية والإقتصادية اللازمة للتوريق.

المبحث الثاني: المتدخلين المختلفين في عملية التوريق.

المبحث الأول

البيئة القانونية والإقتصادية اللازمة للتوريق

يتطلب التوريق وجود مجموعة من العوامل تشكل مجتمعة البيئة القانونية والإقتصادية،

وهو ما سنتناوله في هذا المبحث، وسنخصص لكل عامل منها مطلباً مستقلاً، وهذه العوامل هي:

— وجود الحاجة للتوريق.

— وجود إطار قانوني وبيئة مالية متطورة.

— وجود سوق مالي متطور وعميق.

— وجود مؤسسات للتصنيف الائتماني.

المطلب الأول

وجود الحاجة الإقتصادية للتوريق

وفقاً للمثل القائل الحاجة أم الإختراع، ظهر التوريق وتطور كإستجابة لحاجات عملية ماسية في المجال المالي، جعلت الفاعلين الماليين يتكرونها وهم بصدد البحث عن حلول للمشاكل العملية المختلفة التي كانت تواجههم في المجال المالي، وسنتناول فيما يلي أهم هذه الحاجات التي دفعت إلى إبتكار هذه التقنية المالية، والتي تعتبر في نفس الوقت شرطاً لوجود التوريق في أي دولة من الدول. فالإبتكار المالي يعتبر من أهم الظواهر التي طبعت النظام المالي إبتداءً من سنوات 1970. والإبتكار المالي يمكن تعريفه على أنه تغيير يتم على هامش خصائص أصل قديم من أجل جعله أكثر ملائمة لحاجات المتعامل. والإبتكار المالي يأخذ عدة أشكال، إذا إعتدنا نفس سلم تصنيف الإبتكارات الذي جاء به (Joseph Schumpeter) سنة 1911 في مجال الإبتكار الصناعي: أي إبتكار في المنتجات، وإبتكار في الأسواق، وإبتكار في الأسلوب، وإبتكار في المادة الأولية وإبتكار في التنظيم، وإنطلاقاً من هذا نجد أن التوريق

يضم كل هذه الابتكارات في نفس الوقت. كما أن علماء الإقتصاد يبررون وجود الابتكار المالي بالحاجة إلى تحسين الوضع التنافسي للمؤسسة، والإلتفاف حول القوانين، وإيجاد منتجات مالية قادرة على تغطية المخاطر، تلبية حاجات الزبائن، وظهور قنوات جديدة لعرض المنتجات المالية نتيجة التطور التكنولوجي¹. وهو ما ينطبق تماما على إبتكار تقنية التوريق.

وسنقوم بتقسيم هذا المطلب إلى ثلاثة فروع:

الفرع الأول: حاجة البنوك والمؤسسات المالية للتمويل وإعادة التمويل.

الفرع الثاني: الحاجة إلى ضرورة إستجابة البنوك للقواعد الإحترازية.

الفرع الثالث: ضرورة تجاوز الوساطة المالية التقليدية في الإقراض.

الفرع الأول: حاجة البنوك والمؤسسات المالية للتمويل وإعادة التمويل:

يعتبر التوريق وسيلة جديدة وأساسا لتمويل الإقتصاد، وتحقيق حاجة البنوك والمؤسسات المالية في الحصول على التمويل وإعادة التمويل² المستمر واللازم من أجل تحقيق النمو الإقتصادي، فالتوريق غير نموذج عمل البنوك من نموذج (الإنشاء من أجل الإحتفاظ) (*originate-to-hold*)، أي منح القروض والإحتفاظ بها حتى تاريخ الإستحقاق، إلى نموذج جديد يتلائم والتطور الذي سارت إليه الصناعة المالية وطغيان إقتصاد السوق وهو نموذج (الإنشاء من أجل التوزيع) (*Originate-to-Distribute*). وعلى هذا فمن مصلحة جميع الفاعلين الإقتصاديين من هيئات الضبط، وبنوك مركزية، وبنوك، وشركات التأمين ومؤسسات إيجاد مثل هذه الوسائل الفعالة لتمويل الإقتصاد الحقيقي³.

فتمويل الإقتصاد، السيولة، ونقل المخاطر هي أهم إنشغالات البنوك في السنوات الأخيرة، وأن التوريق يمكنه أن يقدم الإجابة لكل هذه المشكلات التي تثيرها هذه الموضوعات. ففي حالات النمو تزداد الحاجة للإقتراض سواء من المؤسسات أو من الأفراد، وعندها لن تتمكن البنوك من تلبية هذه

¹- MacDonald S.Scott , W.koch Timothy : «*Management of Banking* » , 6, edition, Thomson south-western, USA, 2006, p. 40.

²- إعادة التمويل عموما هو السداد المسبق للقرض عن طريق منتج إقتراض جديد يصدر بشروط مناسبة أكثر. (انطوان جوزيف، هوار ماري كلير كاييو: مراجع سابق، ص. 423) أما إعادة التمويل البنكي فهو طريق تلجأ إليه البنوك عند عدم كفاية الأموال الخاصة والودائع التي تحصل عليها من الجمهور من أجل إعادة تشكيل سيولة البنوك قصد استطاعتها منح قروض جديدة.

³- Beacco jan-michel, et al : op.cit, p. 14.

الحاجة المتزايدة للإقراض، بسبب نقص السيولة، وعدم كفاية الأموال الخاصة للبنوك، ومن ثمة فإن التوريق يمكن أن يقدم حلا لهذه المشكلة، فتستطيع البنوك بواسطته إخراج الأصول غير السائلة لديها، عن طريق توريقها، وتحصل من خلال ذلك على السيولة اللازمة لها فورا، ومن ثمة تزيد من قدرتها على الإقراض مجددا. ونفس الأمر بالنسبة لكل المؤسسات المالية الأخرى التي تحتاج إلى التمويل بتكلفة منخفضة، وهي وسيلة أفضل من لجوئها إلى الإصدار المباشر للأوراق المالية (إصدار سندات دين)، وعلى هذا فإن التوريق يعتبر بالنسبة لمؤسسات الإئتمان وسيلة لتسييل الأصول المالية التي تمتلكها.

وتعود جذور التوريق إلى سنوات 1930 مرتبطا بمشكلة التمويل ونقص السيولة في المجال العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية بعد الأزمة الاقتصادية سنة 1929 وما تبعه من كساد كبير، فالبنوك كانت تعاني من مشكلة السيولة، وكانت البطالة مرتفعة، ولهذا كانت البنوك ترفض منح القروض العقارية لتمويل الإسكان، وقد تفاقم هذا المشكل ليتحول إلى أزمة وإنشغالا كبيرا للسلطات الأمريكية في ذلك الوقت، ولهذا قامت هذه السلطات بإنشاء المؤسسات المشار إليها سابقا من أجل المساعدة على حل مشكلة التمويل العقاري الخاص بالإسكان، فكانت هذه المؤسسات تقوم بشراء القروض العقارية من المقرضين العقاريين والإحتفاظ بها، وكذلك إعطاء ضمانات للقروض الرهنية التي كانت تمنحها مؤسسات الإئتمان، وكذلك توحيد ضمانات وشروط منح هذه القروض، وهو ما ساهم بصورة فعالة في إنعاش سوق التمويل العقاري والحد بصورة كبيرة من مشكلة الإسكان في ذلك الوقت، ثم سمح بعد ذلك في سنة 1970 بإنطلاق التوريق عندما قامت هذه المؤسسات بإصدار سندات التوريق الأولى في مقابل القروض الرهنية التي كانت تحتفظ بها، حيث تمت أول عملية توريق لفائدة (Ginnie Mae) سنة 1970، عند قيامها بأول عملية هندسة مالية لسندات (MBS) تلتها بعد ذلك (Fannie Mae) سنة 1971¹.

ونظرا للأهمية الكبيرة للتمويل العقاري في الحياة الاقتصادية، بإعتباره إحدى الدعائم الأساس للإقتصاد، فإن الحاجة لهذا التمويل العقاري مطروحة باستمرار في أغلب دول العالم، وهي من كانت وراء إنتقال التوريق وإنتشاره خارج الولايات المتحدة الأمريكية، فالتمويل العقاري يتطلب سيولة كبيرة أصبحت توفرها تقنية التوريق بصورة هائلة وغير محدودة.

¹ - Harmand Cécile : op.cit, p. 8.

وتعاني الجزائر بشكل كبير وحاد من مشكلة السكن التي تعتبر أهم مشاكل الإقتصاد والمجتمع، بسبب العجز الكبير والمتراكم في السكن، وهي مشكلة معقدة شغلت الحكومات المتعاقبة التي جعلتها من أولوياتها، وعلى الرغم من ذلك بقيت هذه المشكلة قائمة وبنفس الحدة، ولم تنجح الإصلاحات والتشريعات الموضوعية وصيغ التمويل المختلفة في التخفيف من حدتها المتفاقمة، وقد كانت أحد أكبر متطلبات حل هذه المشكلة هو إيجاد مصادر للتمويل وإعادة التمويل العقاري من أجل توفير السيولة اللازمة للبنوك من أجل تمويل قروض السكن بسبب طبيعة التمويل العقاري الذي يتميز بأنه تمويل متوسط وطويل الأجل، وهي حاجة قوية ومتزايدة في سوق التمويل العقاري في الجزائر.

وفي إطار البحث عن حل مشكلة التمويل وإعادة التمويل العقاري ساير المشرع الجزائري التشريعات العالمية وتبني تقنية التوريق المزدهرة في حينه، وأصدر سنة 2006 قانون توريق القروض الرهنية.

وكانت السلطات العمومية قبل ذلك قد قامت بعدة جهود أخرى كانت بدايتها في هذا المجال هو تحويل صندوق التوفير والاحتياط (CNEP) سنة 1997 إلى بنك حيث أصبح (CNEP Banque) وتم إنهاء إحتكاره تمويل السكن بحيث أصبح بإمكان كل البنوك القائمة تمويل السكن، وكان من أبرز هذه البنوك التي دخلت نشاط التمويل العقاري بنك القرض الشعبي الجزائري (CPA) ابتداء من سنة 1999، وكذلك بنك التنمية المحلية (BDL) والبنك الخارجي الجزائري (BEA) والبنك الوطني الجزائري (BNA)، وبنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR) مما أدى إلى وجود نوع من المنافسة بين هذه البنوك، وخلال هذه المرحلة الأولى تم تعزيز قروض الرهن العقاري بإنشاء كل من¹:

أولاً: شركة إعادة التمويل الرهنـي

(SRH) (Société de Refinancement Hypothécaire):

وهي مؤسسة مالية ذات طابع إقتصادي معتمدة من قبل بنك الجزائر تأسست في 27 نوفمبر 1997، وتم إعتمادها من قبل مجلس النقد والقرض بالقرار رقم 98-01 المؤرخ في 06 أفريل 1998، وهي شركة ذات أسهم تملكها الخزينة العمومية إلى جانب مجموعة من البنوك وشركات التأمين تهدف

¹ - Beltas Abdelkader : op.cit, p. 233.

إلى إعادة تمويل محافظ القروض الرهنية الممنوحة من قبل الوسطاء الماليين المعتمدين (البنوك والمؤسسات المالية) في إطار تمويل السكن العائلي مقابل ضمانات كافية، إضافة إلى أنها تهدف إلى:

1 — ترقية نظام تمويل السكن على المدى المتوسط والطويل نظرا لعدم تناسب القروض البنكية قصيرة الأجل مع طبيعة القروض في مجال السكن.

2 — المشاركة في تطوير السوق المالي، وتشجيع منح قروض الرهن العقاري وإعطاء فرص أكبر للمؤسسات المالية والبنكية الوطنية وحتى الأجنبية المقيمة في الجزائر لتقديم القروض من أجل إقضاء مسكن¹، وتشجيع المنافسة بين المؤسسات المالية من أجل منح القروض السكنية.

3 — إصدار سندات في السوق المالي، وغيرها من القيم المنقولة ذات خصائص مماثلة لخصائص القروض التي تعيد تمويلها.

4 — تطوير الخبرة في مجال هيكلية إصدار السندات.

5 — تطوير نموذج الإكتتاب في قروض الرهن العقاري².

وتتبع شركة إعادة التمويل الرهني في عملها مجموعة من القواعد، من ذلك:

1 — تتولى شركة إعادة التمويل الرهني إعادة تمويل محافظ القروض الممنوحة من طرف الوسطاء للأفراد في مقابل ضمانات رهن عقاري من الصف الأول، ويكون الوسيط المعتمد ملزما بأن يسلم للشركة القائمة الإسمية للحقوق المطلوب إعادة تمويلها.

2 — إن أموال الرهن العقاري الضامنة لعمليات إعادة التمويل التي تقوم بها شركة إعادة التمويل الرهني يجب أن تكون من الصف الأول.

3 — على الرغم من أن حقوق الرهن العقاري تبقى موجودة في ميزانية الوسطاء المعتمدين فإنها تكون ملكا لشركة إعادة التمويل الرهني التي تحتفظ بالحق في المراقبة في كل وقت في الميدان أو من الوجود المادي لهذه الوثائق.

¹ - الموقع الرسمي لشركة إعادة التمويل الرهني (SRH) على الإنترنت: <http://www.srh-dz.org>
(أطلع عليه يوم 2017.07.14).

² - الموقع الرسمي لشركة إعادة التمويل الرهني (SRH) على الإنترنت: مرجع سابق.

4 — كما يستفيد الوسطاء المعتمدون في عمليات إعادة التمويل الرهني بأن يضمنوا بصورة مستمرة سداد الفوائد والأصل حتى في حالة العجز المؤقت أو النهائي للمقترض، فالأمر يتعلق بإعادة تمويل مع حق الرجوع.

5 — إن نقل ملكية حقوق الرهن العقاري لشركة إعادة التمويل الرهني يتم عن طريق عقد بيع بين الوسيط المعتمد والشركة.

6 — إن المسؤولية عن إدارة القروض الممنوحة تقع على عاتق الوسيط المعتمد.

7 — إن القروض الممنوحة من طرف الوسطاء المعتمدين يجب أن تكون مضمونة برهون عقارية من الصف الأول، وبصفة عامة فإن محفظة قروض شركة (SRH) يجب أن تعكس تنوعاً جغرافياً وأن تراعي المعايير الاحترازية في تقدير المخاطر والإكتتاب .

وتكون مدة الإهلاك القصوى لقروض الرهن العقاري هي 25 سنة¹.

وتلتزم شركة إعادة التمويل الرهني بمراقبة الضمانات المقدمة، وفي هذا يجب عليها:

1 — التأكد من أن الوسيط المعتمد ينقل بشكل دوري وفي الآجال المحددة التقارير الدورية المتعلقة بالضمانات، خاصة فيما يتعلق بتحديد مستوى الضمانات الواجب إحترامها، بمعنى قيمة الرهون العقارية من الصف الأول والتي لا يجب أن تقل عن 125 % من قيمة إعادة التمويل.

2 — إعداد تقارير متابعة الرهون العقارية والضمانات لكل وسيط معتمد.

كما يجب على شركة إعادة التمويل الرهني متابعة التطورات الاقتصادية من ذلك:

1 — متابعة وتحليل تطور سوق رأس المال خاصة تطور أسعار الفوائد وأدوات الائتمان (سندات الخزينة، السندات، الشهادات...).

2 — إنشاء بنك للمعلومات².

¹- الموقع الرسمي لشركة إعادة التمويل الرهني (SRH) على الإنترنت: مرجع سابق.

²- مرجع سابق.

أما بالنسبة للشروط الواجب توفرها في الوسطاء المعتمدين من أجل الاستفادة من عمليات إعادة التمويل فتتمثل في:

- 1 — أن تكون لهم صفة البنك أو مؤسسة مالية معتمدة وفقا للقوانين والأنظمة السارية.
- 2 — أن يكون لهم نظام مرض لتسيير محافظ الرهن العقاري، وذلك عن طريق رقابة ميدانية أو من خلال الوثائق تقوم بها شركة إعادة التمويل الرهني.
- 3 — أن تتوفر على الحسابات الختامية (الميزانية، جدول النتائج ...) للسنة التي تسبق طلب إعادة التمويل مصادق عليها من طرف الجمعية العامة العادية للمساهمين.
- 4 — أن مبلغ إعادة التمويل المطلوب لا يجب أن يتجاوز 80% من قيمة الضمانات المقدمة.
- 5 — إن النسبة المرجحة للمدة الباقية من القرض إلى مجموع القروض المقدمة لشركة إعادة التمويل الرهني من أجل إعادة التمويل لا يجب أن تقل عن 140% من مبلغ إعادة التمويل المضمون من قبل شركة ضمان القرض العقاري (SGCI) لفائدة الوسيط المعتمد.
- 6 — إن المدة المتبقية للقروض المضمونة المقدمة من شركة إعادة التمويل الرهني لا يمكن أن تتجاوز في المتوسط 15 سنة¹.

أما عن مصادر الشركة فتتمثل في الموارد المالية المتوسطة والطويلة الأجل المتأتية من:

- 1— إصدار سندات على مستوى السوق المالي المحلي.
- 2 — الإقراض من الأسواق المالية الدولية.
- 3 — اللجوء إلى إعادة التمويل من بنك الجزائر².

وبذلك تقوم هذه الشركة بدور مشابه للدور التي تقوم به المؤسسات الأمريكية في مجال إعادة

التمويل العقاري وخاصة مؤسستي (Fannie Mae) و (Freddie-Mac) اللتين ساهمتا في دعم السياسة الحكومية للإسكان، ولعبتا دورا كبيرا في نشوء التوريق.

¹- الموقع الرسمي لشركة إعادة التمويل الرهني (SRH) على الإنترنت: [مرجع سابق](#).

²- [مرجع سابق](#).

ولهذه الشركة عدة فوائد تتمثل في:

- 1 — توفير السيولة للبنوك والمؤسسات المالية عن طريق إعادة تمويل القروض الممنوحة للأسر من أجل شراء أو بناء أو تحسين السكن.
- 2 — أن القروض التي تعيد الشركة تمويلها يكون لها نفس شروط القروض فيما بين البنوك.
- 3 — تخفيض تكلفة عمليات الوساطة.
- 4 — تخفيض نسب الفائدة على المدى المتوسط والطويل.
- 5 — دعم البنوك عن طريق توفير سيولة على المدى الطويل.

ثانيا: شركة ضمان القرض العقاري

(Société de Garantie des Crédits Immobiliers) (SGCI):

وهي مؤسسة عمومية إقتصادية شركة ذات أسهم أنشأت في 05 أكتوبر 1997، وبدأت نشاطها فعليا في 01 جويلية 1998، ويتكون المساهمون فيها من مجموعة من البنوك وشركات التأمين، وتهدف إلى إعطاء ضمانات للقروض الممنوحة من طرف المؤسسات المالية المقرضة لتغطية مخاطر إعسار المستفيدين المتحصلين على قروض الرهن العقاري لشراء وبناء وتطوير العقارات السكنية¹.

ثالثا: صندوق الضمان والكفالة المتبادلة في عقد البيع على التصاميم

(Fonds de Caution Mutuelle pour la Prise en Charge des Ventes Sur Plan) (FGCM):

والذي أنشئ بموجب المرسوم التنفيذي رقم 97-406 المؤرخ في 03 نوفمبر 1997، حيث نصت المادة (02) منه على أن الصندوق عبارة عن هيئة تتمتع بالشخصية المعنوية والإستقلال المالي له طابع تعاوني ولا يسعى إلى تحقيق الربح، موضوع تحت وصاية وزارة السكن. يهدف حسب ما نصت عليه المادة (03) من مرسوم إنشائه إلى ضمان التسديدات التي يدفعها المشترون والتي تكتسي شكل تسبيق على الطلب إلى المتعاملين في الترقية العقارية على أساس عقد البيع على التصاميم، ولكنّه لم ينصب فعليا إلا في سنة 2000، وقبله كانت شركات التأمين هي من تقوم بكفالة المتعاملين في الترقية العقارية.

¹ - موقع شركة ضمان القرض العقاري (FGSM) على الأنترنت: <http://www.sgci.dz/index.html> (أطلع عليه يوم 2017.07.14).

لقد كان الإتجاه في تطوير أنظمة التمويل العقاري في الجزائر يستهدف في محصلته إيجاد سوق إبتدائي وسوق ثانوي للتمويل العقاري، ذلك أن هاتين الوسيلتين هما أساس أي نظام تمويل عقاري بصورة عامة، وتمويل السكن بصفة خاصة مثلما رأينا بالنسبة للمؤسسات التي أنشأت لهذا الغرض في الولايات المتحدة الأمريكية من أجل إيجاد حل لمشكلة الإسكان، وقد كانت البداية هي إنشاء المؤسسات المذكورة من أجل تشجيع البنوك بما فيهم الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط الذي أصبح بنكا للسكن على المشاركة بصورة هامة وفعالة في تمويل السكن، ولكن تسيير البنوك العمومية الجزائرية بطريقة إدارية، وقلة خبرتها في مجال التمويل العقاري، وعدم التحكم في تسيير المخاطر، بالإضافة إلى الصعوبات المتعلقة بالعقار والصعوبات القانونية المتعلقة بعقود ملكية العقارات، وغياب المقيمين العقاريين وغيرها من الصعوبات الأخرى أدت إلى غموض متزايد في هذا السوق وهو ما أدى إلى تخفيض أسعار التنازل عن السكنات وعزوف البنوك عن تمويل السكن.

وقد كانت بداية التوريق في الجزائر من الناحية الفعلية مع شركة إعادة التمويل الرهني في سنة (2001) في ظل غياب الإطار القانوني الخاص بالتوريق في ذلك الوقت والذي (لم يصدر إلا بعد ذلك بسنوات عند إصدار قانون توريق القروض الرهنية رقم 05-2006 بتاريخ 20 فيفري 2006) حيث كان دور هذه الشركة هو تقديم حلول نهائية لمشكلة مصادر إعادة التمويل على المدى الطويل، إذ تسمح هذه الشركة بالحصول على مصادر متوسطة وطويلة الأجل، كلما إحتاجت البنوك لذلك إعتقادا على مستوى السيولة لديها، و بناء على النسب الإحترازية التي تفرضها عليها الوصاية¹.

لقد قامت شركة إعادة التمويل الرهني بين سنوات 2001 و 2006 بإعادة تمويل محافظ حقوق رهن عقاري لبنك التنمية المحلية (BDL) تبلغ قيمتها (8,5) مليار دينار². وهو ما سمح للبنك بالحصول على السيولة التي مكنته من التوسع في الإئتمان. وتعتمد شركة إعادة التمويل الرهني في عملية إعادة التمويل على وجوب إحترام المبادئ التالية:

¹ - Beltas Abdelkader : op.cit, p. 245.

² - ibid, p. 248.

1 — إعادة تمويل محافظ القروض المتحصل عليها من قبل الأسر (الأفراد) (Les ménages) لشراء السكنات والممنوحة لهم من طرف الوسطاء المعتمدين مقابل ضمانات عقارية من الصف الأول، ويكون على الوسيط المعتمد أن يقدم للشركة قائمة إسمية للحقوق المعاد تمويلها.

2 — يجب أن تكون مجموع رهونات العقارية الضامنة لعمليات إعادة التمويل التي تقوم بها شركة إعادة التمويل العقاري من الصف الأول، وتتم إعادة تشكيلها كلما تم إهلاك القروض الأصلية أو تسديدها قبل تاريخ إستحقاقها.

3 — إن حقوق الرهن العقاري محل التوريق تبقى في ميزانية الوسيط المعتمد على الرغم من أنها ملك لشركة إعادة التمويل الرهني التي تحتفظ بحق مراقبة وجودها المادي في أي وقت ميدانيا أو على الوثائق.

4 — يلتزم الوسيط المستفيد من عملية إعادة التمويل الرهني بضمان الدفع المنتظم للفوائد وأصل القرض حتى في حالة توقف المقترض عن الدفع ولو مؤقتا، بخلاف الطريقة الأمريكية، ومن ثمة فإن الوسطاء المعتمدين فقط (البنوك المقرضة) هم الذين يتحملون المخاطر المرتبطة بمنح القروض الرهنية.

5 — يتم تحويل ملكية الديون العقارية لشركة إعادة التمويل الرهني عن طريق عقد يبيح ما بين الوسيط المعتمد وشركة إعادة التمويل الرهني.

6 — أن مدة الإهلاك القصوى للقروض العقارية لا تتعدى 25 سنة¹.

ولقد كانت شركة إعادة التمويل الرهني تتبع في عملها طريقتين:

الطريقة الأولى: إعادة التمويل مع حق الرجوع:

ففي هذه الطريقة يحصل الوسيط المعتمد (البنك أو المؤسسة المالية) على إعادة التمويل المطلوب بتقديمه ضمانات أكيدة في حدود 125% من مبلغ إعادة التمويل المطلوب، وتبقى الحقوق في ميزانية الوسيط المعتمد، كما تبقى رهون من الصف الأول وكل عقود التأمين المكتتب فيها بإسم الوسيط المعتمد، ويبقى الوسيط المعتمد هو من يتحمل جميع مخاطر عدم الدفع المتعلقة بهذه القروض الممنوحة،

¹- الموقع الرسمي لشركة إعادة التمويل الرهني (SRH) على الأنترنت: [مرجع سابق](#).

وهنا يكون هؤلاء الوسطاء ملزمون بإبرام عقد تسيير للقروض الرهنية وهذا قبل إجراء عملية التمويل، وهذه هي العملية التي تمت مع بنك التنمية المحلية.

الطريقة الثانية: إعادة التمويل دون حق الرجوع (التوريق):

وفي هذه الطريقة فإن الوسيط المعتمد يحصل على إعادة التمويل المطلوب بعد نقل الرهون من الصف الأول وغيرها من الضمانات لفائدة شركة إعادة التمويل الرهني، وهنا تتحمل شركة إعادة التمويل الرهني المخاطر المرتبطة بالحقوق المعاد تمويلها، بشرط أن يقبل الوسيط المعتمد الإستمرار في تسيير الحقوق المحالة لفائدة الشركة مقابل عمولة، وهو ما يتطلب إبرام إتفاق لتسيير وتحصيل الحقوق التي تم إعادة تمويلها، وأن يبرم مع الشركة إتفاق لحالة الحقوق¹. وتخرج القروض الرهنية من ميزانية الوسيط المعتمد (المخيل)، كما يكون الوسطاء المعتمدون الذين إستفادوا من عمليات إعادة التمويل ملزمون بتسديد الفوائد وجزء من المبلغ الأصلي بصفة مستمرة حتى في حالة إفلاس المدين، وهنا نكون أمام عملية توريق بصورة فعلية، كانت تحصل قبل صدور قانون توريق القروض الرهنية في 20 فبراير 2006 والذي وضع الإطار القانوني لعمليات توريق القروض الرهنية في الجزائر، حيث كانت هذه العمليات تتم على مرحلتين مثلما هو منصوص عليها في المادة (02) من قانون توريق القروض الرهنية، وتولى فيه شركة إعادة التمويل الرهني دور هيئة توريق، كالتالي:

المرحلة الأولى: تتلقى محفظة الحقوق (قروض الرهن العقاري) من المؤسسة المحيلة (الوسيط المعتمد) فتخرج هذه الأصول بصورة نهائية من ميزانية المؤسسة المحيلة في صورة بيع حقيقي، وهذه هي المرحلة الأولى من التوريق.

المرحلة الثانية: تقوم هيئة التوريق (شركة إعادة التمويل الرهني) ومن أجل تمويل شراء هذه الحقوق (القروض) بإصدار أوراق مالية في السوق المالي تطرح للمستثمرين (من شركات التأمين والتقاعد وصناديق الإستثمار، وغيرها من المؤسسات المالية).

¹- الموقع الرسمي لشركة إعادة التمويل الرهني (SRH) على الأنترنت: [مرجع سابق](#).

ولكن تجربة شركة إعادة التمويل الرهني واجهتها صعوبات عديدة منها:

1 — إن عملية إعادة التمويل الرهني تقوم أساسا على الضمانات التي يقدمها الرهن الرسمي، ولكن الصعوبات التي تواجه المدينين في الحصول على عقد الملكية من أجل إبرام عقود الرهن الرسمي اللازمة قد حد من عمل الشركة بشكل كبير.

2 — أن تكلفة إعادة التمويل لدى الشركة لا يزال مرتفعا، مما ينقص من هامش الفائدة بالنسبة للبنوك، ولايشجعها على الإستمرار في مثل هذه العمليات، وهذا ما يفسر تواضع حجم طلبات إعادة التمويل من طرف الوسطاء الماليين المعتمدين. كما أن هذه الوضعية ترجع كذلك لأسباب أخرى منها: ضعف نشاط الإقراض الرهني العقاري و السيولة الزائدة لدى البنوك التجارية في مرحلة معينة¹.

الفرع الثاني: الحاجة إلى ضرورة إستجابة البنوك للقواعد الإحترازية:

لقد تزايدت الحاجة إلى التوريد في السنوات الأخيرة بالنسبة للبنوك لكونه يوفر لهم وسيلة تمكنهم من الإستجابة لإحترام الشروط التي تفرضها القواعد التنظيمية الإحترازية، وخاصة تلك المتعلقة بالأموال الخاصة، وهي الشروط التنظيمية التي أقرتها لأول مرة إتفاقية بازل 1 سنة 1988 وبازل 2 سنة 2004 والتي تزايدت بعد ذلك بشكل كبير في إطار إصلاحات التنظيم والضبط الحاصلة بعد الأزمة المالية الأخيرة، في محاولة للتخفيف من ظاهرة العدوى المالية التي فرضها ترابط المؤسسات المالية الدولية والأسواق بفعل العولمة المالية. وفي هذا الإطار جاءت مقررات لجنة بازل (03) سنة 2010 بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة، فرفعت نسبة الحد الأدنى من الأموال الخاصة التي يتعين على البنوك الإحتفاظ بها إلى (10,5%)²، وهي نسبة مرتفعة تتطلب من البنوك مزيدا من اللجوء إلى عمليات التوريد، حتى تتمكن من تغطية المخاطر والإستجابة لهذه الشروط التنظيمية المتعلقة بالجوانب الإحترازية، بدل أن تضطر إلى اللجوء إلى طريقة إعادة التمويل التقليدية مثل إصدار سندات الدين، أو الإقتراض من السوق ما بين البنوك، أو الإقتراض من البنك المركزي.

¹ - الموقع الرسمي لشركة إعادة التمويل الرهني (SRH) على الأنترنت: مرجع سابق.

² - Comité de Bale sur le Controle Bancaire , Bale 3 : « **dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires** », banque des réglements internationaux, p.22. www.bis.org/publ/bcbs189_fr.pdf , (consulter le 034.09.2016).

الفرع الثالث: الحاجة إلى ضرورة تجاوز الوساطة المالية التقليدية في الإقراض:

تلعب الوساطة المالية دورا هاما في الحياة الإقتصادية عن طريق إيجاد القناة التي تمر عبرها المدخرات من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، أي التوسط في عمليات جمع المدخرات وتحويلها إلى إئتمان، وهي الوساطة التي تقوم بها مؤسسات الإئتمان (البنوك التجارية، بنوك الإدخار...)، ويطلق عليها إصطلاحا الوساطة عن طريق الميزانية (Intermediation de Bilan) أو التمويل غير المباشر. ولكن تزايد الحاجات التمويلية للمتعاملين الإقتصاديين بما فيهم الدولة جعل البنوك عاجزة عن تلبية هذه الحاجات بالنظر إلى القواعد الإحترازية المفروضة عليها مما دفع خاصة المؤسسات الكبيرة إلى اللجوء للأسواق المالية لتلبية هذه الحاجات، مساهمة بذلك في تطور الأسواق المالية، كما ساهم في ظهور التوريق وإزدهاره وأدى إلى تراجع دور الوساطة التقليدية، لفائدة اللاوساطة أو ما أصبح يعرف بوساطة السوق، ومن ثمة تناقص دور البنوك في تمويل الإقتصاد ككل لمصلحة الأسواق المالية¹.

المطلب الثاني

ضرورة وجود إطار قانوني مناسب وبيئة مالية متطورة

التوريق تقنية مالية وقانونية، وهذا يتطلب وجود إطار قانوني مناسب يستوعب عمل هذه التقنية، إضافة إلى وجود بيئة مالية متطورة قادرة على إستخدام تقنيات الهندسة المالية، وهذا ما سنتناوله في هذا المطلب، الذي سنقسمه كالتالي:

الفرع الأول: وجود إطار قانوني مناسب.

الفرع الثاني: وجود بيئة مالية متطورة.

الفرع الأول: وجود إطار قانوني مناسب:

التوريق هو تقنية معقدة ومتطورة أبدعتها الهندسة المالية، والقانونية معا في الولايات المتحدة الأمريكية مع بداية سنوات 1970، وقد ساعد على ظهورها من الناحية القانونية عدة عوامل أهمها:

¹ - Beacco jan-michel, et al : op.cit, pp. 69-70.

العامل الأول: وجود تركيبات قانونية تسمح بما قوالب النظام الأنجلوسكسوني، ومنها بشكل أساس فكرة الترس (trust) ذات الأصول الإنجليزية، ومفهوم الملكية الذي ينقسم إلى ملكية قانونية وملكية إنصافية، وهو المفهوم الذي لا يستوعبه القانون الفرنسي المستمد من مفهوم الملكية الموروثة عن القانون الروماني، وكذلك القوانين المدنية المستمدة منه.

العامل الثاني: وجود العديد من القوانين القائمة في الولايات المتحدة في سنوات 1970 سمحت بإطلاق التوريق دون الحاجة إلى إصدار قوانين جديدة، وهي القوانين التي كانت قد وضعت في سنوات 1930 بمناسبة تدخل الدولة من أجل تنظيم الإقتصاد المنهار بعد أزمة 1929، والتي عرفت بإسم قوانين الصفقة الجديدة (New Deal) والتي كان ومن أبرز الأمثلة عليها:

1 — قانون الأوراق المالية (Securities Act 1933).

2 — قانون هيئة الأوراق المالية والأسواق (Securities and Exchange Commission 1934).

3 — قانون (Trust Indenture Act 1939)¹، وهو قانون وضع من أجل حماية المستثمرين في السندات من إفلاس المصدر، والذي فرض إبرام عقد رسمي بين مصدر هذه السندات والمستثمر يكشف بشكل كامل عن تفاصيل إصدار السندات.

4 — قانون شركات الإستثمار (Investment Company Act 1940)² والذي يعرف كذلك بقانون الشركات، والذي وضع أيضا من أجل حماية المستثمرين من تعسف مؤسسات الإستثمار التي تسير حجما كبيرا السندات المتداولة³، وهو القانون الذي تم تعديله بعد الأزمة المالية الاخيرة لسنة 2008 بمقتضى قانون (Dodd-Frank Act 2010) لإصلاح (Wall Street) وحماية المستهلك سنة 2010⁴.

العامل الثالث: موجة التحرر من الأنظمة و هيئات الضبط (Déréglementatio et Dérégulation) التي بدأت في الظهور مع بداية سنوات 1970⁵، وهي الأنظمة وهيئات الضبط

¹ Trust Indenture Act 1939, <https://www.sec.gov/about/laws/tia39.pdf>, (consulter le 21.08.2016).

² Investment Company Act 1940, <https://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>, (consulter le 21.08.2016).

³ Sènamì cécile-cloud , Ahoyo : « **la titrisation des créances bancaires : une étude en droit comparé** », Mémoire, université laval, canada, avril 1997, pp. 22-23.

⁴ www.collectionscanada.gc.ca/obj/s4/f2/dsk3/ftp05/mq25475.pdf, (consulter le 01.10.2016).

⁵ Dodd-frank act.

<https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text>. (consulter le 21.08.2016).

⁵ Jeffers Esther, Pollin Jean-Paul : « **Déréglementation bancaire des années 1980 et crise financière** », Revue D'économie Financière, N° 102, 2012, p. 103 et s.

<https://www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/105-1> (consulter le 01.08.2017).

التي كانت وضعت من قبل في سنوات 1930 عقب أزمة الكساد العظيم، وهذه الموجة من التحرير المالي ترجمت بالانتقال من إقتصاد تحكمه تنظيمات صارمة (Réglementé) إلى إقتصاد متحرر من هذه القيود التنظيمية (Déréglementée)، أدت بالدول للإلتجاء إلى إقتصاد السوق وإلغاء الأنظمة التي تحكمه من أجل الحصول بسرعة على مكاسب المضاربة، وهو ما سمح بنشوء وتطوير أنواع جديدة من التوريق وخاصة التوريق الإصطناعي، وإتساع مجاله ليشمل توريق أنواع أخرى من الأصول، كالتأمين، وحقوق الملكية الفكرية، والمداحيل المحتملة. فالتوريق في الولايات المتحدة الأمريكية كان مؤسسا على فكرة الترس (trust) الذي كان وسيلة فعالة لإتمام عملية التوريق¹، أما في دول القوانين ذات الأصول الرومانية الجرمانية، فإنه لم يكن من المتصور عمل هذه التقنية الجديدة إلا بعد وضع إطار قانوني شامل لتنظيم عملها.

ففي فرنسا مثلا لم يكن من الممكن إعمال هذه التقنية من الناحية القانونية إلا بعد إصدار القانون رقم 1201/88 المؤرخ في 23 ديسمبر 1988 المتعلق بالصناديق المشتركة للحقوق (Fonds Commun de Créances) (FCC)، والذي تبعه إصدار العديد من اللوائح التنظيمية منها المرسوم 158/89 المؤرخ في 09 مارس 1989 المتعلق ببعض جوانب تطبيق القانون المتعلق بالصندوق المشترك للديون (FCC)، ثم التعديلات الواسعة التي حصلت سنة 1993 ومنها القانون 06/93 بتاريخ 04 جانفي 1993، وبعد ذلك في سنة 1998 بالقانون 546/98، ثم القانون 706/2003 المؤرخ في 01 أوت 2003، وأخيرا الأمر 556/2008 المؤرخ في 13 جوان 2008 المتعلق بالقانون النقدي والمالي والذي جاء عقب حدوث الأزمة المالية و أدخل إصلاحات عميقة على النظام القانوني للتوريق في فرنسا.² ولكنه ألغي بعد ذلك وعوض بالأمر 2013-676 المؤرخ في 25 جويلية 2013 المتعلق بتعديل الإطار القانوني لتسيير الأصول. وعلى غرار الولايات المتحدة الأمريكية فإنه توجد تشريعات وهيئات أخرى لها علاقة مباشرة بالتوريق، كالقانون التجاري، الذي يتضمن أحكام مختلفة متعلقة بالشركات ومحافظ الحسابات، إضافة للقانون النقدي والمالي، والأنظمة التي تحكم هيئة الأسواق المالية... إلخ.

¹ - le Cannu paul, et al : op.cit, p. 472.

² - Bonneau Thierry, Drummond France : « droit des marchés financiers », 3 édition, Economica, 2010. pp.199-200.

وفي الجزائر فإن صدور القانون 05/06 المؤرخ 20 فيفري 2006 المتعلق بتوريق القروض الرهنية أوجد الإطار القانوني اللازم لعمل التوريق في الجزائر، وإلى جانب هذا القانون توجد قوانين أخرى تتضمن الكثير من القواعد التي لها علاقة بالتوريق، على رأسها القانون التجاري الجزائري¹، الصادر بالأمر 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المعدل والمتمم بعدد من النصوص أهمها:

1 — المرسوم التشريعي 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993².

2 — المرسوم 93-10 المؤرخ 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة³. المعدل بدوره بالأمر 96-10 المؤرخ في 10 جانفي 1996⁴، والقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003⁵.

3 — الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقروض⁶، المعدل والمتمم بالأمر رقم 09-01 المؤرخ في 22 جويلية 2009⁷، والأمر 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010⁸.

وما يلاحظ بالنسبة للتشريعات التي تحكم التوريق أنها تشريعات متطورة، تتطلب التدخل المستمر من المشرع من أجل إجراء التعديلات الضرورية عليها حتى تواكب التطور الحاصل في المجال المالي، وهو المجال الذي يتسم بالسرعة والتطور، كما تهدف هذه التشريعات كذلك إلى الحيلولة دون الانحراف في استخدام التوريق تفاديا لحدوث الأزمات، ولقد سارعت الكثير من الدول التي يوجد فيها حجم كبير للتوريق إلى تعديل وإصلاح الإطار القانوني والتنظيمي والمالي المتعلق بالنظام المالي عموما والتوريق بصفة خاصة بعد الأزمة المالية الأخيرة التي حصلت سنة 2007، والتي إتهم فيها التوريق بأنه كان السبب في حدوث هذه الأزمة.

¹- المنشور في الجريدة الرسمية العدد 101 بتاريخ 19 ديسمبر 1975.

²- المنشور في الجريدة الرسمية العدد 27 بتاريخ 27 أبريل 1993.

³- المنشور في الجريدة الرسمية العدد 34 بتاريخ 23 ماي 1993.

⁴- المنشور في الجريدة الرسمية العدد 03 بتاريخ 14 جانفي 1996.

⁵- المنشور في الجريدة الرسمية العدد 11 بتاريخ 19 فيفري 2003.

⁶- المنشور في الجريدة الرسمية العدد 52 بتاريخ 27 أوت 2003.

⁷- المنشور في الجريدة الرسمية العدد 44 بتاريخ 26 جويلية 2009.

⁸- المنشور في الجريدة الرسمية العدد 50 بتاريخ 01 سبتمبر 2010.

وإلى جانب التشريعات الوطنية فإن هناك الكثير من القوانين والأنظمة التي لها علاقة بالتوريق على الصعيد الدولي يتعين على الدول مراعاتها، منها ما صدر في إطار مقررات (بازل 2 و 3) ومنها ما صدر في إطار الإتحاد الأوروبي، والتي كان التوريق أحد محاورها الرئيسية، وهو ما سنتناوله في جزء لاحق من هذا البحث.

الفرع الثاني: ضرورة وجود بيئة مالية متطورة:

إن مناخ التحرير المالي الذي ساد إبتداء من سنوات 1970 كان قد فسح مجالا واسعا لحرية المبادرة لجميع المتعاملين الإقتصاديين وعلى الأخص للوسطاء الماليين، وهو ما أدى إلى تطور الإبتكار في مجال المنتجات والخدمات المالية¹، وتقنية التوريق، ظهرت وازدهرت في ظل وجود هذه البيئة المالية المتطورة التي كانت قادرة على إستخدام إبداعات الهندسة المالية، من أجل تحسين الهياكل المالية ومؤسسات الإئتمان وإدخال أدوات مالية جديدة لتحقيق إحتياجات المستثمرين والمؤسسات، ومنها التوريق. وقد ساهمت هذه الأدوات في تحول نموذج عمل البنك التقليدي من نموذج الإنشاء من أجل الإحتفاظ (originate-to-hold) (OTH) أو (prêter pour conserver) أي منح القروض والإحتفاظ بها حتى تاريخ الإستحقاق، إلى نموذج الأصل فيه الإنشاء من أجل التوزيع (Originate-to-Distribut) (OTD) أو (prêter pour vendre) أي الإقراض من أجل التوزيع، بتحويل هذه الأصول لاحقا إلى أوراق مالية تتداول في السوق، وهو النموذج الذي ظهر إبتداء من سنوات 1980 في الولايات المتحدة الأمريكية في ظل موجة التحرر من القوانين والأنظمة، وكذلك بفضل تطور الأسواق الثانوية لتبادل الديون والسندات (loan and bond markets) وتقنيات التوريق، وهو التحول الذي ساهم في الطفرة التي حصلت في التوريق²، وساعد في إيجاد مصدر جديد للتمويل و نقل المخاطر المرتبطة بهذه الأصول إلى السوق المالي.

¹- Cassou Pierre-Henri : « *La réglementation bancaire* », Séfi, 1997, Paris, p. 23.

²- Beacco jan-michel, et al: op.cit, p. 71.

المطلب الثالث

وجود سوق مالي متطور

لكي يوجد التوريق لا بد من وجود سوق مالي متطور، كفاء وعميق. والسوق المالي هو المكان الذي يتم فيه طرح سندات التوريق للتداول، وإيصالها للمستثمرين، وبغير وجود هذا السوق المالي لا يمكن وجود التوريق أصلاً، فما هو السوق المالي، وما هي أنواعه، ومقوماته، وكيف تطور في ضوء المستجدات المعاصرة؟ هذا ما سنتناوله في هذا المطلب، الذي سنقسمه كالتالي:

الفرع الأول: مفهوم السوق المالي.

الفرع الثاني: مقومات السوق المالي.

الفرع الثالث: تطور الأسواق المالية في ظل المستجدات المعاصرة.

الفرع الأول: مفهوم السوق المالي:

السوق المالي هو مكان التبادل الذي يلتقي فيه العرض والطلب على رؤوس المال، وذلك من خلال تداول الأوراق المالية¹. وقد عرفه المشرع الفرنسي في المادة (1-421.L) من القانون النقدي والمالي بأنه: (السوق المنظم للأدوات المالية هو نظام متعدد الأطراف يضمن أو يسهل الإلتقاء، في داخله ووفقاً لقواعد غير تقديرية، بين العديد من البائعين والمشتريين "عن طريق طرف ثالث" للأدوات المالية بطريقة تؤدي إلى إبرام عقود على أدوات مالية مقبولة للتداول ضمن إطار القواعد المحددة لهذه السوق التي تعمل بشكل دائم وفقاً للترتيبات المطبقة عليها)، أما المشرع الجزائري فقد عرفه في المادة (01) من المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة والمعدل والمتمم بالأمر 96-10 المؤرخ في 10 يناير 1996 والقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 بأنه: (تعد بورصة القيم المنقولة إطاراً للتنظيم وتسيير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم).

¹ - Rose Peter.S, Marquis milton H : « *Money and Capital Market* », McGRAW-HILL international ed, 10 ed, USA, 2008, p. 6.

وقد تم إنشاء السوق المالي (بورصة الجزائر) في إطار التحولات الإقتصادية المتخذة ابتداء من سنة (1989) نحو الإقتصاد الحر أو ما يطلق عليه بإقتصاد السوق، وذلك بمقتضى المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المؤرخ في 28 ماي 1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة¹. تم لاحقا تطوير قواعده من خلال إصدار المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 2003 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم²، وكذلك الأنظمة المختلفة لسيرها، وأهمها نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة الصادر بقرار وزير المالية المؤرخ في 06 ديسمبر 1997 المتضمن التصديق على النظام العام للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها³. والقرار الصادر عن وزير المالية بتاريخ 06 ديسمبر 1997 المتضمن التصديق على النظام العام للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المنشورين في الجريدة الرسمية العدد 87 بتاريخ 29 ديسمبر 1997.

ورغم مرور مدة طويلة نسبيا على إنشاء السوق المالي في الجزائر إلا أنه لا يزال سوقا متواضعا جدا، رغم وضع نظام للحفظ المركزي لتسيير الأوراق المالية، ذلك أن الأوراق المدرجة فيه لا تتعدى (05) أوراق، وحسب مدير البورصة فإن الأسباب الرئيسة لفشل بورصة الجزائر، هو وجود نظرة سيئة عن البورصة لدى الجمهور والمصدرين المحتملين، وغياب مخطط رئيس ونموذج بورصة، وغياب نظام إسترشادي، والغياب الكلي للتحليل بشأن السندات والأسهم وغياب الهندسة المالية، وكذلك قلة نشاط السوق والنقص في السيولة المهيكلة⁴.

ويمكن تقسيم السوق المالي عموما عدة تقسيمات حسب عدة إعتبارات كما يلي:

1- سوق نقدي (*Money Market*) وسوق رأسمالي (*capital market*):

فالسوق النقدي هو السوق الذي يتم فيه التعامل بالأدوات المالية التي يقل أجلها عن السنة الواحدة كأدوات الدين القابلة للتداول أو التعاملات في السوق ما بين البنوك (*Marché*)

¹ المنشور في الجريدة الرسمية العدد 26 بتاريخ 01 جوان 1991.

² المنشور في الجريدة الرسمية العدد 34 بتاريخ 23 ماي 1993.

³ المنشورين في الجريدة الرسمية العدد 87 بتاريخ 29 ديسمبر 1997.

⁴ تصريح مدير بورصة الجزائر لجريدة الشروق اليومي الجزائرية بتاريخ 14 جانفي 2010.

⁴ (أطلع عليه يوم 14 جانفي 2010). <http://www.echoroukonline.com/ara/?news=46963>

(Interbancaire)، أما السوق الرأسمالي فهو السوق الذي تتم فيه التعاملات التي يفوق إستحقاقها السنة مثل السندات و الأسهم¹.

2 — سوق أولي (Primary Market) وسوق ثانوي (Secondary Market):

فالسوق الأولي هو الذي يتم فيه إصدار الأوراق المالية من أسهم وسندات لأول مرة، من طرف المؤسسات والوحدات الإقتصادية ومنها سندات التوريق، ليشتريها المستثمرون، والهدف من إصدار هذه الأوراق المالية بالنسبة للمؤسسات والوحدات الإقتصادية هو الحصول على رأس المال الضروري لتمويل أنشطتها على المدى البعيد، ويطلق عليه أيضا سوق (الجديد) («Marché du « neuf »)، أما السوق الثانوي فهو الذي يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة من قبل في السوق الأولي، ويهدف هذا السوق للسماح للمتعاملين الذين سبق لهم أن إشتروا أوراقا مالية من السوق الأولي من إعادة بيعها والحصول على السيولة. كما يطلق عليه أيضا سوق «الأصول القديمة» (Marché de L'occasion).

3 — سوق منظم (open market) وسوق غير منظم (negotiated market):

فالسوق المنظم هو السوق الذي تحكمه قوانين تنظم العمل فيه بالإضافة إلى توفره على مؤشر وغرف مقاصة، كما أن العقود فيه نموذجية (Contrats Standardisés)، أما السوق غير المنظم فإن العقود فيه تتم بالتراضي أو التعاقد المباشر (gré à gré) وعقوده غير نموذجية²، وهو سوق لا يخضع لرقابة السلطات المالية، ويتم التعامل فيه بين السماسرة والشركات غير المدرجة في البورصة والمستثمرين من مقراتهم دون حاجة للقاء المباشر بينهم، ويتصلون ببعضهم من خلال وسائل الإتصال الحديثة التي وفرتها الثورة التكنولوجية، وهو سوق يتميز بديناميكيته الكبيرة ومرونته، ولذلك يطلق عليه تسمية (Over The Counter Market) (OTC)، وقد إزدادت العمليات التي تتم في هذه السوق بشكل هائل في سنوات ما قبل الأزمة المالية لسنة 2007، وقد كان للإفراط الحاصل بشأن تداول سندات التوريق في هذه السوق أن إعتبر من طرف المختصين أحد أسباب هذه الأزمة وطالبوا بالحد من مثل هذا التعامل وتنظيمه، وهو ما إستجاب له المشرعون في الولايات المتحدة الأمريكية والإتحاد الأوروبي من خلال الإصلاحات القانونية والتنظيمية التي جرت عقب تلك الأزمة.

¹ - Rose Peter.S, Marquis milton H : op.cit, p. 12.

² - Capelle-Blancard, et al : « les marchés financiers en fiches », ellipses, Paris, 2004, p. 21.

4 — الأسواق الفورية (spot market) والأسواق الآجلة (Forward Market) :

فبالأسواق العاجلة هي تلك الأسواق التي يتم فيها الدفع وتسليم الأصل محل التعاقد فوراً، ولتوضيح ذلك لو أن متعاملاً إتصل هاتفياً بوسيط وطلب منه شراء مجموعة من الأسهم فوراً بالسعر الجاري فتكون هذه العملية ضمن عمليات السوق الفوري. أما الأسواق الآجلة فإن التعاقد ينصب على تسليم آجل للأصل المالي، فلو أن متعاملاً إتصل بنفس الوسيط وطلب منه أن يشتري له أصولاً مالية مهما كان نوعها على أن تسلم هذه الأصول في تاريخ لاحق وبسعر متفق عليه في ذلك الوقت، وهو سعر قد يختلف عن سعر السوق في نفس ذلك الوقت فتسمى هذه العملية حينئذ بعمليات السوق الآجل، والغرض من هذه العمليات هو تحويل الخطر المرتبط بتلك الأصول لشخص أو مؤسسة تقبل تحمل هذا الخطر مقابل علاوة¹. فهذه العقود تعرف بالمشتقات المالية (drivatives product) وهي ذات أنواع مختلفة: فمنها العقود المستقبلية (Future) وعقود مبادلة الخطر (swaps) وعقود آجلة (Forwards) وعقود الخيارات (options).

الفرع الثاني: مقومات السوق المالي المتطور:

لكي يوجد سوق مالي متطور في أية دولة لا بد من توفر مقومات إقتصادية وقانونية حتى يمكن لهذا السوق من تأدية دوره الإقتصادي، وهذه المقومات يمكن إيجازها فيما يلي:

أولاً: وجود نظام إقتصادي رأسمالي حر:

فالسوق المالي لا يوجد إلا في نظام إقتصادي رأسمالي حر، فالسوق المالي هو عماد الإقتصاد الرأسمالي القائم على الحرية الإقتصادية وتشجيع المبادرة الفردية، ولذلك يطلق على الإقتصاد الرأسمالي مصطلح إقتصاد السوق، فالإقتصاد الرأسمالي يسمح بإنشاء الشركات والعمل الخاص وإنتقال الملكية، فالأفراد فيه يسعون إلى تشغيل أموالهم بقصد إنمائها، في حين أن الملكية العامة تفتقر إلى دوافع الربح والمنافسة، ومن ثمة لا يتصور وجود سوق مالي فعال في ظل إقتصاد تسيطر عليه الدولة.

¹ - Rose Peter.S, et al: op.cit, p. 14.

ثانيا: توفير مناخ إستثماري ملائم:

يقصد بمناخ الإستثمار مجمل الأوضاع الإقتصادية والقانونية والسياسية والإجتماعية والأمنية التي تكون البيئة الإستثمارية أو المحيط الذي تتم فيه عملية الإستثمار، والتي على أساسها يتم إتخاذ قرار الإستثمار، ولا يتحقق هذا المناخ المناسب للإستثمار إلا بتوافر عاملين أساسيين هما: الثقة والتنظيم الذين يحققان الإستقرار الضروري للإستثمار¹، إلى جانب كفاءة العنصر البشري المتدخل في السوق، والذي يجب أن يكون مؤهلا للقيام بمثل هذه الأنشطة المعقدة التي تتطلب تكويننا علميا عاليا.

ثالثا: وجود إطار قانوني يحكم السوق المالي:

يتطلب وجود السوق المالي منظومة كبيرة ومتكاملة من القوانين والأنظمة في المجال المالي والنقدي تنظم وتحمي التعامل في السوق المالي، إضافة إلى ضرورة وجود هيئات الضبط والرقابة اللازمة التي تحكم السوق المالي والأنشطة الممارسة فيه وتمنع حصول المخالفات، ومن هذه القوانين قانون السوق المالي، والأنظمة والتعليمات المتعلقة بها، وقانون الأوراق المالية، والقواعد التي تحكم عمل الوسطاء، وقانون النقد، وقانون الإستثمار، وقانون الشركات والقوانين الضريبية، وقانون التأمين وبديهي وجود قانون التوريق الذي يعتبر القانون الأساس لعمل تقنية التوريق.

رابعا: وجود شركات مساهمة وجهاز مصرفي متطورين:

تعتبر شركات المساهمة إلى جانب النظام المصرفي أساس وجود السوق المالي، حيث يعتبر تداول أسهم هذه الشركات والأوراق المالية التي تصدرها البنوك والمؤسسات المالية هو محور نشاط السوق المالي، كما أن البنوك تعمل على جمع المدخرات وتوجيهها نحو الإستثمارات طويلة الأجل عن طريق إنشاء صناديق الإستثمار².

¹ - بوكساني رشيد: « معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها » رسالة دكتوراة كلية العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص. 72.

² - مرجع سابق، ص. 92.

خامسا: ضرورة وجود حجم كاف من الإدخار:

فالإدخار ضروري لوجود السوق المالي، ذلك أن السوق المالي هو أداة تقوم بتوجيه هذا الإدخار نحو الإستثمار، وبذلك يعمل السوق المالي على تحفيز الأفراد على الإدخار، وتوجيههم نحو الإستثمار من أجل تحقيق دخل إضافي، كما يمكنهم من بيع الأوراق المالية في أي وقت والحصول على السيولة اللازمة.

سادسا: توفر المنافسة الكاملة:

فيجب أن تسود السوق المالي المنافسة الكاملة وهذا الشرط يتوقف على وجود عدد كبير من الباعة والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية، وكلما زادت هذه المنافسة زاد أداء السوق، كما تؤدي هذه المنافسة إلى تقليل فرص نشوء الإحتكار¹.

سابعا: توفر خاصية السيولة للأوراق المالية:

يجب أن يوفر السوق المالي خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه، وبذلك تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة²، أي أن يتمتع السوق المالي بالعمق.

ثامنا: توفر المعلومات وشفافية التعامل:

يجب أن تتوفر للسوق المالي قنوات إتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة وموقوتة حول السعر وحجم عمليات التبادل، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب³. فالمعروف أن المعلومات ضرورية بالنسبة للمستثمر من أجل تقييم الأخطار وإتخاذ القرار، وغياب المعلومة الدقيقة يؤدي إلى حياد السوق عن مبدأ الكفاءة وتحوّله إلى سوق تسود فيه حالة من عدم " تماثل المعلومات "

¹ - مطر محمد: « إدارة الإستثمارات »، ط 5، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2009، ص. 166.

² - مرجع سابق، ص. 166.

³ - مرجع سابق، ص. 166.

(*information asymmetry*)^{*}، والتي هي سبب رئيس من أسباب وقوع الأزمات المالية، ذلك أنه إذا كان بائع الأوراق المالية يعرف جيدا المنتج الذي يبيع فإن من حق المستثمر الذي يشتري هذه الأوراق أن تكون له المعلومات الكافية عن هذا المنتج، وإلا فإننا سنكون أمام حالة من عدم تماثل المعلومات، وهو ما يمكن أن يهز الثقة في المنتجات المالية والسوق ككل، وقد كانت هذه المسألة أحد الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية العالمية التي بدأت سنة 2007 بفعل حالة عدم تماثل المعلومات الذي تسببت فيه مؤسسات التصنيف الائتماني.

تاسعا: توفر التكنولوجيا الحديثة¹:

أصبحت التكنولوجيا الحديثة في مجال الإعلام الآلي والإنترنت عاملا ضروريا في المجال المالي، وهو ما أصبح يطلق عليه التكنولوجيا المالية (*Financial technology*) (*Fin-Tech*) وهي التكنولوجيا اللازمة لحركة التداول في الأسواق المالية، مع القدرة على إستعمالها من طرف المتعاملين في السوق. ونشوء قطاع للتجارة الإلكترونية (*e-trading*)، والتداول والترابط الإلكتروني بين الأسواق العالمية².

الفرع الثالث: تطور الأسواق المالية في ظل المستجدات المعاصرة:

لقد تطورت الأسواق المالية، بشكل كبير و متسارع إبتداء من سنوات 1970، بحيث أصبحت محكومة بما أصبح يطلق عليه تسمية قواعد (D5)³، وهذه القواعد هي:

1 – رفع الحواجز بين الأسواق المالية *Décloisonnement des marchés*

بمعنى رفع الحواجز بين الأسواق، ونعني بها رفع التخصص عن الأسواق، وهو ما سمح بتطوير نشاط المؤسسات المالية ودخولها في نشاطات جديدة. ومن مظاهر رفع هذه الحواجز مجموعة الإجراءات التي إتخذتها السلطات العمومية في الدول المتقدمة لإلغاء الرقابة على الصرف، وفتح المجال للمؤسسات

^{*} وهي نظرية إقتصادية تنسب إلى عالم الإقتصاد الأمريكي (*George A. Akerlof*) الفائز عنها بجائزة نوبل للإقتصاد سنة 2001.

¹ - مطر محمد: مرجع سابق، ص. 167.

² - Fouquet Frédéric, haas françois : « *impact des mutation technologiques sur les marchés de gré à gré* », Bulletin de la banque de france, n° 86, février 2001, pp. 64- 65.
https://www.banque-france.fr/fileadmin/user...de.../bdf_bm_86_etu_2.pdf, (consulter le 26.09.2016).

³ - Bialés Christian : « *L'intermédiation financière* », p. 2.
www.christian-biales.net/documents/Intermediati.PDF, (consulter le 12.06.2016).

وفي هذا المعنى أيضا:

Daeschner thierry, Laurent jean-paul : « *La Titrisation* » Revue d'économie Financiere, n° 59, 2000, Montchrestien, p. 7.

المالية الأجنبية للعمل في أسواقها، ورفع الحواجز بين السوق النقدي والسوق الرأسمالي¹، وهكذا أصبحت الأنشطة المالية شاملة، فالمتعاملين الإقتصاديين تعودوا على إستعمال كل أنواع المنتجات والخدمات المعروضة عليهم والمقارنة بينها، سواء أكانت عمليات بنكية بالمعنى الدقيق أو عمليات في السوق المالي، وكذلك عقود التأمين. وهكذا زالت الفوارق التقليدية بين البنوك المتخصصة في السوق وشركات التأمين، وأدى ذلك إلى ظهور تجمعات مالية (Conglomerats Financiers) تقدم مجموعة متكاملة من الأنشطة المالية المتنوعة قادرة على تلبية عدد كبير ومتنوع من حاجات العملاء، وهو ما أدى أيضا إلى نشوء ما يعرف ببنوك التأمين والتي يطلق عليها في ألمانيا (Allfinanz) وفي فرنسا — (bancassurance)².

2 — لامادية الأسواق والسندات :Dématisation des marchés et des titres

أي لامادية الأسواق والأوراق المالية، فإبتداء من سنوات 1970 عرفت كل الأنشطة المالية والبنكية ثورة عميقة نتيجة تطور وسائل الإعلام والاتصال، فالأسواق المالية لم تعد أماكن محددة جغرافيا بل أصبحت عبارة عن شبكات إتصال للإعلام الآلي بين الوسطاء والمتعاملين، كما أن الأوراق المالية تحولت من الشكل الورقي إلى الشكل الإلكتروني عن طريق إيداعها لدي هيئات إيداع وتحولها إلى حساب أوراق مالية (Compte-Titres) مما يسهل تداولها وإجراء عمليات المقاصة وتسليمها. حيث أصدر المشرع في فرنسا القانون رقم 1160/81 المؤرخ في 30 ديسمبر 1981 الذي كرس لامادية السندات، وقد سائر المشرع الجزائري فكرة لامادية السندات فكرتها بمقتضى المادة (715 مكرر 37) المعدلة بالمرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 التي نصت على: (يمكن أن تكتسي القيم الصادرة بالجزائر إما شكلا ماديا بتسليم سند أو أن تكون موضوع تسجيل في الحساب).

3 — التحرر من الأنظمة والضبط :Déréglementation et dérégulation

أي التحرر من الأنظمة وهيئات الضبط ورفع الضوابط الإدارية والتنظيمية عن المؤسسات المالية، هي الظاهرة التي تعززت في بداية الثمانينيات في الولايات المتحدة الأمريكية³ نتيجة توجه الرئيس

¹ - Rose Peter.S, et al : op.cit, p. 26.

² - Cassou Pierre-Henri : op.cit, pp. 25-26

³ - Jeffers Esther, Pollin Jean-Paul : « *Déréglementation bancaire des années 1980 et crise financière* », Revue D'économie Financiere, N° 102 ; 2012, p. 103 et s. <https://www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/105-la-nouvelle-finance-americaine> (consulter le 05.08.2017).

الأمريكي (Ronald Reagan) نحو تحرير الإقتصاد من الأنظمة التي تحكمه، وهي حركة أخذت صورا مختلفة منها: تحرير أسعار الفائدة، وإلغاء تأطير القروض، ورفع الرقابة على أسعار الصرف¹. وهذا التحرر لا يقصد منه إختفاء كل القواعد التنظيمية، وإنما إستبدال القواعد التنظيمية بالضبط عن طريق السوق أي عن طريق المنافسة بدلا من التأطير القهري (التسلطي) للأنشطة المالية من قبل السلطات العمومية، وتجدد الإشارة كذلك إلى أن المنافسة التي قد يطلق عليها منافسة حرة تتطلب كذلك تأطيرا لا يستهان به من خلال وضع معايير تحكم هذه المنافسة الحرة²، وقد كان من أبرز الأمثلة على هذا التحرر في المجال المالي أيضا إلغاء اللائحة المسماة (Régulation Q) في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1986 في عهد إدارة الرئيس (Ronald Reagan) وهي اللائحة التي كانت قد وضعت سنة 1933 بهدف تسقيف نسب الفائدة، وقد تبعتها إجراءات مشابهة إتخذتها دول أخرى أهمها بريطانيا، وبدرجة أقل في فرنسا³.

4 – اللاموساطة في التمويل Désintermédiation des financements :

أي تزايد قوة وأهمية الأسواق المالية على حساب الوساطة المالية التقليدية خاصة البنوك. فمعظم الدول المتقدمة عرفت هذه الظاهرة إبتداء من سنوات 1980 حيث أن معظم المؤسسات الكبرى والدولة بدأت تعرف صعوبات في التمويل فإتجهت إلى الأسواق المالية لإصدار الأوراق المالية مما سمح بإلتقاء مباشر بين وحدات العجز ووحدات الفائض⁴. وهكذا حدث نوع من التوزيع بين التمويل المباشر عن طريق الأسواق المالية، والتمويل عن طريق الوساطة من خلال النظام البنكي⁵، وهذا التطور الذي عرفته الأسواق المالية أوجد الظروف المناسبة لتطور تقنية التوريق.

5 – فك الإرتباط مع الدولة Désengagement de l'etat :

أي تخلي الدولة عن دورها الإقتصادي إستجابة للتحويل في الفكر الإقتصادي السائد من أفكار المدرسة الكيترية إلى أفكار المدرسة النيوكلاسيكية (النيوليبرالية) التي تدعو إلى عدم تدخل الدولة في الإقتصاد، وتخصر دورها في الوظائف التنظيمية فقط.

¹- Rose Peter.S, et al : op.cit, p. 26.

²- Couret Alain et al : « Droit financier », Dalloz, 2012, Paris, p, 1177.

³- Cassou Pierre-Henri : op.cit, p. 20.

⁴- Capelle-Blancard, et al : op.cit, p. 24.

⁵- Cassou Pierre-Henri : op.cit, p. 24.

المطلب الرابع

وجود مؤسسات للتصنيف الائتماني

تلعب مؤسسات التصنيف الائتماني دورا كبيرا في المنظومة المالية العالمية، فصناع القرار وأصحاب رؤوس الأموال يعتمدون على التقييم الذي تقوم به هذه المؤسسات بشكل رئيس وأولسي في إتخاذ قراراتهم الإستثمارية، وتعتمد تقنية التوريق في عملها بشكل أساس على التصنيف الذي تقوم به هذه المؤسسات للأصول المورقة، بحيث لا يمكن تصور وجود توريق بدون هذا التصنيف، وبذلك أصبحت هذه المؤسسات جزءا أساسيا من عمل نظام التوريق لا يمكن فصله عن التوريق، ولا يمكن لأي بحث في التوريق أن يتجاهلها، وعلى هذا سنقوم بتقسيم هذا المطلب إلى ثلاثة فروع كالتالي:

الفرع الأول: ماهية وتطور مؤسسات التصنيف الائتماني.

الفرع الثاني: دور وأهمية مؤسسات التصنيف الائتماني في عملية التوريق.

الفرع الثالث: نقد دور هذه المؤسسات في عمليات التصنيف التي قامت بها قبل الأزمة.

الفرع الأول: ماهية وتطور مؤسسات التصنيف الائتماني:

مؤسسات التصنيف الائتماني أو كما يطلق عليها البعض الآخر "وكالات الجدارة الائتمانية" (*Rating Agencies*) أو (*Les Agences de notation*) هي مؤسسات خاصة ذات طابع تجاري ومستقلة، تقوم بالتقييم المالي وتوفير المعلومات بخصوص الجدارة الائتمانية (*creditworthiness*) أو (*la solvabilité*) لمصدري الأوراق المالية من دول أو شركات، أي مدى قدرة هذه الدول أو الشركات على سداد الديون في آجالها، ويكون ذلك من خلال منح تصنيف أو درجات معينة. بمعنى أن التصنيف هو شهادة أو رأي من هذه المؤسسات بشأن الوضع المالي للمؤسسة المصنفة، دون أن يعتبر ذلك التصنيف ضمانا تمنحه هذه المؤسسات، فهو مجرد رأي لا ينطوي على أي إلتزام¹.

¹ Fabienne Collard : « *Au cœur des agences de notation* », p. 11.

www.crisp.be/crisp/wp-content/uploads/.../2011-12-06_agences_de_notation.pdf (consulter le 25.09.2016).

فهذه المؤسسات هي كيانات تقوم بنشر تصنيف القروض من أجل تقييم مخاطر الائتمان (القروض) للمصدرين أو سندات الدين أو ما يشبهها، و مخاطر الائتمان تتمثل في خطر عدم قدرة أحد المصدرين على الوفاء بالفوائد أو أصل الدين أو كلاهما¹.

إن دور مؤسسات التصنيف، أو الجدارة الائتمانية، هو وضع المعلومات المتخصصة التي بحوزتها والمتعلقة بالدول، المؤسسات الاقتصادية والمالية، والأصول المالية المختلفة المتداولة أو المصدرة حديثا، تحت تصرف المستثمرين الذين يستعملونها أساسا في تحديد أسعار الأصول المالية، إذ من الصعب عليهم الوصول إلى ذلك بإمكانياتهم الخاصة في الوقت المناسب وبتكلفة مقبولة نظرا للعدد الهائل من الأصول المالية المتداولة و تنوعها، والاختلاف الكبير بينها، وكذلك درجة التعقيد التي وصلت إليها.

وبذلك فإن مؤسسات التصنيف الائتماني عبارة عن مؤسسات خبرة وإستشارة مالية نشأت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية القرن العشرين، حيث كانت أول من ظهر منها هي مؤسسة (Moody's) التي أسست سنة 1909، ثم تلتها سنة 1913 مؤسسة (Fitch)، ثم سنة 1941 مؤسسة (Standard & Poor's) التي تكونت من اندماج شركتي (Poor's) و (Standard Statistics Bureau) والتي تعتبر هذه أهم مؤسسات التصنيف الائتماني في العالم، وتحتكر هذه المؤسسات الثلاث حوالي 95% من مجموع السوق العالمي للتصنيف الائتماني². أما في أوروبا فلم يعرف عمل هذه المؤسسات إلا في وقت متأخر، ففي فرنسا مثلا لم يعرف ميكانيزم التصنيف إلا ابتداء من سنة 1985 وقد كانت المؤسسات الأمريكية هي التي تقوم به³.

وعند نشأتها كانت هذه المؤسسات تقدم خدماتها للمؤسسات مجانا إذ كانت تعتمد في مداخلها على الإشهار أساسا، وفي الثلاثينات من القرن الماضي تحولت إلى مؤسسات خبرة تقدم خدماتها مقابل عمولة يدفعها المستثمر الذي يطلبها، وما زاد من أهمية هذه المؤسسات هو الدور الأساس الذي أصبحت تلعبه نتيجة التطور الكبير للسوق السندي الأمريكي وتعدد إصدارات الخزينة الأمريكية وإقبال المستثمرين على إقتنائها، إضافة إلى إعتقاد مؤسسة تأمين الودائع الأمريكية (FDIC) (Federal Deposit Insurance Corporation) إبتداء من سنة 1935 على مؤسسات

¹ - Couret Alain et al : op.cit, p. 149.

² - Fabienne Collard : op.cit, p. 4.

³ - Couret Alain et al : op.cit, p. 149.

التصنيف الائتماني في تقييم أصول البنوك التابعة لها، وإتسع دور هذه المؤسسات فيما بعد ليشمل تقييم الجدارة الائتمانية للدول و الجماعات المحلية و المؤسسات الاقتصادية والمالية وكذلك الأصول المالية المختلفة¹.

وفي مطلع سنوات 1980، مع إزدياد موجة التحرير المالي، برزت أهمية هذه المؤسسات وأصبحت معلما من معالم النظام المالي العالمي خاصة بعد الدور الكبير الذي أعطته لها إتفاقية (بازل1) سنة 1988، حيث إعتبرت هذه المؤسسات الوحيدة المخول لها تقييم أصول البنوك وترجيح خطر عدم الدفع ومن ثم تحديد متطلبات الأموال الخاصة بالنسبة لكل بنك من البنوك عند حساب معامل الملاءة المعروف بـ (Ratio Cooke)².

وفي التسعينات ترسخ دور وأهمية مؤسسات التصنيف الائتماني مع الإنتشار الواسع لتقنيات الهندسة المالية كالتوريق والمنتجات المالية المهيكلة، وفيما يتعلق بالتوريق فإن مؤسسات التصنيف الائتماني تكون حاضرة في كل مرحلة من مراحلها، إبتداء من تقييم محفظة القروض وتحديد جودتها الائتمانية بواسطة نقطة، وصولا إلى تقديم الإستشارات حول طريقة هيكل الأوراق المالية المصدرة بتعيين مختلف الشرائح (Trenching) التي تتراوح بين الشريحة المضمونة (Senior:A) الشريحة المتوسطة الجودة (Mezzanine :B) والشريحة الرديئة (Junior- Subordonnées or Equity:C)³.

الفرع الثاني: دور وأهمية مؤسسات التصنيف الائتماني في عملية التوريق:

لقد كان للتطور الكبير الذي شهدته الأسواق المالية في العقود الثلاث الأخيرة والكم الهائل من المبتكرات المالية المعقدة، والإستعمال الكبير لإبداعات الهندسة المالية، خاصة تقنية التوريق جعل الأسواق والمنتجات المالية على درجة كبير من التعقيد وتطلب الأمر توافر المزيد من المعلومات المتخصصة و ضرورة تمتع متخذ القرار بالملكة العلمية والقدرة على التحليل للإستفادة من هذه المعلومات، وهو أمر لا يتوفر لدى جميع المتدخلين في الأسواق المالية، كما أن جمع وتحليل المعلومات عن

¹ - Joëlle Paquet: « *Turbulences sur les marches financiers: L'influence des agences de notation de crédit* », Rapport 7, Ecole nationale d'administration publique, Québec, Canada, Septembre 2009, pp. 2-4. http://www.leppm.enap.ca/leppm/docs/Rapports_Economie/Rapport_7_economie.pdf (consulter le 10.10.2016).

² - Granier Thierry, Jaffaux Corynne : op.cit, p.159.

³ - Joëlle Paquet : op.cit, pp. 2- 4.

الآلاف من الأصول المالية المختلفة المتاحة في الأسواق المالية أمر مكلف للغاية ويتطلب الكثير من الوقت وهذا لا يتلاءم وطبيعة الإستثمار المالي الذي يتطلب السرعة في إتخاذ القرارات. وهذا الواقع الذي صارت تتسم به الأسواق المالية الحالية زاد من الحاجة لمؤسسات الخبرة المالية، وهي أساسا مؤسسات التصنيف الائتماني. وتكمن أهمية الدور الذي تلعبه هذه المؤسسات في تزويد المتدخلين بالمعلومات المالية الدقيقة والمبسطة والتي تمكن المستثمرين خاصة من الاستفادة منها في تأسيس قراراتهم الاستثمارية والتقييم الصحيح للأخطار المرتبطة بالأصول المالية المتداولة.

وقد إزدادت أهمية هذه المؤسسات أكثر من خلال الدور المحوري الذي أصبحت تتمتع به بعد الإنتشار الكبير لتقنية التوريق والمنتجات المهيكلة (les produits structurés) حيث أصبحت هذه المؤسسات تلعب دور المصمم و المقوم الوحيد لهذه المنتجات مما يجعلها المنظم الفعلي لعمليات التوريق.

و بسبب المعلومات المهمة والتميزة التي تتجمع لدى هذه المؤسسات فقد إزدادت أهمية هذه المؤسسات، ولذلك فإنها تلتزم بالحفاظ على سرية المعلومات التي تستخدمها في التقييم، كما أنها ملزمة أيضا بتبليغ السلطات المختصة بكل عمليات التزوير أو الغش التي تكشفها، زيادة عن ذلك فهي تضع النقاط المنوحة تحت المراقبة من أجل إخضاعها للمراجعة الدورية وفقا للتقلبات الاقتصادية التي يتعرض لها الأصل المالي أو المؤسسة التي تخضع للتصنيف.

الفرع الثالث: نقد مؤسسات التصنيف الائتماني:

إن الدور المزدوج الذي كانت تقوم به مؤسسات التصنيف الائتماني قبل الأزمة المالية لسنة 2007 والمتمثل في تقديم الإستشارة حول هيكلية منتجات التوريق أساسا وباقي المنتجات المهيكلة الأخرى ثم القيام لاحقا بتصنيفها، إعتبر من طرف المختصين أحد أسباب حدوث تلك الأزمة، وجعل هذه المؤسسات محل إنتقاد شديد، إضطر بعدها المشرعون في كل من الولايات المتحدة الأمريكية والإتحاد الأوروبي إلى التدخل لإصلاح عمل هذه المؤسسات بوضع تشريعات تحكم نشاطها منعا لأي إنحراف في المستقبل، ذلك أن هذا الدور المزدوج لمؤسسات التصنيف الائتماني ينطوي على تضارب في المصالح، فمؤسسات التصنيف كانت تتقاضى عمولاها أولا عند تقديم الإستشارات للبنوك حول طريقة هيكلية هذه المنتجات المالية حتى يتمكن البنك من الحصول على النقطة التي يريدتها، ثم بعد ذلك

تعرض هذه المنتجات المهيكلة على نفس مؤسسة التصنيف الائتماني من أجل تقويمها مقابل عمولة أخرى، وحفاظا على مصالحها، فإنها غالبا ما درجت على منح نفس التصنيف لهذه المنتجات، الأمر الذي يقلل من مصداقية التقييم الذي تقوم به هذه المؤسسات¹.

يضاف إلى ما سبق فإن مؤسسات التصنيف الائتماني بمنحها نقاط جيدة، بصورة غير حقيقية وبدون تبرير كاف لكل منتجات التوريق والمنتجات المهيكلة، مثلما حدث بالنسبة لسندات الرهن العقاري (*subprime*)، هو مساهم في تكوين فقاعة مضاربة حول هذه المنتجات، في نفس الوقت تساهم هذه المؤسسات في التراجع الحاد للتعاملات والإنخفاض الكبير في أسعار الأصول المالية، في حالة التخفيض المفاجئ للنقطة الممنوحة. وهو ما حدث فعلا عند تخفيض التصنيف الائتماني لسندات الرهن العقاري (*subprime*) في الولايات المتحدة الأمريكية، التي سبق أن منحها هذه المؤسسات نقاطا مرتفعة مما تسبب في هلع مالي و إنفجار الفقاعة المالية و حدوث الأزمة المالية لسنة 2007².

إن الدور السلبي الذي لعبته هذه المؤسسات في حدوث الأزمة المالية لسنة 2007 جعلت المشرعين في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي يتدخلون لإصلاح عمل هذه المؤسسات³، بوضع تشريعات تحكم نشاطها منعا لأي إنحراف في عملها مستقبلا، وهو ما جاء في قانون (*Dodd-Frank Act*)⁴، لإصلاح وول ستريت وحماية المستهلكين (*Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) الذي يعتبر أهم قانون للإصلاحات الاقتصادية في تاريخ الولايات المتحدة الأمريكية منذ قانون (*Glass-Steagall Act*) سنة 1933، وهو القانون الذي وقعه الرئيس (*Barack Obama*) في 21 جويلية 2010، وكذلك لائحة الاتحاد الأوروبي رقم 2009/1060 بتاريخ 16 سبتمبر 2009 المتعلقة بتنظيم عمل مؤسسات التصنيف الائتماني⁵.

¹- Joëlle Paquet : op.cit, pp. 5-6

²- Joseph E. Stiglitz : op.cit, pp. 126-130.

³- Fabienne Collard : op.cit, p.15.

⁴- Dodd-frank act, <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text>. (consulter Le 21.08.2016).

⁵- Journal officiel de l'Union européenne, EUR – LEX, access to european union law, <http://eur-lex.europa.eu/homepage.html>, (consulter le 21.08.2016).

المبحث الثاني

المتدخلون في التوريق

التوريق عملية مركبة تتطلب تدخل ومشاركة العديد من الأطراف من أجل إخراج هذا المنتج المهيكل الذي يحقق مصالح جميع الأطراف المشاركة فيه وسنتناول في هذا المبحث تحديد ووصف هؤلاء المتدخلين، ودورهم في بنية التوريق، ولكن الملاحظ أن هؤلاء المتدخلين لا يوجد تطابق بشأنهم في التشريعات المقارنة، فتختلف تسمياتهم وأدوارهم من دولة إلى أخرى، إذ يحصل في دولة ما أن يقوم أحد المتدخلين بدور يجمع بين مهام عدة متدخلين في دولة أخرى. و في تعرضنا لهؤلاء المتدخلين سنقوم بتقسيم هذا المبحث إلى مطلبين كالتالي:

المطلب الأول: المتدخلين الأساس.

المطلب الثاني: المتدخلين الثانويين.

المطلب الأول

المتدخلون الأساس في التوريق

المتدخلون الأساس في التوريق هم الذين يقومون بالأدوار الرئيسية فيه، وهم: المؤسسة المالية المبادرة بالتوريق والمالكة للأصول المالية المورقة، ومنشأة التوريق التي يتم إنشائها من أجل عزل الأصول المورقة، والمنظم (المهيكل) الذي يقوم بميكلة العملية، والمسير الذي يتولى تسيير وإدارة الأوراق المالية المصدرة، والمؤسسة المؤتمنة التي تتولى حفظ المبالغ المالية ورقابة إنتظام عمل وقرارات مؤسسة التسيير، ثم المستثمرون الذين يكتبون في الأوراق المالية المصدرة، ومؤسسات التصنيف الائتماني التي تتولى إعطاء تصنيف لمنتجات التوريق، وسنتناول كل متدخل من هؤلاء المتدخلين في مطلب مستقل.

الفرع الأول: المؤسسة المالية المبادرة:

في بداية أية عملية تمويل مهيكل نجد المؤسسة المالية المبادرة بالتوريق (L'initiateur)، وهي المؤسسة الخيلة أو المتنازلة عن الأصول المالية المورقة والتي تهدف من وراء هذه العملية الحصول على

التمويل اللازم لها من خلال تحويل الأصول المالية غير السائلة التي تملكها إلى سيولة، وهي في الغالب ما تكون هذه المؤسسة المبادرة بنكا من البنوك، إلا أن ذلك ليس بالأمر الحتمي¹، والأصل أن المؤسسة المبادرة هي المؤسسة المالكة أو المولدة للأصل محل التوريق، سواء في إطار نشاطها العادي كالبنك عند منحه للقروض، ولكن يمكن أن تقوم المؤسسة المبادرة بشراء أو تجميع محافظ أصول أخرى بغرض توريقها، وفي هذه الحالة فإنها لا تكون هي المحيلة في حقيقة الأمر، بل إن الحيل الفعلي في هذه الحالة هو بائع تلك الأصول، ثم تقوم المؤسسة المبادرة في مرحلة ثانية بحوالة هذه الأصول لمنشأة التوريق. وعلى الرغم من كون المؤسسة المحيلة هي المبادرة بعملية التوريق إلا أنه غالبا ما توجه للمهيكل أو المنظم (L'arrangeur) الذي يتمتع بالخبرة والكفاءة اللازمة من أجل التصميم العملي لعملية التوريق².

والمؤسسة المبادرة تسمى في القانون الأمريكي والإنجليزي والكندي المنشئ (Originator)، لكونها هي المبادرة بعملية التوريق، ودورها يتمثل في إنتقاء وتجميع الأصول المراد توريقها وتحويلها إلى منشأة التوريق. ولكن هذه المؤسسة المبادرة يمكن أن تحتفظ بمسؤولية تحصيل هذه الأصول (القروض)، كما يمكن أيضا أن تكون أيضا بنكا من بنوك الإيداع كالبنوك التجارية، أو صندوق إيداع، أو مؤسسة إئتمان متخصصة، وحتى شركة أو مؤسسة، أو إدارة عمومية كإدارة الضرائب مثلا. ففي الولايات المتحدة الأمريكية إلى جانب المؤسسات المالية فإن الشركات التجارية الكبرى مثل (Sears) أو (General Mototr's) أو (Chrysler) وغيرها من المؤسسات التي تمنح كثيرا من القروض على منتجاتها تكون مؤهلة لحوالة هذه القروض من أجل توريقها³.

وقد كانت قروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية هي أساس جميع عمليات التوريق في بدايته، وقد كانت هذه القروض تمنح أساسا من قبل صناديق الإيداع والبنوك التجارية. فهذه المؤسسات المالية تتلقى حجما كبيرا من الودائع يسمح لها بمنح هذه القروض، إلا أن بنوك الرهن العقاري خلافا للبنوك التجارية لا تتلقى ودائع، ولا تحتفظ بقروض الرهن العقاري في ميزانيتها، فهي تقوم بإعادة تمويل القروض الممنوحة من خلال السوق الثانوي الذي يسمح لها بنقل هذه القروض إلى

¹ - Lautier Delphine : op.cit, p.700.

² - Barneto Pascal et al : op.cit, p. 61.

³ - Sénami Cécile-Cloude , et al : op.cit, p. 37.

متعاملين آخرين (المستثمرين) بواسطة عملية التوريق. وفي المقابل ففي القانون الإنجليزي فإن فروع البنوك لا يمكنها أن تحيل ديونا للتوريق، ذلك أن البنك الرئيس (La Banque Mere) هو من يكون له هذا الإمتياز فقط، وفي حالة ما إذا قامت بذلك فإنه يتعين عليها أن تعلم البنك الرئيس، هذا من جهة ومن جهة أخرى فإنه يجب عليه أن يسجل عملية التوريق في ميزانيته¹.

أما بالنسبة للنظام الفرنسي فإنه يشترط بأن تكون المؤسسة المحيلة مؤسسة إئتمان، أو صندوق ودائع (Caisse des Dépôts) أو شركة تأمين، وفي عملية التوريق فإن المؤسسة المحيلة لها جانب من المسؤولية تجاه مدينيتها خصوصا فيما يتعلق بحالة الحقوق إلى مصدر الأوراق المالية. بمناسبة عملية التوريق².

أما القانون الجزائري فيشترط أن تكون هذه المؤسسة المبادرة (المحيلة) بالتوريق مؤسسة مصرفية أو مالية من تلك المؤسسات التي تمنح قروضا رهنية في إطار تمويل السكن، وهو ما نصت عليه المادة (2) فقرة (3) من قانون توريق القروض الرهنية بقولها: (مؤسسة متنازلة: مؤسسة مصرفية أو مالية تتنازل بواسطة جدول التنازل، عن قروض ممنوحة في إطار تمويل السكن)، وهذا الإقتصار على المؤسسات المصرفية أو المالية يشبه الوضع الذي كان في فرنسا قبل إصلاحات التوريق لسنة 2008، والمشرع الجزائري بذلك جعل مجال التوريق ينحصر فقط في قروض الرهن العقاري، وهو ما يجعل قانون التوريق الجزائري قانونا خاصا وليس قانونا عاما لتوريق جميع أنواع الأصول المالية، على الرغم من أنه وضع في فترة الإزدهار الكبرى للتوريق في العالم (2006)، و التي إمتد فيها مجال التوريق ليشمل جميع أنواع الأصول المالية، وهو ما يجعل الفائدة الإقتصادية المرجوة من التوريق في الجزائر متواضعة جدا، ولذا ينبغي على المشرع عند تعديل هذا القانون أو القيام بأية إصلاحات أخرى أخذ ذلك بعين الإعتبار، وتوسيع مجال التوريق ليشمل المزيد من الأصول المالية.

والمؤسسة المبادرة (المتنازلة) بإعتبارها مؤسسة مصرفية أو مالية يتوجب أن تخضع للترخيص من طرف مجلس القرض و النقد وفقا لما تنص عليه المادة (82) من الأمر رقم 03-11 المتعلق بالنقد والقرض.

¹ - Sénami Cécile-Cloude, et al : op.cit, p. 38.

² - ibid, p. 38.

كما تشترط المادة (83) من الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض المعدل والمتمم المعدلة بالأمر 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010. على وجوب أن تأخذ هذه المؤسسة المبادرة (المتنازلة) شكل شركة مساهمة، وفي حالة ما إذا كانت هناك مساهمة خارجية فإنه يشترط أن تمثل فيها المساهمة الوطنية 51% على الأقل من رأس المال، ويمكن أن تكون هذه المساهمة الوطنية جمع عدة شركاء. مع إعطاء مجلس النقد والقرض تقدير جدوى إتخاذ بنك أو مؤسسة مالية شكل تعاقدية مثل البنوك التعاونية (Banque Mutualiste).

وبعد حصولها على الترخيص من طرف مجلس النقد والقرض يتوجب عليها أيضا أن تحصل على الإعتماد كمؤسسة مالية من طرف بنك الجزائر وفقا لما تنص عليه المادة (92) من الأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض، كما يمكن أن يمنح هذا الإعتماد لفروع البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية.

الفرع الثاني: منشأة التوريق:

المتدخل الثاني في عملية التوريق هو منشأة التوريق التي تتلقى الأصول المالية المحالة ثم تتولى إصدار الأوراق المالية (L'emetteur des Titres) ولذلك يطلق عليها أحيانا لفظ المصدر (L'emetteur)، أو المؤسسة المحيلة (L'établissement cédant) ويتعلق الأمر في القوانين الأنجلوسكسونية بالمنشأة ذات الغرض الخاص (Special Purpose Vehicle) (SPV)، أو صندوق الإستثمار (Fonds de Placement) أو هيئات التوريق في القانون الفرنسي التي تأخذ حاليا إما شكل صندوق مشترك للتوريق (FCC) أو شركة توريق (SDT) أو مؤسسة التوريق في القانون الجزائري. والهدف من إنشائها يتمثل في عزل الأصول المورقة عن الذمة المالية للمؤسسة المالية المبادرة، أما وظيفتها فتتمثل في تسيير وإدارة الحقوق المورقة، فتقوم بإصدار أوراق مالية تمكنها من تمويل شراء الأصول المورقة المحالة إليها، ولكنها قد تلجأ في تمويل شراء هذه الأصول إلى قروض بنكية بشرط أن تكون مواعيد وفاء المدينين بقيمة هذه السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة القرض البنكي. هذه المنشأة أو الصندوق أو المؤسسة مستقلة عن المؤسسة المبادرة أو المنشئ (L'originateur)، وتبرر هذه الإستقلالية بهدف جعل أصول منشأة (هيئة) التوريق بمعزل عن الصعوبات المالية أو احتمال إفلاس المؤسسة المبادرة بالتوريق. فعندما تكون أموال هيئة التوريق مملوكة وتحت تصرف المؤسسة المبادرة (المحيلة)، فهذه الأخيرة يمكن أن تقدم عن طريقها طلبا للإفلاس الإرادي، ومن ثمة تتعرض مصالح

المستثمرين المكتتبين في الأوراق المالية المصدرة. بمناسبة هذه العملية للخطر، فهئة التوريق يتوجب أن تنشأ بحيث لا يمكن لأي حادث يمس المؤسسة المالية المبادرة (الحيلة) أن يمس بمنشأة التوريق من جهة، وحتى لا تعاق عملية النقل الحقيقي للأصول المورقة من المؤسسة المالية المبادرة إلى منشأة التوريق من جهة أخرى¹.

وقد نص القانون الأمريكي في المادة (f) 1101 من (Regulation AB) على أن البنية المصدرة تكون في شكل ترست (Trust)، أو أية بنية أخرى يؤسسها المؤتمن (depositor) والتي تقوم بحفظ أو تملك مجموع الأصول، والتي تصدر بإسمها السندات المصدرة لاحقاً².

أما القانون الفرنسي فتأخذ فيه هذه المنشأة شكل هيئة للتوريق تكون إما صندوقاً مشتركاً للتوريق (FCT) لا يتمتع بالشخصية المعنوية وإما شركة توريق (SDT) في شكل شركة مساهمة مبسطة (Société par Action Simplifiée)، أو شركة مغلقة (Société Anonyme).

أما بالنسبة للقانون الجزائري فقد نص قانون توريق القروض الرهنية على أن من تتولى القيام بالتوريق هي "مؤسسة"، كما نص على أنها "هيئة مالية" ولكنه لم يذكر شيئاً عن كيفية إنشائها، ولا عن من يتولى إنشائها، ولا من يتولى تسييرها، وهل تتمتع بالشخصية المعنوية أم لا، وكلها مسائل ذات أهمية بالغة في القانون المقارن بالنسبة لهيئات التوريق.

ولكن ما دامت مؤسسة التوريق حسب المادة (02 فقرة 02) من قانون توريق القروض الرهنية هي "مؤسسة مالية"، وبهذه الصفة فإنها يجب أن تخضع على غرار المؤسسة المالية المبادرة (المتنازلة) لوجوب حصولها على الترخيص من طرف مجلس القرض و النقد وفقاً لما تنص عليه المادة (82) من الأمر رقم 03-11 المتعلق بالنقد والقرض. كما يجب أيضاً أن تأخذ على غرار المؤسسة المبادرة (المتنازلة) شكل شركة مساهمة.

بالرجوع إلى الممارسة العملية للتوريق في الجزائر نجد أن من تولت القيام به فعلياً هي مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة تدعى شركة إعادة التمويل الرهني (SRH)، يتوجب عليها طبقاً

¹ - Sénami Cécile-Cloude , et al : op.cit, p. 38.

² - فواز كريم: مرجع سابق، ص. 16.

لما ذكرناه سابقا أن تحصل على الترخيص، وبعد حصولها على هذا الترخيص يتوجب عليها أن تحصل على الإعتقاد من بنك الجزائر بمقتضى مقرر ينشر وجوبا في الجريد الرسمية. و وفقا للمادة (92) من نفس الأمر فإن محافظ بنك الجزائر يعد قائمة بالمؤسسات المالية محينة (actualiser) تنشر في الجريدة الرسمية وفقا لما تنص عليه المادة (93) من الأمر المتعلق بالنقد و القرض.

ولذا ينبغي على المشرع عند تعديل أو إصلاح الإطار القانوني للتوريق تدارك هذا النقص بخصوص الأحكام المتعلقة بمؤسسة (منشأة) التوريق الجزائرية، ووضع أحكام تفصيلية تتعلق بالنظام القانوني المطبق عليها من حيث إنشائها وتسييرها... إلخ.

الفرع الثالث: المنظم:

يغلب من الناحية العملية أن يعهد إلى مؤسسة بنكية أو مالية متخصصة كبنوك الإستثمار (*investment bank*) من أجل تصميم بنية أو هيكل (*Structure*) لهذا التركيب المالي (*Montage Financier*)، ووضعه موضع التطبيق وفقا للشروط القانونية والإقتصادية والمالية الملائمة، هذه المؤسسة يطلق عليها إسم المنظم أو المهيكل (*L'arrangeur*)، ومن ثمة فإن للمنظم دورا أساسا في كل من هيكلية عملية التوريق، وتحديد طبيعة ونوعية الأصول المعدة للتوريق، ووضع ميكانيزم لتعزيم (Le Rehaussement) هذه الأصول، وتسهيل العلاقة بين مختلف الأطراف المتدخلة: المؤسسة المبادرة، منشأة التوريق، المسير، المؤتمن، مؤسسات التصنيف الإئتماني... إلخ¹. فالمنظم هو مركز عملية التوريق، ومن الناحية القانونية فالمنظم قد يكون مستقلا عن المؤسسة المبادرة، ولكن عندما تكون عملية التوريق بمبادرة من أحد البنوك فان المنظم على الغالب ما يكون فريقا من المهندسين الماليين لهذه المؤسسة مختصا في مثل هذا النشاط. والذي يمكن أن يلجأ إليه محيلون آخرون، فالمنظم هو من يقوم بتكوين منشأة التوريق، كما يقوم بإختيار الأصول المورقة من ضمن الحقوق المقترحة عليه من طرف المؤسسة المحيلة والتي ستشكل أصول منشأة التوريق، كما أنه هو يتولى القيام بإصدار السندات، وتقسيم هذا الإصدار إلى شرائح². كما يعمل المنظم أيضا عند الإقتضاء مستشارا لمختلف المتدخلين في بنية التوريق، إضافة

¹ - De Kergommeaux Xavier : « *organisation de titrisation* », op.cit, p. 734.

² - Lautier Delphine : op.cit, p.701.

إلى تحديد الأصول المورقة، والمخاطر المرتبطة بها، والتفاوض مع مختلف المتدخلين المشاركين في عملية التوريق¹.

إن تعقيد عملية التوريق وبالأخص الدور الذي يلعبه المنظم في هذه العملية أدى إلى نشوء ما أصبح يعرف بتكنولوجيا التوريق، والتي تقوم أساسا على الإبداعات المستمرة، خاصة في هيكله الأصول بين أصول ذات مخاطر عالية وأخرى ذات مخاطر متدنية، مما زاد في تنوع من الأصول إزدادت الحاجة إلى تبويب المخاطر في شرائح بما يساعد على الوصول إلى نسب أفضل من القروض بالمقابل إلى الأصول الأساس التي تدعمها، وكلما إنخفضت هذه النسبة أمكن عندها توريق أي نوع من الأصول².

والمنظم في الغالب ليس فقط مسئولا عن وضع بنية منشأة التوريق، ولكنه أيضا مسؤول عن عملها، فهو يتدخل بصفته يقدم خدمة لحساب المؤسسة الخيلة، ولكنه لا يمارس مسؤولية مباشرة في مواجهة حاملي الحصص أو الأوراق المالية المصدرة، إذ يمكن أن يأخذ على عاتقه كل العمليات من إنشاء بنية منشأة التوريق إلى غاية إصدار الحصص أو الأوراق المالية، وفي هذه الحالة فإنه يقوم بتحليل الأصول المعدة للتوريق، وضع البنية المالية، وإختيار الضمانات. كما يقوم بإختيار الأطراف الأخرى المشاركة في عملية التوريق مثل شركة التسيير والمؤسسة المؤتمنة، كما يقوم بوضع التركيب القانوني ويشكل نقابة الإصدار (Syndicat De Placement)، كما يسهر على العلاقات مع سلطة السوق المالي³.

وفي النموذج الفرنسي فإن المشرع سكت عن مسألة المنظم. إلا أن هذا الأخير يلعب دورا هاما في تحضير عملية التوريق، كونه من يقوم بتقييم محفظة الحقوق والتدفق النقدي الذي تولده، فالمنظم على الغالب يكون مؤسسة من مؤسسات الإئتمان. كما أن المنظم موكل من طرف شركة التسيير و المؤتمن. وفي إنجلترا فإن المنظم يكون له دور مشابه، إذ تتمثل مهمته تحضير عملية التوريق و ضمان أن تتم في الظروف القانونية والإقتصادية والمالية الأكثر ملائمة، فمهمته في هيكله عملية التوريق تجبره على تعيين ماهية الأصول التي يمكن توريقها، ووضع ميكانيزمات لتعزيزها، كما يلعب أيضا دورا أساسا

¹ - Barneto Pascal et al : op.cit, p. 62.

² - الهندي عدنان، وآخرون: « التوريق كأداة مالية حديثة »، منشورات إتحاد المصارف العربية، 1995، ص.5.

³ - Sénami Cécile-Cloude, et al : op.cit, p. 41.

في توزيع الأوراق المالية على المستثمرين، ويجمع بين مختلف الأطراف ذات العلاقة، كما يتفاوض معها من أجل إتمام عملية التوريق في أحسن الظروف¹.

وبالنسبة للقانون الجزائري فقد سبقت الإشارة إلى أن قانون توريق القروض الرهنية لم يتضمن أية قواعد متعلقة بتأسيس مؤسسة (منشأة) التوريق أو هيكلية عملية التوريق، وأن المنظم في عمليات التوريق التي حصلت فعليا في الجزائر والتي قامت بها شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) كانت المؤسسة المبادرة بهذه العمليات هي بنك التنمية المحلية (BDL) الذي تولى فيها دور المنظم، وهي عمليات بسيطة بالمقارنة مع تلك العمليات الجارية في الدول النشطة في مجال التوريق، لأنها إقتصرت فقط على التنازل عن القروض الرهنية التي منحتها إلى شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) في إطار عملية إعادة التمويل الرهني من أجل توفير التمويل اللازم لبنك التنمية المحلية لزيادة قدرته على الإقراض في مجال السكن.

المطلب الرابع

المسيّر

إن هيئات التوريق هي منشآت ذات طابع خاص، ومن ثمة فإن تسييرها يتطلب تخصصا وحرارة يختلفان عن تسيير بقية صناديق وشركات الإستثمار.

ففي النظام الأنجلوأمريكي لم يتطلب الأمر وضع قواعد خاصة لإنشاء أو تسيير وإدارة منشأة التوريق إكتفاء بمؤسسة الترسر حيث يكون أمين الترسر (*Trustee*) هو من يتولى تسيير منشأة التوريق فيتولى إدارة محفظة الأصول المورقة وضماناتها المختلفة، ويكون أمين الترسر في الغالب أحد بنوك الإستثمار، ولكن يمكن أن يكون مؤسسة لها القدرة على التصرف كمسيّر (*Administrator*)، ويعمل الأمين أو المسيّر على إحترام الشروط التنظيمية لمنشأة التوريق، فيرافق ويقدم المعلومات اللازمة عن الأصول المورقة ويسدد للمستثمرين مستحقاتهم وفقا للقواعد المحددة.

¹ - Burnat Florian , chartier jessica : *«titrisation a la francaise et securitisation a l'anglaise: etude de droit compare apres l'ordonnance du 13 juin 2008 »* , Revue de Droit des Affaires Internationales. 2010, n° 2, pp. 148-149.

وفي عمليات التوريق التي تتم في الدول الأنجلوسكسونية يمكن أن يوجد نوعان من الأمناء:

1 — الأمين المتعاقد *Indenture Trustee*: وهو من يتولى عملية إصدار السندات الخاصة

بالتربست طبقا للتنظيم الذي يحكم هذه المنشأة.

2 — الأمين المالك *Owner Trustee*: وهو الذي يتولى إدارة حصص الصندوق على الرغم من

أنها مهيكلتة في شكل سندات دين ويتم التعامل على هذا الأساس¹.

ويظهر أن التربست مؤسسة فعالة عندما يتعلق الأمر بعمليات التوريق، وهو يصنف في فئة

المنشآت ذات الغرض الخاص (*SPI*) أو بالبنية ذات الغرض الخاص (*ad-hoc*) والتي تجمع كل الأدوات

المستخدمة في بناء عملية التوريق، ومن ثمة يكون التربست العنصر الأساس لهذا البناء المعقد².

وفي القانون الفرنسي تتولى شركة التسيير مهمة التسيير التي يقوم بها أمين التربست في النظام

الأنجلوسكسوني، وهو ما ينص عليه القانون النقدي والمالي الفرنسي في المادة (L.214-177) من

القانون النقدي والمالي الفرنسي بالنسبة لشركة التوريق، والمادة (L.214-181) من القانون النقدي

والمالي الفرنسي بالنسبة للصندوق المشترك للتوريق.

أما بالنسبة لقانون توريق القروض الرهنية الجزائري و ورغم خصوصية تسيير هيئات التوريق

إلا أنه لم ينص كما سبقت الإشارة إليه إلى كيفية و من يتولى تسيير مؤسسة التوريق: هل هي شركة

تسيير وفقا لما هو معمول به في هيئات التوريق في القانون المقارن، مثلما هو الحال بالنسبة للقانون

الفرنسي أو قوانين الدول ذات النظام الأنجلوسكسوني؟ أم أن هيئة التوريق شكلا آخر من أشكال

التسيير؟ ومن ثمة فإنه لا يعرف كيف تسيير هذه المؤسسة في الجزائر.

ولكن المشرع الجزائري في تناوله القواعد المتعلقة بالمؤتمن المركزي على السندات في المادة

(02 فقرة 04) من قانون توريق القروض الرهنية نص على أن من وظائف المؤتمن الرئيسة إضافة إلى

وظيفة حفظ الأوراق المالية، وتداولها بالدفع من حساب إلى حساب أنه يتولى "إدارة الأوراق المالية"

وبذلك يكون المشرع الجزائري وعلى خلاف التشريعات المقارنة قد منح جزء من مهام تسيير مؤسسة

التوريق وهو الجزء المتعلق بإدارة الأوراق المالية إلى المؤتمن المركزي للسندات، الذي تقتصر مهمته

حسب الأصل في التشريعات المقارنة على حفظ أموال هيئة التوريق، والمشاركة في تأسيس هيئة

¹ - Barneto Pascal et al : op.cit, p. 63.

² - Paul Le Cannu et al : op.cit, p. 474.

التوريق، والرقابة على إنتظام وقانونية التسيير، دون تولى وظيفة التسيير، وهو ما يتعارض مع مبدأ الفصل بين الوظائف في المجال المالي عموما وفي مجال التوريق بصورة خاصة، لأن هذا الفصل هو الكفيل بضمان حقوق المستثمرين في التوريق، وهي الضمانات التي تعتبر الجاذب الأول لهؤلاء المستثمرين والتي بدونها سيفقد التوريق الكثير من جاذبيته الإقتصادية.

والهيئة التي تقوم بالتوريق في الجزائر من الناحية الفعلية هي شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) وهي شركة مساهمة، ومن ثمة فإن تسييرها يخضع لقواعد تسيير شركات المساهمة المنصوص عليها في القانون التجاري الجزائري.

الفرع الخامس: المؤتمن:

المؤتمن (Le Depositaire) و هو غالبا ما يكون بنكا أو مؤسسة مالية، وهذه المؤسسة المؤتمنة هي التي تحتفظ فعليا بالحقوق المورقة في شكل نقود، وتكون ضامنة لها تجاه مسير هيئة التوريق أو أمين الترس (trustee)¹ بناء على عقد وديعة يبرم بين هذه المؤسسة المؤتمنة و المسير أو أمين الترس. ويعرفها القانون الأمريكي في المادة (e) 1101 من (Regulation AB) بأنها من يستلم (أو يشتري) مجموعة الأصول لينقلها (أو يبيعها) إلى البنية المصدرة، ففي عمليات التوريق الخاصة بالأوراق المالية المسندة بأصول والتي لا يوجد فيها وسيط في عملية تحويل الأصول من المعزز (Le rehausseur - sponsor) إلى الجهة المصدرة، فإن مصطلح المؤتمن يطلق على المعزز نفسه، أما في عمليات توريق الأوراق المسندة بأصول التي يكون فيها المحيل أو بائع الأصول هو الترس فإن المؤتمن بالنسبة للمؤسسة المصدرة هو نفسه المؤتمن بالنسبة لهذا الترس².

وفي فرنسا فإن المادتين (L.214-178) و (L.214-181) من القانون النقدي والمالي تنصان على أن أموال وحقوق هيئة التوريق يتم حفظها لدى مؤتمن هو المؤسسة المؤتمنة، وهذه المؤسسة المؤتمنة

¹ - Barneto Pascal et al : op.cit, p. 62.

² - (e) Depositor means the depositor who receives or purchases and transfers or sells the pool assets to the issuing entity. For asset-backed securities transactions where there is not an intermediate transfer of the assets from the sponsor to the issuing entity, the term depositor refers to the sponsor. For asset-backed securities transactions where the person transferring or selling the pool assets is itself a trust, the depositor of the issuing entity is the depositor of that trust. Federal Register / Vol. 70, No. 5 / Friday, January 7, 2005 / Rules and Regulations, p.1601. <https://www.sec.gov/rules/final/33-8518fr.pdf> , (consulter le 20.10.2016).

تكون مؤسسة وحيدة ومستقلة عن هيئة التوريق. وهذه المؤسسة تكون إحدى مؤسسات الإئتمان، يكون موطنها في إحدى دول المنطقة الاقتصادية الأوروبية أو في دولة من ضمن قائمة تحدد بقرار من وزير الاقتصاد، كما يمكن أن تكون أية مؤسسة معتمدة من هذا الوزير، ويكون الهدف من هذه المؤسسة المؤتمنة ضمان قانونية القرارات التي تصدرها المؤسسة المسيرة لهيئة التوريق وذلك حسب الترتيبات المحددة باللائحة العامة المنظمة لسلطة الأسواق المالية. ولكن يمكن أن يعهد بحفظ هذه الحقوق إلى المؤسسة المحيلة نفسها أو إلى المنشأة المكلفة بتحصيل الحقوق ولكن دائما تحت مسؤولية المؤسسة المؤتمنة ضمن الشروط المحددة الإتفاق المبرم بينهما.

وتمنح المادتين (L.214-178) و (L.214-181) من القانون النقدي والمالي الفرنسي للمؤسسة المؤتمنة وظيفتين مستقلتين: فمن جهة تقوم بحفظ الأموال (السيولة) والحقوق المحالة، ومن جهة أخرى مراقبة إنتظام قرارات شركة تسيير هيئة التوريق حسب الترتيبات الواردة في اللائحة العامة لسلطة الأسواق المالية. فالمؤسسة المؤتمنة لم تعد مؤتمنا لمجموع الأصول، بل إنه من الممكن أن يعهد بحفظ هذه الحقوق للمؤسسة المحيلة أو إلى منشأة مكلفة بالتحصيل تحت مسؤولية المؤسسة المؤتمنة¹.

وفي التطبيق العملي للتوريق فإنه يمكن أن يجتمع عدة منشئين (المؤسسات المالية المحيطة) في عملية توريق واحدة، وذلك لأن الأصول المورقة التي تكون لدى منشئ واحد تكون عادة قليلة بالنسبة لكلفة التوريق، كما يحدث أن يجتمع عدة منشئين عندما تقرر عدة فروع أو شركات تابعة لشركة قابضة واحدة توريق موجوداتها، فإنه من أجل توفير النفقات وللتسهيل والتنسيق الإداري ضمن المجموعة الواحدة يجمع عدد من المنشئين الحقوق التي يريدون توريقها لدى مؤتمن واحد من أجل تسنيدها في عملية توريق واحدة².

أما في القانون الجزائري فإن دور المؤسسة المؤتمنة يتولى القيام به المؤتمن المركزي على السندات (Le Dépositaire Central des Titres) والذي أنشئ بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، فيتولى هذا المؤتمن المركزي إستنادا للمادة (2) فقرة 4) من هذا المرسوم القيام بالوظائف الرئيسة التالية:

¹ - De Kergommeaux Xavier : « *organisation de titrisation* », op.cit, p.730.

² - فواز كريم: « تسنيد الموجودات — دراسة قانونية مالية مقارنة »، المؤسسة الحديفة للكتاب، 2009، ص. 16.

— المحافظة على الأوراق المالية.

— تداول الأوراق المالية بالدفع من حساب إلى حساب.

— إدارة الأوراق المالية.

وإذا كانت وظيفة الحفظ هي مهمة أصيلة للمؤتمن فإن المشرع الجزائري أضاف إليها منح هذا المؤتمن المركزي للسندات بعض جوانب التسيير المتعلقة بإدارة الأوراق المالية المصدرة بمناسبة التوريق، وهو ما يختلف عن التشريعات الأخرى التي تعتبر أن من المسائل الجوهرية في التوريق هو الفصل بين وظيفتي الحفظ والتسيير. وهو ما يعرض مصالح المستثمرين المكتسبين في هذه الأوراق المالية للخطر بسبب عدم وجود آلية للرقابة من طرف هيئة أخرى على الدور المزدوج الذي يقوم به المؤتمن المركزي للسندات في الحفظ والإدارة.

وقد نصت المادة (19 مكرر 1) من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدلة بالقانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 على: (عندما يستخدم مصادر السندات، سواء كانت الدولة، أو جماعات محلية، أو هيئة عمومية، أو شركة ذات أسهم، حق إصدار سندات مقبلة في الحساب، لا يمكن أن تسجل السندات لحاملها إلا لدى وسيط مؤهل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفته ماسك الحسابات وحافظ السندات. تحدد شروط التأهيل ومسك حسابات السندات والرقابة على النشاط بموجب لائحة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها).

أما عن طبيعة هذه الهيئة فقد نصت المادة (19 مكرر 02) المعدلة بالقانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة على أن المؤتمن المركزي على السندات يتكون من هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم، ذات صبغة عمومية، يملكها حسب المادة (19 مكرر 3) المعدلة بالقانون 03-04 مجموعة من البنوك إضافة إلى مجمع صيدال ومؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي ومؤسسة الرياض سطيف إضافة إلى الخزينة العمومية وبنك الجزائر المساهمين في الشركة بحكم القانون، وبذلك فهو يختلف عن المؤتمن في عمليات التوريق في القانون الفرنسي أو الدول الأنجلوسكسونية حيث يكون المؤتمن في الغالب مؤسسة من مؤسسات الإئتمان، إضافة لذلك فإن قانون توريق القروض الرهنية الجزائري أسند إدارة (تسيير) الأوراق المالية إلى المؤتمن المركزي للسندات .

وفي القانون الجزائري فقد نصت المادة (03) من قانون توريق القروض الرهنية على أنه تخضع الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسة التوريق، وفقا لعملية التنازل عن القروض الحالية أو المستقبلية بمبادرة من المؤسسة المتنازلة وفقا للتشريع المعمول به، ولا سيما المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

و يخضع نشاط المؤمن المركزي على السندات لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة وهو ما تنص عليه المادة (19 مكرر 4) المعدلة بالقانون رقم 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

الفرع السادس: المستثمرون:

يعتبر المستثمرون (Les Investisseurs) في مجال التوريق طرفا أساسا في عملية التوريق، فهم زبائن منتجات التوريق، لأنهم هم من يشترون الأوراق المالية المصدرة، وأن نجاح عملية التوريق يعتمد بالأساس على إقبال المستثمرين على هذه المنتجات. والمستثمرون في التوريق هم غالبا مؤسسات مالية أو ما يسمى بالمستثمرين المؤسساتيين (Les Investisseurs Institutionnels)، وهم هيئات مالية تجمع الإدخار، ويفرض عليها القانون وطبيعتها وقانونها الداخلي أن توظف جزء كبيرا من هذا الإدخار في إستثمارات¹، على غرار صناديق الإستثمار وصناديق التقاعد وشركات التأمين وبنوك الإستثمار، وحتى البنوك التجارية والأفراد يمكنهم الإكتتاب للحصول على هذه السندات نظرا للعائد المغربي الذي تمنحه هذه السندات². ولكن المشرع الجزائري لم يتعرض نهائيا في قانون توريق القروض الرهنية لهؤلاء المستثمرين في عملية التوريق، ولم يحدد لهم: هل هم فقط المستثمرون المؤسساتيون، أم أنهم يشملون الأفراد (Les Particuliers) أيضا؟ ولكنه عمليا فإن المستثمرين المؤسساتيين هم الأقدر بطبيعتهم على الإستثمار في شراء الأوراق المالية المصدرة. بمناسبة التوريق نظرا للقدررة المالية الكبيرة التي تتطلبها مثل هذه العمليات.

وفي عملية التوريق يلعب المستثمرون المؤسساتيون دورا هاما و مزدوجا، فهم من يكتبون في الأوراق المالية المصدرة، كما أنهم يعتبرون بمثابة المحفز على إنشاء منتجات مالية جديدة³. وذلك

¹ - انطوان جوزيف، هوار ماري كلير كايو: مرجع سابق، ص.262.

² - Sénami cécile-cloude, et al : op.cit, p. 40.

³ - Lautier Delphine : op.cit, p. 704.

بسبب قدراتهم المالية الكبيرة التي تسمح لهم بشراء أكبر قدر من الأوراق المالية المصدرة على الرغم من ارتفاع أسعار هذه الأوراق المالية، وهو ما لا يقدر عليه الأفراد في الغالب.

و يمكن للمستثمرين يتجمعوا أحيانا ضمن منظمة تسمى منظمة الحاملين (*Organization Of Noteholders*)، والتي تأخذ في الواقع شكل شركة فعلية. وهذه المجموعات من المستثمرين تكون لها خصائص الجمعيات: فهي تتكون من تعدد أشخاص منظمين فيما بينهم ولهم مصلحة مشتركة. ولذلك فإنها تعتبر فاعلا واحدا وليس فاعلين متعددين، وذلك من أجل تكييف العلاقة التي ينشئها المسير مع المستثمرين. هذه العلاقة القانونية توجد على إثر حصول إتفاق بين المسير ومجموع المستثمرين¹. ولهذا الجمعية ممثلا للمستثمرين، ولكن هذه المنظمة لا تتمتع بالشخصية المعنوية، فالمستثمرون يكونون ملزمين بصفة شخصية بكل التصرفات التي يبرمها ممثلهم. ومهمة هذا الممثل تهدف إلى حماية مصلحة المستثمرين².

الفرع السابع: مؤسسات التصنيف الائتماني:

إن مؤسسات التصنيف الائتماني هي أحد المتدخلين الفاعلين واللازمين في عملية التوريق، وهذه المؤسسات تتدخل في عملية التوريق منذ بدايتها وذلك عن طريق إعطاء رأيها بخصوص تبويب وهيكل الأصول المورقة، ثم بعد ذلك تصنيف الإصدارات المسندة بتلك الأصول. ذلك أن حداثة وتعقيد عملية التوريق لا تسمح للمستثمرين بتكوين فكرة واضحة ودقيقة عن المخاطر التي يمكن أن يتعرضوا لها عند شراء السندات المورقة، وهو ما يجعلهم في حاجة إلى التصنيف الذي تقوم به هذه المؤسسات للأوراق المالية المصدرة. وعملية التصنيف تعتبر نسيبا مسارا معقدا يمكن أن يستغرق كثيرا من الوقت، وأهمية دور مؤسسات التصنيف الائتماني في التوريق تعاضمت بسبب تزايد التعقيد في بعض أنواع التوريق التي تطورت فيما بعد مثل عمليات التوريق الإصطناعي³.

وتوجب القوانين المقارنة إخضاع الأوراق المالية المصدرة بمناسبة التوريق إلى تصنيف تقوم به إحدى مؤسسات التصنيف الائتماني من ذلك ما نصت عليه المادة (L.214-170) من القانون النقدي

¹- Forti Valerio :op.cit, pp. 82-83.

²- ibid, p.83.

³- Lautier Delphine : op.cit, p. 701.

والمالي الفرنسي على أنه في حالة قيام هيئة التوريق بإصدار حصص أو أسهم أو سندات موجهة للجمهور فإنه يتعين عليها الحصول على وثيقة تتضمن تصنيفا لخصائص هذه الحصص أو الأسهم أو سندات الدين التي تعتمده هيئة التوريق إصدارها، والعقود المنشئة لأدوات مالية آجلة أو نقل مخاطر التأمين التي تقترح إبرامها وتقدير المخاطر التي تنشأ عنها وذلك عن طريق مؤسسة تدرج ضمن قائمة معدة من طرف الوزير المكلف بالإقتصاد بعد أخذ رأي سلطة الأسواق المالية.

ولكن القانون الجزائري المتعلق بتوريق القروض الرهنية لم يتعرض مطلقا لأي دور لمؤسسات التصنيف الائتماني في تصنيف الأوراق المالية المصدرة. بمناسبة توريق القروض الرهنية، وهو نقص كبير في هذا القانون، إضافة إلى أن النظام المالي الجزائري لا يشمل على أية مؤسسة محلية للتصنيف الائتماني، كما أنه لا يوجد أي نشاط لهذه المؤسسات الأجنبية في الجزائر، ومن المؤكد أن سكوت المشرع عن الإشارة لدور هذه المؤسسات في التوريق، وكذلك غياب عملها في الجزائر سيعيق حصول توريق حقيقي وفعال، ذلك أن التصنيف الائتماني يعتبر من أهم الضمانات التي يتوجب أن يشمل عليها نظام التوريق حتى يحقق ثقة المستثمرين فيه، وإلا فإن التوريق سيفقد كل الفائدة منه، وهنا يتعين على المشرع إستدراك هذا النقص في أي تعديل أو إصلاح قادم.

وتدخل مؤسسات التصنيف الائتماني في عملية التوريق لا يجعل منها وكيفا عن هيئة التوريق، وإنما هي مؤسسات مستقلة يتمثل دورها في تقديم الإستشارة، وتصنيف منتجات التوريق، خاصة عندما يتعلق الأمر بعملية طرح عام للإكتتاب من طرف هذه المؤسسة، أو عند إدراج أوراق مالية في سوق منظم (Marché Réglementé)¹.

ومؤسسات التصنيف الائتماني هي أيضا مؤسسات متخصصة تشارك في مسار عملية التوريق منذ بداية تشكيل محفظة الأصول المعدة للتوريق إلى غاية إكمال البنية النهائية للتوريق، ويتمثل دورها في التصديق على البنية القانونية لمنشأة التوريق، إضافة إلى القيام بتصنيف مختلف الفئات المختلفة للسندات المصدرة. وتوجد ثلاث مؤسسات كبرى للتصنيف الائتماني في العالم هي : (Moddy's) و (standard & poor's) و (Fitch) وهي مؤسسات أمريكية، تتولى تصنيف السندات المورقة، ولكنه

¹ - De Kergommeaux Xavier : « organisation de titrisation », op.cit, p. 733.

توجد أيضا مؤسسات أخرى ناشئة للتصنيف الائتماني مثل (DBRS) الكندية و (A.M.BEST) الأمريكية.

وتعتمد مؤسسات التصنيف الائتماني في تصنيف سندات التوريق على (03) معطيات أساس هي: تنوع الأصول المخصصة كضمان، و احتمال عدم الوفاء، و نسب التحصيل.

والتصنيف الذي تقوم به هذه المؤسسات يعبر عن مجرد رأي غير ملزم بخصوص مخاطر الائتمان المرتبطة بالسندات بالنظر إلى:

1 — خصائص الحقوق و التدفقات النقدية الخاصة بها، و البنية القانونية والمستندات اللازمة للعملية.

2 — الترتيبات المتعلقة بالضمانات و تغطية مخاطر الائتمان المرتبطة بهذه بالسندات.

3 — الترتيبات الكفيلة بالسماح للصندوق بأن يواجه النقصان المحتمل لمستوى التدفق المتولد عن هذه الحقوق¹.

ورغم أن كل مؤسسة تصنيف تستخدم أساليب مختلفة نوعا ما في التصنيف إلا أن هذه المؤسسات تحصل في النهاية على نتائج متشابهة في الغالب².

المطلب الثاني

المتدخلون الثانويون

إلى جانب المتدخلين الأساس السابقين يوجد متدخلون آخرون يلعبون دورا أقل أهمية من الدور الذي يلعبه المتدخلون الأساس، ولكن وجود هؤلاء المتدخلين الثانويين ضروري من أجل جعل التوريق قويا وفعالا يحقق الفائدة الاقتصادية المرجوة منه. هؤلاء المتدخلون الثانويون هم: سلطة السوق المالي، ومحصل الديون، والمدينون، والمؤمنون على مخاطر عدم الدفع، ومحافظ الحسابات و المعزز... وستتناول كل متدخل من هؤلاء المتدخلين في مطلب مستقل.

¹ - Barneto Pascal et al : op.cit, p. 63.

² - ibid, p. 64.

الفرع الأول: المدينون:

المدين (Le Débiteur) هو الشخص الملتزم بأداء معين لفائدة شخص آخر يسمى الدائن، ويمكن تحديد المدين بأنه من يتلقى من بنك أو مؤسسة إئتمان أو من شركة شيئاً أو مبلغ من النقود أو منفعة يلتزم برد مقابلها نقداً في أجل محدد، على أن يزيد هذا المقابل أو يساوي القيمة التي كان قد تحصل عليها من قبل. وهذا التبادل بين المدينين والمؤسسة المالية يتمثل عموماً في قرض، أو بيع بالدين (Vente à Credit)، فهذا القرض يعطي للمؤسسة المالية حق دائنية (Droit de Créance)، وهذا الحق يمكن بعد ذلك أن يكون محل توريق، فتوريق هذا الحق لا يخرج الدين من ذمة المدين، ويستمر هذا المدين طوال عملية التوريق في تسديد أقساط الدين المستحق عليه لمحصل الديون، ووفقاً للشروط المحددة في العقد الذي يربطه بالدائن. وأن مدى إحترام هذا الإلتزام يكون له تأثير كبير على حقوق حملة الأوراق المالية أو الحصص المصدرة في عملية التوريق، إذ لا يمكن أن يكون هناك توريق إذا لم تكن هناك حقوق دائنية، ولهذا يعتبر المدين طرفاً في عملية التوريق¹. ولكن المدين لا تهمه عملية التوريق، إذ لا يؤثر توريق دينه على مركزه كمدين، فلا يزيد من إلتزاماته ولا ينقص من حقوقه، وكل ما يهمه في هذه العملية هو أن يعلم بحالة الحقوق التي هو مدين بها من المؤسسة المالية المبادرة إلى منشأة التوريق حتى يسدد المبالغ المطلوبة للدائن، وإلا فإنه سيعرض نفسه إذا أساء السداد أن يوفي مرتين. فإذا لم يتم إعلانه بحالة الحق الحاصلة فلا يمكن الإحتجاج بها في مواجهته.

الفرع الثاني: محصل الديون:

محصل الديون (L'entité de Recouvrement des créances) هي منشأة تكلف بتحصيل الحقوق لفائدة هيئة التوريق، وتسمى في النظام الأنجلو أمريكي بالخدماني (Servicer)، وتعرفه المادة 1101(j) من (Regulation AB) بأنه كل شخص مكلف بإدارة وتجميع مجموعة الحقوق وإجراء التوزيعات على حملة الأوراق المسندة بأصول². وفي الولايات المتحدة الأمريكية فإن هذا الدور يمكن أن يقوم به المنشئ نفسه (Originateur) أو أي شخص آخر تسند له هذه المهمة، وكما يدل عليه إسمه فهو مكلف بتجميع المبالغ المستحقة على الأوراق المالية المسندة لفائدة المستفيدين (المستثمرين)³.

¹ - Sénami Cécile-cloude , et al : op.cit, p. 41.

² - فواز كريم: مرجع سابق، ص. 18.

³ - Sénami cécile-cloude, et al : op.cit, p. 43.

وفي فرنسا يطلق عليه تسمية المحصل (Le Recouvreur) فالقانون ينص أنه عندما تتم حوالة الحقوق إلى هيئة التوريق فإن مهمة تحصيل هذه الحقوق تبقى على عاتق المؤسسة المحيلة، ولكن يمكن أن يعهد بهذا التحصيل إلى أية منشأة أخرى تكلف بهذا التحصيل، وهو ما يحصل قبل حوالة تلك الحقوق، وذلك ضمن الشروط المحددة في إتفاق يبرم مع شركة التسيير، وهو ما تنص عليه المادة (L.172-214) من القانون النقدي والمالي الفرنسي. وهذا النص يسمح بالتوافق الأحسن من الناحية الواقعية مع بعض مجموعات الشركات التي تكون لها فروع متخصصة في فوترة وتحصيل الأموال والخدمات التي تؤديها الشركات التابعة للتجمع صاحب الحقوق المحالة. وكذلك فإن الأحكام الجديدة المتعلقة بالتوريق في فرنسا تنص على أنه في حالة نقل مهمة التحصيل فإنه يمكن أن يعهد به إلى كل منشأة معينة لهذا الغرض وليس فقط إلى إحدى مؤسسات الإئتمان. وهذه المنشأة يجب أن تكون لها القدرة على القيام بعمليات تحصيل الحقوق وأن عليها التوافق مع القواعد الآمرة للدولة التي يتم فيها التحصيل. كما يكون من حق المدين إعلامه بنقل مهمة التحصيل ولو عن طريق رسالة عادية¹.

وعمليا فإن المحيل غالبا ما يشترط في حوالة الحقوق أنه أو أحد فروع المتخصصة هو من يبقى مكلفا بتحصيل الحقوق، وأنه لا يمكن حرمانه من هذا الحق إلا في حالة إخلاله بالتزاماته تجاه هيئة التوريق، أو في حالة إمتناعه عن دفع المبالغ المحصلة لهيئة التوريق في الوقت المحدد².

ولقد أثبتت التجربة في مجال التوريق أن المؤسسة المالية المبادرة بالتوريق هي الأقدر على القيام بعملية التحصيل بسبب إستمرارية العلاقات التجارية التي تربطها بمدنيها، ولكن الممارسة العملية بدأت في الإتجاه نحو إسناد مثل هذه العملية إلى فاعلين خارجيين ومحترفين، وهو ما أوجد سوقا حقيقيا لنشاط خدمة التحصيل (servicing). وفي هذا الإطار فإن الهدف من خدمة التحصيل التي يقوم بها الخدماتي هي أن يضمن للمستثمرين قنوات منفصلة للتدفق المالي المتولد من سداد الديون (cash segregation) من أجل جعل تخصيص الذمة المالية حقيقيا. فمهمته هي وضع آلية محاسبية قادرة على أن تضمن بصورة حقيقية ودائمة تخصيص تلك الأصول لفائدة المستفيدين من التوريق. فهذا المحصل ليس فقط مجرد وكيل، ولكنه أيضا يكون مؤتمنا بالنسبة للمبالغ المقبوضة³.

¹- De Kergommeaux Xavier : « organisation de titrisation », op.cit, p. 733.

²- ibid, p. 733.

³- Forti Valerio : op.cit, p. 86.

وشروط تحصيل الحقوق من طرف المحصل في فرنسا مستمدة في بعض جوانبها من النظام المعمول به في المملكة المتحدة، وهو نظام ناتج من الممارسات العملية (*statement of practice*) وضع سنة 1986 بهدف حماية المقترضين. فتحصيل الحقوق المحالة يبقى على عاتق المؤسسة المحيلة ضمن الشروط المحددة في الإتفاق المبرم مع مؤسسة تسيير هيئة التوريق، كما أن المؤسسة المحيلة تحتفظ بحق تحصيل الديون حتى بعد تحويلها للصندوق، ولكن تنفيذ هذه المهمة ليس حرا، لأن المؤسسة المحيلة يجب أن تراعي الشروط المنصوص عليها مسبقا في العقد المبرم بين مؤسسة التسيير والمؤسسة المحيلة، ومن ثمة يمكن إعتبار أن المؤسسة المحيلة في هذه الحالة تعمل كوكيل لمؤسسة التسيير. وبعد إتمام تحصيل المستحقات فإن محصل الديون يحتفظ بهذه المبالغ، ثم يقوم بعد خصم مصاريف التحصيل بتسليمها مباشرة لحاملي الأوراق المالية أو لأمين الترسد دون المرور بهيئة التوريق. والمحصل يتمتع بعدد من الصلاحيات منها الحق في متابعة كل مدين متخلف عن الدفع، وبالمقابل يجب عليه أن يلتزم بعدد من القواعد الموضوعة مسبقا يتوجب عليه الإلتزام بها¹.

ولقد نصت المادة (22) من قانون توريق القروض الرهنية الجزائري تماشيا مع الجاري به العمل في أنظمة التوريق في الدول الأخرى على أنه يمكن لمؤسسة (هيئة) التوريق أن تكلف المؤسسة المتنازلة أو أية مؤسسة أخرى بإسترداد القروض الرهنية التي تم التنازل عنها، وإستخدام رفع اليد وكذا كل المهام الأخرى المتعلقة بالتسيير لحسابها وفقا للشروط المحددة في إتفاقية تسيير القروض المبرمة بين الطرفين وإستردادها، وإن تكليف مؤسسة أخرى بتحصيل الحقوق المورقة راجع إلى مبرر التخصص والخبرة التي تتوفر في هذه المؤسسات.

الفرع الثالث: المؤمنون على مخاطر عدم الدفع:

المؤمنون على مخاطر عدم الدفع (Les Assureurs Monolines) أو المعسز (*Sponsor*) كما يطلق عليه في النظام الأنجلوأمريكي هي مؤسسات مالية متخصصة، في الغالب ما تكون شركات تأمين، ولكن يمكن أيضا أن تكون بنوك إستثمار، تقوم بتقديم دعمها لعملية تعزيز القروض للمتدخلين في السوق المالي، بأن تضمن مخاطر عدم سداد أصل الدين والفوائد المتعلقة بالأوراق المالية المصدرة².

¹ - Sénami Cécile-Cloude, et al : op.cit, p. 43.

² - Beacco jan-michel, et al : op.cit, p. 64.

ويطلق على شركات التأمين الخاصة التي تقوم بالتأمين على مخاطر عدم الدفع في الولايات المتحدة الأمريكية تسمية (PMI) (Private Mortgage Insurance Companies) فهي تقدم تأميناً مشابهاً لما تقوم به الوكالات الحكومية مثل إدارة الإسكان الفدرالي (FHA) (Federal Housing Authority) أو إدارة خدمة المحاربين القدامى (VA) (Veteran Administration) بالنسبة لمن لم تتوفر فيهم شروط (FHA) أو (VA) لتمكينهم من شراء مسكن¹.

إن تقنيات تعزيز القروض (Rehausseurs de Crédit) والتي تسمى أيضاً (Credit Enhancement) تهدف إلى تخفيض مخاطر الائتمان للأوراق المالية المصدرة بمناسبة عملية التوريق. وتعزيز القروض يمثل تقنية مالية تهدف إلى تحسين جودة المدين أو القرض من أجل تغطية الخسائر المحتملة الناتجة عن ظروف غير ملائمة كالإفلاس والعجز، ومخاطر السداد، فالهدف منها هو تسهيل بيع هذه الأوراق للمستثمرين عن طريق إنشاء ضمانات موجهة إلى إمتصاص مخاطر عجز المدينين، وكذلك المخاطر التي يتحملها المسير في إطار تنفيذ إستراتيجيته في التسيير. ويتم هذا التعزيز بطرق مختلفة كالحصول على ضمان تقدمه منشأة أخرى غالباً ما تكون بنكا أو مؤسسة مالية لسداد الدين للدائن، وهو ما تقوم به على سبيل المثال في الجزائر شركة ضمان القرض العقاري (SGCI)، أو عمل تأمين لدى إحدى شركات التأمين.

وبالرجوع إلى القانون الجزائري نجد أن المادة (21) من قانون توريق القروض الرهنية نصت على وجوب أن تكون القروض المتنازل عنها من المؤسسة المتنازلة لفائدة مؤسسة التوريق، في إطار تمويل السكن مؤمناً عليها إذا كانت النسبة بين مبلغ القرض وقيمة السكن، تتجاوز ستين بالمائة (60%) مع الفارق أن من يقوم بهذا التأمين في الجزائر هي مؤسسة تأمين عامة وليست مؤسسة تأمين متخصصة مثلما هو عليه الحال في دول أخرى.

الفرع الرابع: محافظ الحسابات:

يتوجب قانوناً على كل مؤسسة توريق أن تعين محافظ حسابات (Commissaire Aux Aomptes) يتولى تدقيق حسابات هيئة التوريق، ومحافظ الحسابات أو المدقق المالي القانوني هو كل

¹ - Lescop Daniel : « *vie et marché des créances titrisées aux états-unis* », Bulletin Du Crédit National, 3° Trim. 1989.Paris, p. 27.

شخص محترف ومؤهل علميا وعمليا يتمتع باستقلالية تامة يتولى تدقيق وفحص حسابات المؤسسة بهدف إعطاء رأي فني محايد ذو قيمة قانونية عن مدى سلامة وشفافية المركز المالي للمؤسسة. وعلى هذا يوصف محافظ الحسابات بأنه حارس القانون (gardien du droit) في المؤسسة، والشاهد على توافق حسابات المؤسسة للمعايير القانونية¹.

والتدقيق المالي (*Financial Audit*) هو دراسة الكيان المالي للمؤسسة ما بالتحقق من صحة البيانات المالية للمؤسسة وفقا للمعايير المحاسبية المعتمدة بهدف وضع تقرير مالي مصدق ومعتمد يكون فيما بعد مرجعا أساسا ذو مصداقية يمكن أن يعول عليه من جهات مختلفة من أصحاب المصالح مثل المستثمرين والبنوك والهيئات الضريبية، ويساهم هذا التقرير في تحديد التصنيف الائتماني للمؤسسة.

وفي فرنسا فإن طبيعة ومحتوى وظيفة محافظ الحسابات فيما يتعلق بهيئة التوريق منصوص عليها في القانون التجاري الفرنسي، فمحافظ الحسابات يجب أن يكون مدرجا في قائمة تعد من طرف المحافظ الجهوي²، ويعين محافظ الحسابات من أجل ممارسة مهامه من طرف المجلس الإداري أو المسير أو مجلس المديرين (Le Directoire) في شركة التسيير فيما يتعلق بالصندوق المشترك للتوريق وهو ما نصت عليه المادة (L.214-185) من القانون المالي والنقدي الفرنسي، ويعين من طرف مجلس الإدارة عندما يتعلق الأمر بشركة التوريق وهو ما نصت عليه المادة (L.214-179.1) من القانون المالي والنقدي الفرنسي.

وتكون مهمة محافظ الحسابات في التوريق في فرنسا هي التصديق على مدى مطابقة المبادئ المحاسبية المدرجة في نشرة الإصدار الخاضعة لتأشيرة سلطة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) للمبادئ المعتمدة من طرف المجلس الوطني للمحاسبة بالنسبة للمؤسسات التوريق. فبمجرد تكوين هيئة التوريق فإن محافظ الحسابات يعد تقريرا سنويا يصدق على الحسابات المعدة من طرف شركة التسيير، كما يراقب مدى صدقية المعلومات المقدمة له حول هيئة التوريق والمتضمنة في تقرير شركة التسيير أو في الوثائق الأخرى السنوية أو السداسية المقدمة ومدى توافقها مع الحسابات المتعلقة بنشاط تلك السنة، كما يشعر مسيري هيئة التوريق أو شركة التسيير للصندوق المشترك للتوريق وسلطة الأسواق المالية بكل الخروق

¹ - Monéger Joel, Granier Thierry : « *Le commissaire aux comptes* », Dalloz, 1995,Paris, p. 20.

² - Paul Le Cannu et al : op.cit, p. 595.

أو عدم الدقة الذي يمكن أن يكشفه أثناء ممارسة مهمته، كما يكون ملزما بإخطار وكيل الجمهورية بكل الأفعال الجرمية المرتكبة من طرف الوكلاء الآخرين لهيئة التوريق¹.

ولقد أخذ القانون الجزائري أيضا بنظام محافظ الحسابات، والإطار القانوني الذي يحكم مهنة محافظ الحسابات في الجزائر هو القانون رقم 10-01 المؤرخ في 29 يونيو 2010 المتعلق بمهنة الخبير المحاسب ومحافظ الحسابات والمحاسب المعتمد²، وعلى غرار المشرع الفرنسي فقد عرفت المادة (22) من هذا القانون محافظ الحسابات بأنه: (كل شخص يمارس بصفة عادية بإسمه الخاص وتحت مسؤوليته مهمة المصادقة على صحة حسابات الشركات والهيئات وإنتظامها ومطابقتها لأحكام التشريع المعمول به).

ولكن وعلى خلاف القانون الفرنسي فإن المشرع الجزائري لم ينص في قانون توريق القروض الرهنية على أية أحكام خاصة تتعلق بمحافظ الحسابات في مجال التوريق، وهو نقص فادح، نظرا للدور الحيوي الذي يلعبه محافظ الحسابات في تدقيق حسابات مؤسسة (هيئة) التوريق. ومن ثمة فإن ما يطبق على مؤسسة التوريق بشأن محافظ الحسابات هي فقط الأحكام العامة التي تحكم مختلف البنوك والمؤسسات المالية الأخرى التي يخضعها القانون لعمل محافظي الحسابات.

ولما كانت مؤسسة التوريق مؤسسة مالية وبالرجوع إلى المادة (100) من الأمر رقم 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010 المتمم للأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض نجد أنها تنص على أنه يجب على كل بنك أو مؤسسة مالية وعلى كل فرع من فروع بنك أو مؤسسة مالية أجنبية أن يعين بعد رأي اللجنة المصرفية وعلى أساس المقاييس التي تحددها محافظين (2) للحسابات على الأقل، مسجليين في قائمة نقابة الخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات.

الفرع الخامس: هيئة السوق المالي:

هيئة السوق المالي هي السلطة التي تتولى مهمة الضبط بالنسبة للمتدخلين والمنتجات المالية المتداولة في السوق المالي، كما تتولى التنظيم والإشراف والرقابة والتحقق والسلطة التأديبية وحسن إعلام المستثمرين ومرافقتهم، كما تقوم بدور الوساطة بين المتدخلين في السوق المالي.

¹- De Kergommeaux Xavier : « organisation de titrisation », op.cit, p. 732.

²- المنشور في الجريدة الرسمية العدد 42 بتاريخ 2010.07.11.

وتتولى هذه الرقابة في الولايات المتحدة الأمريكية هيئة الأوراق المالية والأسواق الأمريكية (SEC) التي أنشئت سنة 1934. بمقتضى قانون هيئة الأوراق المالية والأسواق لسنة 1934، الذي أعدته الحكومة الأمريكية بالإشتراك مع الإقتصادي الأمريكي المشهور (Benjamin Graham)، فتم عمليات التوريق تتم تحت إشراف ورقابة هيئة الأوراق المالية والأسواق الأمريكية والتي تتولى القيام بدور الضبط للأسواق المالية، كما تتولى مراقبة مؤسسات التصنيف الائتماني والمنتجات المالية المشتقة (ومن بينها التوريق). وقد تعاضم الدور الذي تلعبه هيئة الأوراق المالية والأسواق الأمريكية خاصة بعد الإصلاحات التنظيمية والضبط التي تمت على إثر الأزمة المالية لسنة 2007، والتي كان الإنحراف في إستخدام التوريق أحد أسبابها الرئيسية، وقد كان ذلك من خلال إصدار قانون (Dodd-Frank) لإصلاح وول ستريت وحماية المستهلكين (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) الصادر في 21 سبتمبر 2010.

أما في فرنسا فتتولى هذه المراقبة سلطة الأسواق المالية (Autorité des Marchés Financiers) (AMF) المنشئة بمقتضى القانون 2003-706 المؤرخ في 01 أوت 2003 والتي حلت محل لجنة عمليات البورصة (Commission des opérations de bourse) (COB) التي كانت قد أنشئت بتاريخ 28 سبتمبر 1967 مقتبسة من هيئة الأوراق المالية والأسواق الأمريكية (SEC). وسلطة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) هي هيئة تتمتع بالشخصية المعنوية، والإستقلال المالي، ولكنها لا تعتبر سلطة إدارية مستقلة على غرار ما كان بالنسبة للجنة عمليات البورصة (COB)، وإن كانت سلطة عامة مستقلة¹، تأسست بمقتضى القانون 2003-706 المؤرخ في 01 أوت 2003 بعد إدماج لجنة عمليات البورصة (COB)، ومجلس الأسواق المالية (CMF) ومجلس التأديب للتسيير المالي (CDGF) ويتمثل دورها بصورة أساس في الضبط والمراقبة والإشراف على الأسواق المالية²، وقد عرفتها المادة (L.62161) من القانون النقدي والمالي المعدلة بالقانون 2017-55 المؤرخ في 20 جانفي 2017 بأنها سلطة عمومية مستقلة تعمل على حماية الإدخار المستثمر في الأدوات المالية، وتتولى مهمة الضبط للأسواق المالية³،

¹ - Couret Alain et al : op.cit, p. 198.

² - ibid, p. 198.

³ - « L'Autorité des marchés financiers, autorité publique indépendante, veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers, les unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement et les actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 du présent code donnant lieu à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé et dans tous autres placements offerts au public. Elle veille également à l'information des investisseurs et au bon

وتتولى فيما يتعلق بالتوريق دور الإشراف على شركة تسيير هيئة التوريق و تمنح تأشيرتها على نشرة الإصدار بمناسبة كل عملية إصدار عام للأوراق المالية. كما أن هناك ثلاث سلطات وصاية أخرى هي بنك فرنسا (البنك المركزي الفرنسي) وكذلك اللجنة البنكية (La Commission Bancaire) فيما يتعلق بالإشراف على عمل المؤسسة المؤتمنة لهيئة التوريق بصفتها مؤسسة إئتمان، وأخيرا سلطة الرقابة على مؤسسات التأمين والمؤسسات التعاونية (Mutuelle) (ACAM) عندما يكون الغرض من هيئة التوريق هو تحمل مخاطر التأمين¹.

أما في الجزائر فهذه المهمة تتولى القيام بها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) التي إقتبس المشرع الجزائري أحكامها بصورة كبيرة من لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB)، وقد أنشئت لجنة تنظيم عملية البورصة ومراقبتها بمقتضى المادة (20) من المرسوم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المتممة بالقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003. التي نصت على: (تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي). ومن بين هذه العمليات التي تراقبها لجنة تنظيم عمليات البورصة هي عملية إصدار الأوراق المالية من طرف مؤسسة التوريق. بمقتضى المادة (03) وما بعدها من قانون توريق القروض الرهنية الجزائري.

وعلى الرغم من أن المشرع لم ينص على طبيعة هذه اللجنة، إلا أنه يمكن إعتبارها على غرار لجنة عمليات البورصة الفرنسية السابقة (COB) التي إقتبست منها ذات طابع إداري تخضع منازعاتها للقضاء الإداري.

أما مهمة هذه اللجنة فقد حددتها المادة (30) وما بعدها من القانون رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، والمتممة بالقانون رقم 03-04، مهام هذه اللجنة، وهي: تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر خاصة

fonctionnement des marchés d'instruments financiers, d'unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement et d'actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 du présent code. Elle apporte son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européen et international. »

Legifrance, <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?idArticle=LEGIARTI0000339122> (consulter le 01.08.2017).

¹- De Kergommeaux Xavier : « organisation de titrisation », op.cit, p. 733.

على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلي للإدخار، والعمل على السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها.

كما أضافت المادة (31 فقرة 06) من القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المتممة بالقانون (03-04) على أنه تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم سير سوق القيم المنقولة و بوضع قواعد متعلقة على وجه الخصوص بما يأتي:

- رؤوس الأموال التي يمكن إستثمارها في عمليات البورصة.
- إعتقاد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية المطبقة عليهم.
- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات الواجب الإيفاء بها تجاه زبائنهم.
- الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته المذكورة في المادة 19 مكرر 2.
- القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للسندات.
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات.
- شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات.

وإلى جانب الوظيفة التنظيمية (La Fonction Réglementaire) تتولى اللجنة وظيفة المراقبة (La Surveillance) والرقابة (Le Contrôle)، حيث نصت المادة (35) على أنه تتأكد اللجنة من أن الشركات المقبول تداول قيمها المنقولة في بورصة القيم المنقولة تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها ولاسيما في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة وتشكيلة أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية.

وتعتبر هيئة السوق المالي أحد المتدخلين الذين لا يمكن الإستغناء عنهم في عملية التوريق، بغض النظر عن النظام القانوني الذي تتم فيه هذه العملية، ذلك أن سلطة السوق المالي بإعتبارها سلطة وصاية تلعب دورا أساسا في مراقبة عملية التوريق من أجل تحقيق مصلحة المستثمرين المكتسبين ومصلحة السوق المالي ككل، وضمان عدم الإنحراف بالتوريق عن الأهداف المقررة له، وقد زادت هذه الأهمية بسبب الأزمة المالية التي حصلت سنة 2007، والتي زادت من دور سلطة الأسواق المالية في مراقبة الأسواق والمنتجات المالية ومنها منتجات التوريق.

و إذا كانت سلطة السوق المالي لا تساهم بصورة مباشرة في إنشاء أية هيئة توريق، إلا أن الأحكام القانونية والتنظيمية تمنحها مع ذلك دورا كبيرا وأكيدا في هذه العملية¹.

كما تشترط موافقة سلطة الأسواق المالية على إختيار محافظ الحسابات الذي يتولي التدقيق المالي لحسابات هيئة التوريق والتأكد من الضمانات التي تمكن حاملي السندات من إسترداد قيمة هذه السندات، وتوفير المعلومات الكافية للمستثمرين.

¹- De Kergommeaux Xavier : « organisation de titrisation », op.cit, p. 733.

خلاصة الفصل الأول:

يتطلب وجود التوريق مقومات متعددة لعمله، أساسها وجود الحاجة الإقتصادية له خاصة من أجل إيجاد مصدر للتمويل وإعادة التمويل للبنوك والمؤسسات المالية، خاصة إعادة التمويل العقاري، وكذلك تمكين البنوك والمؤسسات المالية من الإستجابة للقواعد الإحترازية، كما يتطلب التوريق وجود إطار قانوني مناسب، وبيئة مالية متطورة، ووجود سوق مالي متطور، ومؤسسات للتصنيف الإئتماني. كما أن التوريق يتطلب مساهمة أطراف متعددة، منهم متدخلون في أساس، يتمثلون في: المؤسسة المالية المبادرة، ومنشأة التوريق، والمنظم، والمسير، والمؤتمن، ومؤسسة التصنيف الإئتماني، ومتدخلون ثانويين يلعبون دوراً أقل أهمية نسبياً، يتمثلون في المدينين، ومحصل الديون، والمؤمنون على مخاطر عدم الدفع، ومحافظ الحسابات، و سلطة السوق المالي المكلفة بالمراقبة والضبط لعملية التوريق.

الفصل الثاني

منشأة التوريد

يتم التوريق من خلال منشأة تعتبر هي محور عملية التوريق، لأنها تساهم في إنجاز مرحلتي التوريق الأساس، إذ تتلقى الأصول المورقة، ثم تقوم بإصدار الأوراق المالية، ولقد ظهر التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية كتركيب مالي ابتكره العاملون في المجال المالي وهم بصدد البحث عن حل عملي لل صعوبات التي كانت تواجههم في مجال التمويل، وقد ساعدهم في ذلك وجود قوالب مرنة في النظام الأنجلوسكسوني تسمح بإجرائه دون الحاجة إلى وضع قواعد أو مؤسسات خاصة، وأبرز هذه القوالب القانونية كانت هي مؤسسة الترس (Trust)، الذي يقوم بدور المنشأة ذات الغرض الخاص التي يتم من خلالها التوريق، والتي تعتبر المتدخل الأساس فيه، فتنقل إليه الأصول المورقة، ثم يقوم الترس بعد ذلك بإصدار الأوراق المالية، وقد عمل الترس بفضل مزاياه العديدة و مرونة قواعده على إستيعاب بنية وميكانيزم التوريق، وساهم في نجاحه، وإنتقاله بعد ذلك بسرعة وسهولة إلى المملكة المتحدة، حيث نفس القوالب القانونية، ومنشأ الترس تاريخيا، ذلك أن الترس هو مؤسسة خالصة للقانون الإنجليزي، وهكذا أصبح الترس المنشأة النموذجية للقيام بعملية التوريق في الدول الأنجلوسكسونية، وبالمقابل فإن الوضع كان مختلفا في دول القانون المدني ذات الأصول الرومانية والجرمانية، أين تطلب الأمر وضع إطار قانوني خاص تعتبر منشأة التوريق محوره الرئيس، وهو ما قام به المشرع الفرنسي عند وضع القانون المتعلق بالتوريق سنة 1988 الذي أسس هيئة التوريق في القانون الفرنسي المسماة الصندوق المشترك للحقوق (FCC)، حيث إقتبس في قواعدها الكثير من خصائص الترس الأنجلوسكسونية، وأهمها عدم تمتع هذا الصندوق بالشخصية المعنوية، وقد إعتبرت هيئة التوريق الفرنسية أول هيئة وضعت للتوريق في دول القانون المدني ذي الأصول الرومانية والجرمانية، وإعتبرت نموذجا مقابلا لنموذج الترس الأنجلوسكسوني تم بعد ذلك إقتباس هذا النموذج بدوره من دول القوانين المدنية، ومنها الجزائر عند وضع مؤسسة التوريق بالقانون رقم 05/06 المؤرخ في 20 فبراير 2006 المتضمن توريق القروض الرهنية، ولكن هذا القانون إكتفى بالإشارة في المادة (02) إلى أن الهيئة التي تقوم بالتوريق هي مؤسسة مالية، ولكنه لم يتعرض لإنشائها أو تسييرها أو غرضها أو خصائصها أو إنقضائها، وأنه لم تنشأ أية مؤسسة للتوريق في الجزائر بعد صدور قانون توريق القروض الرهنية إستنادا لهذا القانون، وأن المؤسسة التي تولت فعليا القيام ببعض عمليات التوريق المحدودة هي شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) وهي مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة، تخضع في إنشائها وتسييرها وإنقضائها للقواعد العامة التي تحكم شركة المساهمة أساسا في القانون التجاري، أو قانون القرض

والتقص، وعدم وجود أحكام لهذه المؤسسة التي تتولى التوريد في الجزائر يعتبر فراغا كبيرا بالنسبة للإطار القانوني للتوريد يتعين إستدراكه من طرف المشرع لاحقا.

وستتناول في هذا الفصل منشأة التوريد، وسنقسمه إلى مبحثين كالتالي:

المبحث الأول : الترسر كممنشأة للتوريد في النظام الأنجلوسكسوني.

المبحث الثاني : هيئة التوريد في النموذج الفرنسي.

المبحث الأول

الترست كمنشأة للتوريق في النظام الأنجلوسكسوني

لقد نشأ التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية معتمدا بصورة أساس على مؤسسة الترسـت الأنجلوسكسونية، دون الحاجة إلى وضع مؤسسة خاصة بالتوريق، وقد إستطاع العاملون في المجال المالي الإستفادة من مزايا وخصائص الترسـت، من أجل القيام بعمليات التوريق بكل سهولة، ولا يمكن البحث أو فهم عمل تقنية التوريق دون الإحاطة بنظام وعمل منشأة الترسـت، وهو ما سنتناوله في هذا المبحث الذي سنقسمه إلى ثلاثة مطالب كالتالي:

المطلب الأول: مفهوم ونشأة الترسـت.

المطلب الثاني تكوين الترسـت.

المطلب الثالث: الآثار المترتبة على الترسـت.

المطلب الأول

مفهوم ونشأة الترسـت

يتطلب البحث في منشأة الترسـت في التوريق تمهيدا ضروريا نعرض فيه أولا لتعريف الترسـت وتحديد مفهومه، وهو ما يستدعي أن نعرض فيه أيضا إلى نشأته وتطوره، حتى يمكن فهم وتحديد الدور الذي يقوم به في مجال التوريق.

الفرع الأول: تعريف الترسـت:

الترسـت مؤسسة قانونية إنجليزية خالصة¹، والترسـت كلمة إنجليزية تعني لغة الثقة، أما إصطلاحا فلا يوجد هناك تعريف عالمي موحد للترسـت، ولكن ذلك لا يطرح إشكالا كبيرا في النظر—ام

¹ - Béraudo jean-paul : « *les trusts anglo-saxons et le droit français* » , L.G.D.J, 1992, Paris, p. 2.

الإقتصادي*، وهو ما تصدى له على سبيل المثال المشرع الأمريكي عن طريق العديد من القوانين ابتداء من نهاية القرن التاسع عشر كان أشهرها قانون مكافحة الترس (Sherman Antitrust Act 1890).

الفرع الثاني: نشأة الترس:

تعود الأصول التاريخية لفكرة الترس إلى القرن التاسع الميلادي في إنجلترا حيث كان يسمى (use) والذي بواسطته كان يتم نقل أموال إلى أشخاص ثقة يستخدمونها لفائدة الكنيسة والأديرة، ثم إستخدم بعد ذلك في القرن الثالث عشر من طرف فرسان الحملات الصليبية، الذين كانوا يعهدون بأراضيهم إلى أشخاص ثقة يسيروها طوال فترة غيابهم لفائدة عائلاتهم، ثم يقوم هؤلاء الفرسان بإسترجاعها عند عودتهم. وبعد منع نظام (use) في إنجلترا سنة 1536 حل محله نظام الترس الذي سمح بالإلتفاف على هذا المنع، وقد كانت الفضائل الأخلاقية للأمين (Trustees) أكبر ضمانا للمستفيدين من هذه الأموال¹. ولكن القانون المدني الفرنسي لم يأخذ بفكرة الترس إلا بصدور القانون 2007-211 بتاريخ 19 فيفري 2007 المتمم للقانون المدني المتعلق بالعهد (Le Fiducie)، وهي تقنية مستلهمة بدرجة كبيرة من الترس الإنجليزي، حيث عرفته المادة 2011 مدني فرنسي بأنه: (العملية التي بواسطتها يقوم مؤسس أو عدة مؤسسين بنقل أموال، أو حقوق أو تأمينات أو مجموعة أموال، أو حقوق أو تأمينات حاضرة أو مستقبلية إلى أمين أو عدة أمناء، يحتفظون بها مستقلة عن ذمتهم المالية الخاصة للعمل في إطار هدف محدد لفائدة مستفيد أو عدة مستفيدين).³

وفكرة الترس لا توجد في كل الأنظمة القانونية، إذ لم يعرفها النظام اللاتيني والجرماني، ولكنها تعتبر من البعض فكرة أصيلة في الفقه الإسلامي، حيث يطلق عليها تسمية الوقف أو الحبس كما يسميه فقهاء المالكية في بلاد المغرب العربي، وأن بعض الدراسات الحديثة حاولت إثبات إقتباس

* الترس في المجال الإقتصادي (trust): هو إنضمام عدة مؤسسات أو إندماجها في مؤسسة تحت إدارة واحدة بحيث تذوب شخصية كل منها. والهدف الرئيس من مثل هذا التنظيم هو السيطرة على فرع معين من فروع النشاط الإقتصادي وخاصة في مجالات الصناعة والتجارة والخدمات. نجار إبراهيم ومن معه: « القاموس القانوني »، مكتبة لبنان، لبنان، 1983، ص. 282.

¹- Legrand ophélie : « *Le trust et la fondation privée sous l'angle du droit intrernational privé* », mémoire de master, Université catholique de louvain, (Belgique), p. 5. <https://dial.uclouvain.be/memoire/ucl/object/thesis:3324/datastreams> , (consulter le 02.10.2016).

²- code civil français, <https://www.legifrance.gouv.fr/>, (consulter le 02.03.2017).

³- Couret Alain et al : op.cit, p. 17.

فكرة الترسـت الإنـجليزية الأصل من فكرة الوقف في الفقه الإسلامي* . وإلى جانب المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية فإن مؤسسة الترسـت إنتشرت بعد ذلك لتدخل في قوانين دول أخرى مثل إسكتلندا وليشـنشتين وجنوب إفريقيا وإثيوبيا واليابان وروسيا والليكسمبورغ وإقليم الكيبك والصين والأرغواي وغيرها¹.

الفرع الثالث: تطور الترسـت:

لقد كان الغرض من الترسـت عند ظهوره هو تحقيق أهداف لم تكن ذات أهمية كبيرة، ولكنه تطور بعد ذلك بحيث أصبح يستخدم في مجالات عديدة منها: تسيير و نقل الأموال الشخصية أو العائلية، أو تخصيص جزء من الذمة المالية لنشاطات خيرية (charitable trusts)، أو إنشاء نظام تقاعد خاص، أو تحسين الأجرور (trust salarial) أو حماية الأموال الخاصة في مواجهة الدائنين عن طريق تحويل أموال شخصية إلى ترسـت². كما توسع إستخدام الترسـت في الوقت الحالي من أجل تحقيق أغراض مختلفة منها:

1— اللجوء إلى الترسـت كأداة لتأمين عمليات التمويل: وفي هذا المجال فالترسـت يمكن أن ينشأ من طرف مصدر السندات لفائدة المكتتبين عند إصدار السندات. فالمصدر ينقل إذن إلى أمين الترسـت ملكية الأموال أو التأمينات التي تضمن الإقتراض، فأمين الترسـت يتولى مهمة حماية الأصول المرصودة لتسديد حقوق المكتتبين عند الإستحقاق.

2 — إستخدام الترسـت في عمليات التمويل التي تقوم بها البنوك أو المؤسسات الصناعية كمنشأة ذات غرض خاص مصدرة للسندات في السوق.

* يعتبر بعض الباحثين العرب أنه يوجد شبه كبير بين فكرة الترسـت في النظام الأنجلوسكسوني وفكرة الوقف في الشريعة الإسلامية ويرون أن وجه الشبه بين الترسـت والوقف هو في نقل الملكية للمال الموقوف أو موضوع الترسـت إلى شخص آخر يتصرف فيه لمصلحة المستفيدين الذين يكونون أفرادا أو جهة من جهات الخير كـمستشفى أو مدرسة أو مسجد، فالوقف يكون بحسب المال على ذمة الله. فينقل الملكية من الواقف إلى حكم الله وبالتالي يصبح المال غير قابل للتصرف فيه إلا طبقا لشروط الواقف، وفي الترسـت إذا إنتقلت الملكية إلى دير أو كنيسة كمؤسسة يكون إستثمار هذا المال وتصريف غلته وإدارته طبقا لنص سند الترسـت. عطا الله برهام محمد: « النظريات القانونية المقتبسة من الفقه الإسلامي في النظام الأنجلوأمريكي »،

[www.siironline.org/alabwab/maqalat&mohaderat\(12\)/1492.htm](http://www.siironline.org/alabwab/maqalat&mohaderat(12)/1492.htm) (أطلع عليه يوم 2016.09.19).

¹- Gutmann Daniel : « Trust », Ingénierie Financière Fiscale et Juridique, Dalloz Action, 3^e éd 2015, p. 1040.

²- ibid, p. 1040.

3 — إنشاء الترس كدعامة لعمليات التخلص من الديون (defaisance)، حيث تقوم مؤسسة مالية في هذه الحالة بتحويل بعض من عناصر الأصول التي تملكها إلى ترست وترصد هذه الأصول المنقولة لخدمة الدين وتقوم مقام المؤسسة في هذه العملية، فالأصول المحولة إضافة إلى ما تدره من عوائد (عادة ما تكون أصول ذات ربحية ومخاطر متدنية أو معدومة كما هو الحال بالنسبة للسندات الحكومية) تضمن إلتزامات المؤسسة كما أنها تساهم في مسح تلك الديون من ميزانيتها¹.

وهكذا تطور الترس بحيث أصبح يستخدم من أجل تحقيق أهداف أكثر تجارية ومالية، ومن هنا أصبحت تسمية ترست الغرض الخاص (purpose trust) تطلق على تلك الصناديق التي تنشأ من أجل أهداف محددة بدقة وليس من أجل المصالح العامة للمستفيدين²، مثل المنشأة في مجال الإستثمار، حيث يقوم أمين الترس بتسيير أموال الترس لفائدة المستثمرين عندما تكون أموال الترس مشكلة من قيم منقولة، فالأمر يتعلق بميثاق الإستثمار الجماعي في القيم المنقولة، فالمستثمرون يصبحون مستفيدين من الترس بشرائهم حصص تعطيهم الحق في حصة مشاركة (quote-part) من الملكية الإنصافية للقيم المنقولة المحفوظة في الترس، ومن بين المجالات التي إستخدم فيها هذا الترس هو عمليات التوريق عندما تكون أموال الترس متكونة من قيم قابلة للتداول³.

كما أن الترس يمكن أن يستخدم أيضا من أجل أن ينقل لأمين الترس الفائدة من تأمين عيني والتي سوف تستخدم لفائدة دائني المنشئ كضمان من أجل ديون محددة في السند المنشئ للترست (trust for the benefit of creditors). فهذه التقنية شائعة الإستخدام في إطار الإصدار السندي. كما أن بعض عمليات التوريق تستعمل الترس من أجل أن تنقل للمستثمرين الملكية الإنصافية، في حين أن بعض عمليات التوريق الأخرى تستخدم الترس من أجل أن تنشأ لفائدة المستثمرين تأميننا عينيا على الحقوق المعنية⁴.

والترست في مجال التوريق ينشأ من أجل غرض خاص محدد، ويكون هذا الغرض غير قابل للعدول عنه، ومن أهم أمثلته هي مؤسسة الغرض الخاص المستخدمة في عملية التورق

¹- Gutmann Daniel : op.cit, p.1040.

²- Barneto Pascal et al : op.cit, p. 56.

³- Ferry Claude : « *trust et titrisation aux états-unis: aspects juridiques* », Revue de Droit Bancaire, et de la Bourse, n° 40, novembre/décembre 1993, p. 243.

⁴- ibid, p. 243.

(*Special Purpose Vehicle*) (SPV)، وهي منشأة توجد من أجل غرض محدد ومؤقت من طرف المنظم في عملية التوريق، ولا يكون لها أي هدف آخر سوى إنجاز العملية التي وجدت من أجلها¹.

ويوجد في النظام الأنجلوأمريكي عدة نماذج مختلفة لبنية منشأة التوريق التي تكون في شكل ترست، وذلك حسب نوع الأصل الأساس (*Sous-jaceents*) المورق، من هذه البنيات النموذجية:

1 — نموذج بنية الإستثمار في مجال الرهن العقاري (*real estate mortgage investment conduit*) (REMIC): وهي بنية تسمح بتوريق قروض الرهن العقاري.

2 — نموذج شركة إستثمارية منظمة (*regulated investment company*) (RIC): وهي بنية تسمح بحيازة محافظ وأوراق مالية ومن ثمة فهي مستخدمة من طرف صناديق تعاونية.

3 — نموذج صندوق الإستثمار في توريق الأصول المالية (*financial asset securitization investment trust*) (FASIT): وهي بنية تسمح بتوريق أصول قصيرة الأجل مثل ديون ببطاقات الإئتمان، وقروض السيارات... إلخ.

4 — ترست الإستثمار العقاري (*real estate investment trust*) (REIT): وهو بنية ذات غرض خاص (*ad hoc*) تسمح بتوريق أصول عقارية².

المطلب الثاني

تكوين الترسـت

لمعرفة دور الترسـت في التوريق يجب قبل ذلك التعرض إلى الأطراف المشاركة في تكوينه و سنقوم بتقسيم هذا المطلب إلى ثلاثة فروع كالتالي:

الفرع الأول: أطراف الترسـت.

الفرع الثاني: شروط الترسـت

الفرع الثالث: خصائصه ومميزات الترسـت.

¹ - Barneto Pascal et al : op.cit, p. 53.

² - ibid, pp. 54-55.

الفرع الأول: أطراف الترسـت:

لقد تكون الترسـت خلال مدة طويلة من التطور التاريخي، ومن خلال التأمل في هذا التكوين التدريجي للترسـت يمكن فهم الخصائص الأساس للترسـت، أخذنا بعين الإعتبار خصوصية القانون الإنجليزي الذي يتميز ببنيته المزدوجة المتكونة من قواعد الشريعة العامة (*common law*) و قواعد الإنصاف (*equity*) وكلاهما كانا يعيدان عن تأثير القانون الروماني¹. وكذلك فإن خصوصية فكرة الملكية في النظام الانجلوسكسوني و إختلافها عن فكرة الملكية في أنظمة القانون المدني ذات الأصل الروماني كان لها أثر على تكون فكرة الترسـت حيث تتم التفرقة بين الملكية القانونية لمال معين والتي تعود لأمين الترسـت و ملكية المستفيد من المنفعة أو ملكية المنفعة (propriété bénéficiaire) أو (*beneficial ownership*) لنفس هذا المال الذي تعود المنفعة منه للمستفيد. وعلى ذلك يمكن القول أن الأطراف المتدخلين الأساس في تكوين الترسـت هم المنشئ (*settlor*) و أمين الترسـت (*trustee*) و المستفيد (*beneficial*)². و سنتناول فيما يلي كل واحد من هؤلاء المتدخلين في فرع مستقل.

أولاً: المنشئ:

المنشئ (*settlor*) (*le constituant*) هو الشخص الذي بإرادته يتم إنشاء الترسـت، والتصرف المنشئ للترسـت هو تصرف إنفرادي يتم بالإرادة المفردة للمنشئ، ويطلق على هذا التصرف في القانون الإنجليزي مصطلح (*Trust deed*) ويتضمن نقل أموال إلى شخص يسمى أمين الترسـت (*trustee*)³، والمنشئ يمكن أن يبرم إتفاقاً مسبقاً بخصوص إنشاء الترسـت مع أحد الدائنين، ولكن التصرف المنشئ للترسـت يكون دائماً عن طريق تصرف إنفرادي⁴، والمنشئ هو المالك الأول والأساس للأصول المراد توريقها⁵، ويجب أن يكون المنشئ قادراً على القيام بهذا التصرف من الناحية القانونية، بأن تتوفر فيه الأهلية اللازمة، وأن تكون إرادته خالية من العيوب، وأن يكون محل التصرف مشروعاً.

¹- Barrière François : « *la réception du trust au travers de la fiducie* », Litec , 2004, p.57.

²- Scholefield Christopher : « *le trust anglo-américain* », Revue de Droit Bancaire, n°56, juillet/aout 1996, p.132.

³- Béraudo jean-paul : op.cit, p. 67.

⁴- ibid, p. 68.

⁵- فواز كريم: مرجع سابق، ص.15.

إن نقل الأموال إلى الترسـت هو التصرف الأساس الذي يجب أن يقوم به المنشئ من أجل جعل إرادته نافذة. وإذا أعلن نفسه في نفس الوقت أميناً للترسـت فإنه يجب أن يعمل على نقل هذه الأموال لنفسه بصفته الأخرى. ونقل هذه الأموال لا يشترط فيه كقاعدة عامة شكلية معينة، ومن ثمة يجوز إثباته بكافة طرق الإثبات، ولكن عندما تكون الأموال المنقولة حقوقاً شخصية أو حقوقاً عينية فإنه يشترط أن يكون التصرف المتضمن نقلها إلى الترسـت مكتوباً، وهو ما ينص عليه القانون الإنجليزي في القسم 53 (1) (b) من قانون الملكية (Law of Property Act 1925)¹ لسنة 1925. وذلك حماية للمنشئ من تصرفاته المتهورة والمتسـرعة، وكذلك من أجل تعيين هذه الأموال لأمين الترسـت تعييناً دقيقاً حتى يعرف في مواجهة من سيكون ملتزماً. ولكن ليس من الضروري أن يعلن تصرف إنشاء الترسـت إلى المستفيدين منه². وفي التوريق فإن هذا المنشئ هو المؤسسة المالية المبادرة بالتوريق والتي غالباً ما تكون بنكاً، يقوم بحالة الأصول المورقة للترسـت.

ثانياً: المستفيد:

المستفيد (*beneficial*) في الترسـت هو من ينتفع بالملكية الإنصافية للأموال المحولة للترسـت، وهو في حالة التوريق هم المستثمرون الذي يشترون الأوراق المالية المصدرة فيما بعد. فتكون لهم الملكية الإنصافية، ويستطيعون في الوقت المناسب مطالبة أمين الترسـت بنقل هذه الأموال ومداخيلها اليهم³، ويكون للمستفيدين من الترسـت:

1 — الحق في إلزام أمين الترسـت بتنفيذ إلتزاماته وفقاً للتصرف المنشئ للترسـت.

2 — الحق في تتبع أموال الترسـت⁴.

3 — الحق في إقامة الدعاوى المباشرة من أجل حماية حقوقهم أساساً في مواجهة أمين الترسـت أو في مواجهة الغير في حالة إلحاق هذا الغير ضرراً بهم، أو في حالة تقاعس أمين الترسـت، عن القيام بالدعاوى اللازمة من أجل الحفاظ على أموال الترسـت⁵.

¹ - Law of Property Act 1925, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/Geo5/15-16/20/contents>, (consulter le 02.06.2016).

¹ - Sénami Cécile-cloude , et al : p. 38.

² - Béraudo jean-paul : op.cit, p. 70.

³ - ibid, p. 75.

⁴ - ibid, p. 79.

⁵ - ibid, pp. 81-82.

وعلى خلاف دائني المنشئ الذين لا يمكنهم الحجز على أموال الترتست فإن لدائني المستفيد أن يحجزوا على أموال المستفيد من الترتست، وتدخل هذه الأموال المحجوزة في تفليسة المستفيد¹.

ثالثا: أمين الترتست:

يعتبر أمين الترتست (*trustee*) العمود الفقري للترتست وبدونه لا يمكن لمؤسسة الترتست أن تعمل، فأمين الترتست هو المالك القانوني لأموال الترتست، أما المستفيدون منه فليسوا محميين سوى بملكية إنصافية، وهذا في نظر قانون الملكية في القوانين المدنية يقترن أكثر بالحقوق الشخصية أكثر من الحقوق العينية. فالمستفيد لا يمكنه أن يبيع أحد أملاك الترتست، فأمين الترتست فقط هو من يمكنه القيام بذلك. أما بالنسبة للمنشئ فإنه يفقد ملكية الأموال التي نقلت لأمين الترتست².

وفي هذه العملية فإن أمين الترتست لا يظهر كمجرد مسير (*Administrateur*) لهذه الأموال المكونة في شكل ترست، بل بكونه المالك القانوني (*legal ownership*) لهذه الأموال بمقتضى سند ملكية حقيقي (*legal title*). وبهذه الصفة فإنه يكون له الحرية في التسيير، ولا يكون ملزما بتقديم حساب عن هذا التسيير، لا إلى المنشئين للترتست ولا إلى المستفيدين منه، الذين تكون لهم الملكية الإنصافية (*equitable ownership*)، إذ ليس عليه إلتزام قانوني تجاههم بخصوص هذه المسألة. ولكن بالمقابل ولكونه ملزما باحترام الشروط الموضوعية من طرف نظام الترتست، فهذا يلقي عليه إلتزاما معنويا في وجوب أن يكون كل ما يقوم به في فائدة المستفيدين من الترتست (*beneficial interest*)³.

ولا يعد أمين الترتست وكيلا لمنشئ الترتست أو المستفيد منه، أو ممثلا لأيهما في إدارة مال الترتست أو إستعماله أو التصرف فيه، بل يعد مالكا قانونيا (*Legal owner*) لهذا المال بمقتضى القانون العادي، ويظهر كمالك وحيد لهذا المال⁴. فالأمين يمسك ويتملك الأصول المحالة، وتصدر الأوراق المالية بإسمه⁵.

¹ - Goré Marie : « *Les créanciers et le trust : l'exemple américain* », mélanges offerts à Jean-Luc Aubert, DALLOZ, Paris, 2005, p. 138.

² - Béraudo Jean-Paul : op.cit, p. 87.

³ - Paul Le Cannu et al : op.cit, p. 472.

⁴ - فضلي هشام: مرجع السابق، ص.32.

⁵ - فواز كريم: مرجع سابق، ص.16.

وأمين الترسـت من الممكن أن يكون هو نفسه منشئ الترسـت، سواء بأن ينقل لنفسه بصفته أمين الترسـت الأموال المعنية، أو أن يقوم بإعلان إنفرادي بترسـت لفائدة أحد أو عدة مستفيدين، كما أن أمين الترسـت لا يمكن أن يكون هو المستفيد الوحيد من الترسـت، ولكنه يمكن أن يكون مستفيدا منه إلى جانب أشخاص آخرين¹.

والترسـت يمكن أن يكون شخصا طبيعيا أو معنويا كبنك من البنوك، ولكن عمليا في التوريق فإنه لا يمكن أن يكون إلا مؤسسة مالية وغالبا ما تكون بنك إستثمار، وذلك بسبب طبيعة التوريق المعقدة وتطلب وجود أصول مالية كبيرة لدى المنشئ مما لا يتوفر غالبا للأفراد.

وتعيين أمين الترسـت هو التصرف الأول الذي بواسطته يوجد الترسـت بالنسبة للغير²، وهذا التعيين يمكن أن يكون من طرف المنشئ وهو الغالب، كما يمكن أن يكون من طرف أي شخص يعينه السند المنشئ للترسـت³.

وأمين الترسـت المعين ليس ملزما بقبول الترسـت⁴، تطبيقا لمبدأ سلطان الإرادة فالترسـت ليس عقدا بين المنشئ وأمين الترسـت، ولذلك فإن المنشئ يتعين عليه ألا يقوم بتعيين أمين ترسـت يمكن أن يرفض تأدية هذه المهمة المحددة في التصرف المنشئ، وإذا كان في الغالب أن أمين الترسـت يقبل القيام بالمهمة التي عين لأجلها، إلا أنه في بعض الأحيان يمكن له أن يرفض القيام بها، وهذا القبول يمكن أن يكون صريحا، أو ضمنيا، ولكن عند قبوله أداء هذه المهمة فلا يمكنه أن يتخلى عنها، ولكن يمكن أن يعفى من مهمته. وبمجرد تعيينه فإن أمين الترسـت يجب أن يتسلم الأموال التي يقوم عليها الترسـت، فإذا لم يتم نقل هذه الأموال إلى أمين الترسـت فإن الترسـت يكون باطلا⁵.

ويمكن أن يستبدل أمين الترسـت في حالة إنسحابه الإختياري، وهنا يجب تعيين أمين ترسـت جديد من الجهة التي يحددها السند المنشئ للترسـت أو القانون⁶.

¹- Ferry Claude : op.cit , p. 243.

²- Béraudo jean-paul : op.cit, p. 89.

³- ibid, p.90.

⁴- Wortley Ben Atkinson : « *Le trust et ses application modernes en droit anglais* », Revue Internationale de Droit Comparé, vol.14, n°4, octobre-décembre 1962, p. 699.
http://www.persee.fr/doc/ridc_0035-3337_1962_num_14_4_13473 (consulter le 02.03.2017).

⁵- Béraudo jean-paul : op.cit, p 93.

⁶- ibid, pp. 98-100.

الفرع الثاني: شروط الترس:

إن وجود الترس يستند على أساس هو الثقة التي يمنحها أحد الأشخاص ويقبلها شخص آخر¹، و حتى ينشأ الترس يتوجب توفر مجموعة من الشروط هي:

الشرط الأول: وجود الإرادة الباتة في إنشاء الترس:

إن الشرط الأول في إنشاء الترس هو صدور تعبير حقيقي و صريح و بات عن إرادة المنشئ في إنشاء الترس، فإنشاء الترس هو تصرف يتم بالإرادة المنفردة للمنشئ، و مبدئيا فإن التعبير عن الإرادة في هذا التصرف الإنفرادي لا يشترط فيه المشرعون شكلا معينا، و من ثمة فإنه يمكن أن يحصل شفاهة، ولكن الواقع العملي في التوريق يجعل هذا التصرف يتم في شكل مكتوب، و ذلك لحاجات الإثبات، و يجب أن يتم التعبير عن هذه الإرادة بصورة واضحة تضع إلتزامات إئتمانية (Fuduciaires) على عاتق أمين الترس². و أن غياب الإرادة الكافية و الباتة من أجل إنشاء الترس ينتج عنها إعادة تكييف التصرف بصورة أخرى إلى مجرد قرض أو وديعة أو وكالة³. و من أجل إنشاء ترس فإنه لا يكفي منح شخص أموالا، بل يجب أن يكون هذا المنح مقترنا بإرادة المانح الواضحة في إنشاء ترس و تخصيص العائد منه لشخص أو أشخاص معينين، و إلا أعتبر ذلك المنح مجرد تبرع⁴.

وكقاعدة عامة فإن المنشئ هو الذي يعبر عن تصرف يسمى التصرف المنشئ للترس (trust deed) أو (deed of settlement) يتضمن الشروط التي من خلالها يتم وضع هذه الأموال لدى أمين الترس. فإذا لم يعين في التصرف المنشئ للترس من سيكون أمينا لهذا الترس، أو رفض من عين أمينا للترس القيام بهذه المهمة فإن ذلك لا يؤثر على صحة الترس، و في هذه الحالة فإن المنشئ نفسه هو من يتولى هذه المهمة إلى غاية تعيين هذا الأمين سواء من طرف المنشئ أو من طرف المحكمة⁵.

¹- Wortley Ben Atkinson : op.cit, p.702.

²- Visher Bernard, Wynne Julie : op.cit, p.2.

www.froiep.com/upload/prj/.../FicheJuridiquesuisse-Notiondetrustendroitsuisse.pdf, (oosulter le 18.11.2016).

³- Barrière François : op.cit, p. 365.

⁴- Wortley Ben Atkinson : op.cit, p. 700.

⁵- Barrière François : op.cit, p. 366.

وهذا التصرف المنشئ للترست — وعلى خلاف التعبير عن الإرادة المنفردة بإنشاء الترس — يحصل في شكل مكتوب ويتم توقيعه من طرف كل من المنشئ وأمين الترس¹. وهذا التصرف يجب أن يتضمن على الخصوص:

- تحديد رأسماله، ومداحيله.
- تحديد سلطات أمين الترس في التسيير.
- تحديد العائد المقرر لأمين الترس.
- تحديد الأحكام المتعلقة بتغيير أمين الترس.
- تحديد ضمانات أمين الترس في مقابل مسؤوليته الناتجة عن ممارسة وظيفته.
- تحديد النصائح بخصوص المعلومات الضرورية الواجبة إعلام المستفيدين بها.
- أن يتضمن السند المنشئ ملحقات تعين بالتفصيل الأملاك الأولية للترست، والمستفيدين منه².

والترست لا يجب أن ينشأ مخالفا للقواعد الآمرة والنظام العام وإلا كان باطلا، كأن يكون الهدف منه هو الغش الذي يستهدف به المدين جعل بعض أمواله بعيدة عن التنفيذ عليها من طرف دائنيه، وفي هذا فإن القضاء الإنجليزي تكون له السلطة التقديرية في إعتبار هذا التصرف منطويا على الغش ومن ثمة الحكم بإبطاله، أو إذا ما حصل إنشاء هذا الترس سابقا على إفتتاح إجراءات الإفلاس³.

الشرط الثاني: محل الترس:

إن الترس لا يمكن أن ينشأ إلا متعلقا بأموال معينة أو قابلة للتعيين، والترست يمكن أن ينشأ بخصوص جميع أنواع الأموال، سواء كانت منقولات أو عقارات أو حقوق ملكية فكرية والديون الحالة أو المستقبلية، مشروطة أو متنازع فيها، أو متوقعة، وهذه الأموال يجب أن تعين بصورة كافية، أو أن تكون قابلة للتعيين تعيينا دقيقا بصورة تسمح بتمييزها وتحديدتها بصورة لا لبس فيها وإلا كان الترس باطلا⁴. وأن أمين الترس يجب أن يعلم بأموال الترس بدقة من أجل إتخاذ الإجراءات اللازمة

¹ - Scholefield Christopher : op.cit, p. 133.

² - ibid, p.135.

³ - Barrière François : op.cit, pp. 368-370.

⁴ - Vischer Bernard, Wynne Julie : op.cit, p. 3.

لإدارة هذه الأموال¹. وفي التوريق فإن هذه الأموال تتمثل في تلك الأصول المالية المختلفة الحاضرة أو المستقبلية التي تملكها المؤسسة المالية المبادرة بالتوريق، والتي يكون الغرض من تحويلها إلى الترسـت هو توريقها، بإصدار مقابلها أوراقا مالية تطرح في السوق المالي.

الشرط الثالث: المستفيدين من الترسـت:

إن المستفيدين من الترسـت يجب أيضا أن يعينوا بصورة دقيقة، أو يكونون قابلين للتعين بصورة مؤكدة، وإلا كان الترسـت باطلا. فوجود الترسـت يتحقق بوجود أشخاص لهم الحق في المطالبة بتنفيذ الترسـت ومطالبة أمين الترسـت بتقديم الحساب عنه². أي أن توجد على الأقل وقت إنشاء الترسـت مصلحة لهؤلاء المستفيدين³.

الشرط الرابع: القبول:

إن نشوء الترسـت بالإرادة المنفردة للمنشئ لا يجعله متوقفا على قبول أمين الترسـت أو المستفيدين منه، وبالمقابل فإن الترسـت لا يكون نافذا إلا عندما يقبل أمين الترسـت القيام بوظيفته فيه، وهذا القبول يمكن أن يكون صريحا أو ضمنيا، وغالبا ما يتم ذلك في التوريق عن طريق توقيع أمين الترسـت للسند المنشئ للترسـت، أو أن يكون عن طريق تعبير صريح بالقبول⁴.

الفرع الثالث: خصائص الترسـت:

إن الترسـت هو مؤسسة خاصة بالقانون الأنجلو سكسوني، ومن أجل فهم خصوصية هذه المؤسسة فإنه من الضروري التعرض إلى خصوصية قانون الملكية في دول الشريعة العامة (*common law*)، هذا القانون الذي يمكن أن تتجزأ فيه الملكية إلى ملكية قانونية و ملكية إنصافية (أو ملكية الفائدة أو المنفعة)⁵. أما حق الملكية حسب أنظمة القانون المدني ذات الأصول اللاتينية فيتجزأ إلى حق الإستعمال والإستغلال والتصرف، وعندما تتجمع هذه الحقوق أو السلطات في يد شخص واحد عندها

¹- Scholefield christopher : op.cit, p. 134.

² Vischer Bernard, Wynne Julie : op.cit, p. 4.

³- Wortley B.A : op.cit, p.700.

⁴ Vischer Bernard, Wynne Julie : op.cit, p. 5.

⁵- Ferry Claude : op.cit, p. 243.

تكون الملكية كاملة، ولكن قد يثبت الإستعمال أو الإستغلال لشخص ويبقى التصرف لمالك الرقبة، أما في النظام الأنجلو سكسوني فإن الملكية تنقسم إلى:

— ملكية قانونية (*legal ownership*) (propriété juridique): يكون لصاحبها إدارة المال والتصرف فيه بكل حرية، وتسمى بالملكية التامة (*perfect titele*).

— ملكية إنصافية (*équitable ownership*) أو (propriété économique): ويكون لصاحبها السلطة الحصرية في الإنتفاع.

وتعريف الترتست يوحي بتجزئة حق الملكية، وهي التجزئة التي لا يمكن أن يعبر عنها بأقسام الملكية المعروفة في القانون الفرنسي حيث يتجزأ حق الملكية فيه إلى ثلاث سلطات:

- 1 — الإستعمال، وهو الحق في إستخدام الشيء وإدارته.
- 2 — الإستغلال، وهو حق الحصول على ثمرات الشيء.
- 3 — التصرف، ويشمل التصرف في الشيء ماديا بإتلافه ماديا أو التصرف فيه وقانونيا بإبرام سائر التصرفات.

والترتست لا يمكن إدراكه من خلال هذه الأقسام لحق الملكية في القانون الفرنسي لأن الأمين في الترتست له الحق في القيام بالإدارة والتصرف بما فيها التنازل عن الأموال المكونة للترتست، رغم أنها لا تدخل في ذمته المالية ولا يكون لدائنيه المطالبة بها، ولكن بالمقابل لا يكون له حق الإستعمال بالمعنى الدقيق، ولا حق إستغلال الشيء، ولا حق التصرف فيه تصرفا ماديا كإتلافه مثلا¹. ومن ثمة فإن الترتست يتلائم جيدا مع عمليات التوريق، فالخيل يعهد بالحقوق المورقة إلى أمين الترتست الذي يديرها ويتصرف فيها لفائدة المستثمرين وخدمهم حسب قواعد الترتست، ويقوم بتمويل الحصول على هذه الحقوق عن طريق إصدار أوراق مالية تطرح للمكتبتين².

ولكن من أجل إدراك العلاقات القانونية التي تنشأ بين الأطراف المختلفة في الترتست فإنه من الضروري الرجوع إلى خصائص هذه العلاقات، وتعدد المادة (2) من إتفاقية لاهاي بتاريخ 01 جويلية 1985 هذه الخصائص على النحو التالي:

¹ - Granier Thierry , Jaffeux Corynne : op.cit, pp. 16-17.

² - Hubert Justin : « *Les nouveaux défis juridiques de la titrisation aux états-unis et en europe* », mémoire de master, université paris 2 panthéon-assas, 2014, France, p. 42.

http://idc.u-paris2.fr/sites/default/files/memoire_justin_hubert.pdf , (consulté le 25.12.2016).

1 – الترسـت ليس عقدا:

الترسـت ينشأ من تصرف إنفرادي للمنشئ (*settlor*) الذي ينقل أموالا إلى الغير تتوفر فيه الأهلية لكي يصبح أمينا للترسـت، وهذا الأمين يستخدم الأموال المستلمة لفائدة المستفيدين، فالترسـت لا ينشأ من توافق إرادتين بين المنشئ وأمين الترسـت أو بين المنشئ والمستفيدين¹. فالعقد ينشأ من توافق إرادة الطرفين، وينشأ عنه حقوق شخصية و إلتزامات، بينما في الترسـت فإنه ينشأ عنه حق عيني يتمثل في حق الملكية الإنصافية لفائدة الغير (المكتبتين)، ومن جهة أخرى ففي العقد فإن المحل ينتقل من الذمة المالية لأحد الأطراف إلى الذمة المالية للطرف الآخر، بينما في الترسـت فإن المال الذي ينقله المنشئ للترسـت لا يدخل ضمن الذمة المالية لأمين الترسـت بل يشكل مجموعة أموال مستقلة، ولكنها فقط تكون مخصصة لفائدة المستفيدين².

2 – الترسـت يكون بإسم الأمين:

إن السند المتعلق بملكية أموال الترسـت يكون بإسم أمين الترسـت أو أي شخص آخر لفائدة أمين الترسـت، و أن السندات المتعلقة بالترسـت تنشأ بإسم الأمين أو بإسم شخص آخر لفائدة هذا الأمين³.

3 – له ذمة مالية مستقلة:

إن أموال الترسـت تتكون من مجموعة مستقلة، تشكل ذمة مالية مستقلة، ولا تدخل ضمن الذمة المالية لأمين الترسـت، وهذه الذمة المالية للترسـت تكون بمعزل عن أية مطالبة من الدائنين الشخصيين لأمين الترسـت، كما أن هذه المجموعة من الأموال تشمل الأصول الأساس والأموال التي يمكن أن تضاف إليها فيما بعد، وكذلك ثمار هذه الأموال. وينتج عن الفصل بين أموال الترسـت وأموال أمين الترسـت أن أموال الترسـت لا تكون قابلة للحجز عليها من طرف دائي أمين الترسـت، كما أنها

¹- Béraudo Jean-paul : op.cit, p. 8.

²- Bibaut Laurant : « *Le trust est-il un contrat* »

<http://www.lepetitjuriste.fr/droit-international/droit-international-privé/le-trust-est-il-un-contrat> , (consulter le 12.11.2016).

³- Barneto Pascal et al : cp.cit, p. 56.

تكون معزولة عن مجموع أموال تفليسة الأمين، كما لا تدخل ضمن تركة الأمين المتوفى¹. إضافة لذلك فإنه لا يمكن لهذا الأمين عند إنشاء الترس أن يستبقي لنفسه الأموال المسلمة له والتي يكون مالكا لها². كما أن استخدام الترس في التوريق كمؤسسة وسيطة بين المؤسسة المحيلة والمستثمرين تسمح بعدم الخلط بين أموال هذه المؤسسة مع أموال المؤسسة المحيلة، ولهذا تعتبر منشأة التوريق في شكل ترست منشأة يتيمة (orphan-company)³

4 — الترس ليست له شخصية معنوية:

إن أكبر ميزة للترست هو أنه لا يتمتع بالشخصية المعنوية، وهي الميزة الجوهرية التي سمحت بإجراء التوريق في النظام الأنجلوسكسوني بكل سهولة، وهي الفكرة التي إقتبسها المشرع الفرنسي عند وضع أول هيئة توريق أنشئها سنة 1988 والمسماة الصندوق المشترك للحقوق (FCC). ذلك أن الترس ليست عقدا، وإنما ينشأ بتصرف إنفرادي للمنشئ، ومن ثمة فإن سند إنشاء الترس (trust deed) يقترب من التصرف المنشئ للمؤسسة (Fondation) أو الشخص المعنوي. ولكن الترس بالمقابل ليست له الشخصية المعنوية، فالأمين لا يمكن أن يشبه بجهاز أو هيئة (organe)، وأن أصول الترس مملوكة للأمين ملكية قانونية (legal ownership)، وأنه ينفذ إلتزامات الترس تجاه المستفيدين من الترس بإسمه الشخصي⁴. وعلى خلاف الشركة أو المؤسسة فالترست لا يمكن أن يكون مالكا للأموال ولا مستخدما، كما لا يمكنه أن يبرم عقودا، فأمين الترس كشخص طبيعي أو معنوي هو فقط من يكون مالكا للأموال الضرورية لحياة الترس⁵.

5 — ينشأ الترس أساسا لمدة محددة ولغرض محدد:

وهذه المدة ينص عليها في السند المنشئ، وبذلك يختلف الترس عن المؤسسة (Fondation) المعروفة في النظام الروماني والجرماني والتي تنشأ لمدة غير محددة. والغرض من تحديد مدة الترس هو منع المنشئ من جعل أمواله غير قابلة للحجز عليها بصورة مؤبدة، وهذا التقييد للترست بمدة معينة

¹ Vischer Bernard, Wynne Julie : op.cit, p. 14.

² Béraudo Jean-paul : op.cit, p. 10.

³ Barneto Pascal et al : op.cit p.cit, p. 54.

⁴ Vischer Bernard, Wynne Julie : op.cit, p. 14.

⁵ Béraudo Jean-paul: op.cit, p. 8.

له أهمية بالغة ناتجة من المرونة التي تمنحها قواعد الشريعة العامة الأنجلوسكسونية (common law) للمنشئ من أجل إنشاء ذمة مالية مستقلة عنه وعن الذمة المالية للمستفيدين. وأمين الترسـت يمكن أن ينهي الترسـت قبل إنتهاء المدة المحددة له في سند إنشائه وذلك بتوزيع جميع أموال الترسـت، فالترسـت لا يمكن أن يستمر بدون تلك الأموال المكونة له¹. كما أن الترسـت ينشأ فقط من أجل تحقيق الغرض الذي أنشأ من أجله، ولا يجوز أن يكون له غرض آخر غيره²، كما أنه ينتهي بإنتهائه.

6 – سلطات واسعة لأمين الترسـت:

إن أمين الترسـت تكون له سلطة، ويتحمل بالتزام يكون مسؤولاً عن القيام به، كما يكون ملزماً بإدارة أو تسيير أو التصرف في الأموال بناء على نصوص الترسـت والقواعد الخاصة التي يفرضها عليه القانون. وبكلمة أخرى فإن أمين الترسـت مالك بسند، ويكون مكلفاً بإدارة الترسـت حسب نصوص الترسـت لأموال لا تدخل ضمن ذمته المالية، ومن ثمة لا يمكن لدائنيه الحجز على هذه الأموال، وهذا البناء يفسر سهولة تكيف الترسـت مع ميكانيزم التوريق³.

7 – تجزئة الملكية:

إن التطور المتوازي لقواعد الشريعة العامة وقواعد الإنصاف في القانون الإنجليزي أدى إلى أن حق الملكية يمكن أن ينقسم إلى ملكية قانونية وملكـية إنصافية بخلاف مفهوم حق الملكية في النظام اللاتيني والجرماني (مثلما تنص عليه المادة (544) من القانون المدني الفرنسي والتي تقابلها المادة (674) من القانون المدني الجزائري⁴، ففي التوريق يوجد طرفان يمكن أن يعتبر كلا منهما مالكا في نفس الوقت: مسير الملكية الائتمانية (صاحب الملكية القانونية) والمستثمرين أصحاب الملكية الاقتصادية (الملكية الإنصافية)، وأن الحل الذي تمارس عليه سلطات الملكية هو بدوره محلين إثنيين: فالحقوق تعتبر أموالاً، وهي محل الملكية الائتمانية. ومحفظة الحقوق التي بفضل وضعها في صورة محفظة تعتبر بأنها قيم تكون محلاً للملكية الاقتصادية⁵. وبالنسبة للمستفيد فلكونه صاحب حق ملكية فإنه يمكن له أن يطالب

¹ Vischer Bernard, Wynne Julie : op.cit, p. 7

² Barneto Pascal et al: op.cit, p. 53.

³ Paul Le Cannu et al: op.cit, p. 473.

⁴ - القانون المدني الجزائري الصادر بالأمر 75-58 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المعدل والمتمم، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 78

بتاريخ 30 سبتمبر 1975.

⁵ - Forti valerio : op.cit, p. 462.

أمين الترسـت الذي هو ملتزما تجاهه بتنفيذ الالتزامات الواقعة على عاتقه، بمقتضى السند المنشئ للترسـت أو القانون، ولنفس هذا السبب يمكنه أن يباشر حق التتبع على أموال الترسـت، ضد كل شخص يجوز هذه الأموال، وفقا لما يخوله له القانون¹.

8 – لا يتطلب رأسمال كبير:

فالترسـت قليل التكلفة في إنشاءه، كما أنه قليل التكلفة في تسييره، لأنه ليس لــــه إدارة أو موظفين خاصين به، فمهامه الإدارية يقوم بها أمين الترسـت².

9 – الترسـت ينشأ بحيث لا يمكن أن يتعرض للإفلاس³:

فالأصول المحالة للترسـت يتم عزلها عن المحيل عزلا حقيقيا، تجعل من المستحيل على دائني المحيل (المؤسسة المالية) الحجز عليها لأن نقلها إلى الترسـت يعتبر بيعا حقيقيا كاملا (*true sale*)، كما أن دائني أمين الترسـت بدورهم لا يمكنهم الحجز على أموال الترسـت وذلك لأن أموال الترسـت لا تختلط بأموال أمين الترسـت وتستقل عنها إستقلالا تاما، وهو ما يتشابه في الحالتين مع حوالة الحقوق في التوريق في القانون الفرنسي (والجزائري أيضا) وهو ما يمكن إعتباره في كلا النظامين الأنجلوسكسوني واللاتيني الجرمانى بمثابة حماية قوية و فعالة للمستثمرين في عملية التوريق، وإلا فإن المستثمرين لن يقدموا على الإستثمار في أوراق مالية إذا كانوا يعرفون بأنهم يمكن أن يتضرروا من إجراءات الإفلاس التي يمكن أن تطال هذه الأوراق التي إستثمروا أموالهم في شرائها⁴.

وإلى جانب تكريس قواعد حماية المستثمرين من إفلاس المؤسسة المالية المحيلة و أمين الترسـت فإن المشكلة تثور أيضا بالنسبة لحماية المستثمرين من إفلاس منشأة التوريق (الترسـت) ذاتها، ذلك أن الخطر الأكبر الذي يمكن أن يهدد عملية التوريق هو إفلاس منشأة التوريق، فحاملي السندات لا يرغبون في أن تتعرض منشأة التوريق لتبعات نظام الإفلاس، وإلا فإن هذا الإستثمار سيكون بدون معنى، لذا كان من اللازم حماية منشأة التوريق من تطبيق قواعد الإفلاس على هذه المنشأة التي يجب أن تكون

¹- Béraudo Jean-paul : op.cit, pp. 8-9.

²- Barneto Pascal et al : op.cit, p. 54

³- ibid, p. 54

⁴- Hubert Justin : op.cit, pp. 29-30.

"بعيدة عن الإفلاس" (*bankruptcy remote*)، ولهذا ففي الولايات المتحدة الأمريكية يكون الأطراف أنفسهم هم من يقومون بوضع القواعد التي تحد من مخاطر إفلاس منشأة التوريد، وذلك من خلال العمل على خفض عدد دائني منشأة التوريد، وكذلك الأحداث المالية التي قد تكون سببا في إفلاس هذه المنشأة، وفي هذا السياق يوجد نوعان من القيود المشتركة التي يجب أن يتضمنها نظام منشأة التوريد في القانون الأمريكي: الأولى تتعلق بنشاط الهيئة مثل حصر نشاطها في تمويل السندات لصالح المستثمرين وكذلك منع إعطاء أصولها كضمان خارج إطار نشاطها، والثانية بالإجراءات التي تحد من خطر الإفلاس مثل تقييد حرية المسير في طلب إفلاس منشأة التوريد¹. أما في النظام اللاتيني والجرماني كالقانون الفرنسي والجزائري فإن المشرع هو من تولى وضع هذه القواعد التي تحمي المستثمرين من تطبيق قواعد الإفلاس على هيئة التوريد.

المطلب الثالث

آثار الترسـت

يترتب على نشوء الترسـت آثار تتمثل أساسا في قيامه بالمهمة التي وجد من أجلها، وهي تلقي الأصول المالية المورقة من المنشئ المتمثل في المؤسسة المالية، ثم القيام بإصدار الأوراق المالية وإدارتها، إلى غاية إحتتام عملية التوريد وحصول المستفيدين من الترسـت (المستثمرون المكتتبون في الأوراق المالية المصدرة) على حقوقهم، وعلى ذلك سنتناول في هذا المطلب دور الترسـت في عملية التوريد في فرع أول، ثم الحقوق والإلتزامات المترتبة عن العلاقات التي ينشئها هذا الترسـت في فرع ثان.

الفرع الأول

دور الترسـت في عملية التوريد

بسبب بساطة نظام الترسـت ومرونة قواعده وقوة ضماناته، فقد أستعين به كإطار قانوني لعمليات الإستثمار، فالأمين يستخدم حصص المدخرين في شراء الأوراق المالية المكونة لمحفظه

¹ - Hubert Justin : op.cit, p. 42 et s.

الإستثمار، وبضطلع بإدارتها وتوزيع أرباحها وخسائرها بينهم. وبينما تثبت للمدخرين صفة المالك الإنصافي، يكتسب الأمين صفة المالك القانوني¹.

وقد طورت فكرة الترسر التقليدية حتى تتلاءم مع عمليات الإستثمار في القيم المنقولة، ففي حين تعني تلك الفكرة إستثمار الأمين بسلطات إدارة محل الإستثمار والتصرف فيه بصفته مالكا قانونيا لحساب المستفيدين، فإن ترسر الإستثمار الجماعي في القيم المنقولة يعني توزيع سلطات الأمين بين أمين الإستثمار، وهو عادة أحد البنوك، وشركة الإدارة بحيث تنعقد للبنك الملكية القانونية لمحل الإستثمار، فيتولى حفظها وإدارتها ماديا، وتمثيل المستفيدين في مواجهة الغير أمام القضاء، وتنعقد لشركة الإدارة سلطة إدارة هذا المال من الناحية الفنية بما تشمله من عمليات تصرف. ولقد إستعان الفن القانوني بتجربة إستخدام الترسر كإطار قانوني للتوريق، فالأمين يدير الأموال لمصلحة المدخرين، فإذا كانت هذه الأموال قيم منقولة كنا بصدد إستثمار جماعي في القيم المنقولة، أما إذا كانت حقوق آجلة كنا بصدد إستثمار جماعي في الحقوق الآجلة أو التوريق، وبالإستعانة بالترسر كإطار للإستثمار الجماعي في الحقوق ينشئ مصدر السندات ترسر غير قابل للإلغاء يكون بمقتضاه هو المؤسس والأمين في ذات الوقت، ولا يستطيع أن يتنحى عن إلتزاماته بصفته أمينا طوال فترة الإستثمار، ويرد الترسر هنا على محفظة الحقوق الآجلة الناجمة من عمليات الإئتمان².

ويأخذ الترسر (*Trust*) في التوريق في الغالب شكل (*SPV*) (*special purpose vehicle*)، وفي هذه الحالة فإن رأسمال المنشأة يحتفظ به ويسير من طرف أمين الترسر كصورة من صور ضمان مصالح حاملي السندات المورقة³. وعلى غرار هيئة التوريق في النظام الفرنسي فإن أمين الترسر يسير أصول منشأة التوريق التي تأخذ شكل الترسر لفائدة حاملي الحصص، ولكنه لا يستفيد بصفته كأمين للترسر من هذه الأصول التي يسيرها، فالترسر في النظام الأنجلوسكسوني والصندوق المشترك للتوريق في النظام الفرنسي يعاملان بصورة مماثلة⁴.

¹ - فضلي هشام: مرجع السابق، ص.33.

² - مرجع السابق، ص.32-37.

³ - Barneto Pascal et al : op.cit, p. 56.

⁴ - Barrière François : op.cit, p. 226.

وإستخدام الترسـت من أجل إنجاز عملية توريق يمكن أن يلخص بالطريقة التالية: فالمؤسسة التي ترغب في حوالة الأصول تعهد بها إلى أمين الترسـت، الذي يقوم بتمويل شراء هذه الأصول عن طريق إصدار سندات تطرح للمكتتبين عن طريق مؤسسة متخصصة غالبا ما تكون بنك إستثمار. وهذه الهيئات هي من يحدد خصائص السندات التي يجب إصدارها، والمستثمرين في هذه السندات سيكونون هم المستفيدين من الترسـت، ولا يتعرضون لمزاحمة دائني أمين الترسـت¹.

ولكن التوريق يمكن أن يحصل في بعض الحالات مع بقاء المبادر مالكا لمحفظة الحقوق ملكية كاملة على أن يقوم برهنها ضمانا لرد قيمة السندات المالية والوفاء بعائدها. ويكون الأمين بمقتضى الترسـت دائما مرتهنا لحساب المستثمرين حاملي السندات المالية². وهذا يعرف لدى المختصين بالتوريق الإصطناعي.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية فإن تركيبة التوريق، إنطلاقا من الترسـت، تندرج ضمن ترتيبات تهدف إلى تأمين عمليات التوريق، فمؤسسات التصنيف الإئتماني تكون مكلفة بتقييم القروض المورقة و الضمانات المرتبطة بها، وكل هذا المجموع يكون مضمونا من طرف الوكالات الفدرالية مثل (GNMA) و (FNMA) و (FHLMA) أو من طرف شركات التأمين الخاصة، إضافة إلى أن العملية ككل تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية والأسواق الأمريكية (SEC) التي تسهر خاصة على ضمان توفير المعلومات اللازمة للمدخرين³.

ويعد الترسـت أداة لازمة من أجل إنشاء تأمينات لفائدة حاملي الأوراق المالية الحاليين أو المستقبليين، وقبل إصدار السندات فإن الترسـت يؤسس من طرف مؤسسة بإمكانها أن ترهن فيما بعد محفظة الحقوق بإسم الترسـت، ولكن لفائدة أصحاب السندات، بفضل السند المنشئ للترسـت والملحق بنشرة الإصدار. وإذا كان كل حامل للسندات يستفيد من رهن على جزء من المحفظة يتناسب مع حصته فإن التأمين يكون بإسم أمين الترسـت الذي يتولى إدارته⁴.

¹ - Granier Thierry, Jaffaux corynne : op.cit, p. 17.

² - فضلي هشام: مرجع السابق، ص. 38.

³ - Granier Thierry, Jaffaux corynne : op.cit, p. 17.

⁴ - Forti Valerio : op.cit, p. 195.

وتتم عملية التوريق في إطار الترسـت في النظام الأنجلوسكسوني وتحديدًا في الولايات المتحدة الأمريكية بمشاركة متدخلين آخرين مثل المهيكـل والمؤتمـن والمعزز وغيرهم، بل إن كل هذه الممارسات المتعلقة ببنية التوريق كانت قد نشأت أصلاً في الولايات المتحدة ثم إنتقلت بعد ذلك إلى بقية دول العالم.

الفرع الثاني: إلتزامات ومسؤولية أمين الترسـت:

إن أمين الترسـت هو الفاعل الرئيس الذي يدور حوله الترسـت، فأحد خصائص العلاقات الناشئة عن الترسـت هو أنه بمجرد إنشائه من طرف المنشئ فإن هذا الأخير يحتفي بالنسبة للمستفيدين إلا إذا نص الترسـت على إعطاء هذا المنشئ بعض السلطات، فالمنشئ لا يتدخل مطلقاً في حياة الترسـت، فالمستفيدون هم فقط المحميون بالقواعد التي تحدد إلتزامات أمين الترسـت. فالأمين في الترسـت يكون في خدمة المستفيدين من الترسـت وليس في خدمة المنشئ، والمستفيدون هم من يكون لهم الصفة في الإعتراض على أي تصرف أو إهمال من طرف الأمين مخالفة لنصوص الترسـت أو للإلتزامات العامة للأمين¹.

أولاً: إلتزامات أمين الترسـت:

إن التصرف المنشئ للترسـت ينشأ بالنسبة للأمين الترسـت إلتزامات تجاه المستفيدين، وهذه الإلتزامات وكذلك حقوق المستفيدين على أموال الترسـت تنشئ دون أن يكون من الضروري أن يقبل المستفيدون الفائدة من الترسـت².

إن مهمة أمين الترسـت وإلتزاماته يجب تكون محددة بعناية في التصرف المنشئ للترسـت. كما يمكن تضمين السند إشتراطات مختلفة: فمثلاً يمكن إشتراط أن تعود أموال الترسـت عند نهايته إلى المنشئ، أو منحها للمستفيدين أو إلى أي شخص آخر. ولكن أمين الترسـت الذي يمكن أن يقبض أجراً عن خدماته لا يمكنه أن يستخدم لحسابه الخاص الأموال التي تكون ملكيتها القانونية قد إنتقلت إليه. وأن الإحتياطات يجب أن تتخذ من أجل عدم حدوث أي غموض بخصوص ذلك في مواجهة

¹ - Vischer Bernard, Wynne Julie : op.cit, p. 7.

² - Ferry Claude : op.cit, p. 243.

الغير، الذين لا يجب أن يعتقدون أن أمين الترسـت مالك ملكية كاملة لأموال الترسـت. ونتيجة مرونة قواعد الترسـت فهو يستخدم عادة كأداة في مجال الإستثمار، فالأمين يدير أموال الترسـت لفائدة المستثمرين، فإذا كان محل الإستثمار قيم منقولة فنحن أمام هيئة إستثمار جماعي في الأوراق المالية، وهنا فإن المستثمرين يصبحون مستفيدين من الترسـت من خلال شرائهم لحصص تمنحهم الحق في حصة متناسبة من الملكية الإنصافية للأوراق المالية التي تكون أموال الترسـت. أما إذا كانت محفظة الترسـت مكونة من حقوق ففي هذه الحالة نحن أمام عملية توريق، على شرط أن تكون حصص المستفيدين قابلة للتداول¹.

وبمجرد قبول أمين الترسـت القيام بوظيفته في الترسـت فإنه يتحمل الإلتزامات الناشئة منه، ويتمثل إلتزامه الأساس في الإدارة والتصرف في أصول الترسـت حسب نصوص الترسـت، فالتصرف المنشئ للترسـت هو من يحدد إلتزامات الأمين في إدارة أصول الترسـت طوال الفترة التي تكون هذه الأموال تحت يده، وكذلك توزيعها على المستفيدين. فالتصرف المنشئ للترسـت يمكن أن يكون دقيقا بحيث أنه يحدد نوعية الإستثمارات التي يجب أن تتم، أو ضرورة أن يلتزم أمين الترسـت بإستشارة المختصين بخصوص هذا التسيير، وفي غياب هذه الشروط الخاصة في السند المنشئ للترسـت فإن أمين الترسـت يتوجب عليه قانونا²:

1 — أن يبذل الجهد والعناية المعقولة.

2 — أن يتصرف بصورة نزيهة ومنصفة تجاه المستفيدين.

3 — أن يكون مستعدا لتقديم حساب عن وظيفته في الوقت المناسب.

4 — أن يتصرف بصفة شخصية بدون أن ينب عنه شخصا آخر.

وفي الواقع العملي فإن أمين الترسـت يجب أن يكون شخصا يقظا، ولذلك فقبل إعلان قبول

وظيفته كأمين للترسـت عليه أن يتأكد من:

أ — أن لا يكون هناك تعارض في المصالح بالنظر لإلتزاماته بالعناية، والإخلاص تجاه المستفيدين

أو المنشئ.

¹ - Ferry Claude : op.cit, p. 243.

² - Vischer Bernard, Wynne Julie : op.cit, pp. 6-7.

ب — فيما إذا كانت له التجربة والإمكانات اللازمة للقيام بالتزاماته بالنظر لأهمية الأصول والمدة المحتملة للترست أو أي نزاع محتمل بين المستفيدين.

ج — مخاطر إعتراض الغير على تحويل الأصول إلى الترتست، كما في حالة الدعوى غير المباشرة، أو دعاوى الميراث.

د — معرفة مصادر الأصول المالية للترست من أجل مراعاة الإلتزام القانوني بمكافحة عمليات تبييض للأموال.

وبتكوين الترتست فإن المنشئ يفرض على أمين الترتست إلتزامات معينة، هذه الإلتزامات تعتبر إلتزامات تجاه المستفيدين الذين يكون لهم وحدهم مطالبته بتنفيذها، إلا إذا كان المنشئ هو نفسه مستفيدا، أو إذا نص في السند المنشئ للترتست على خلاف ذلك. فالأمين يكون في علاقة تسمى علاقة إئتمانية (ثقة) (Relation Fiduciaire) مع المستفيدين، توجب عليه العمل حصريا لمصلحة المستفيدين وليس لمصلحته الخاصة. فدرجة العناية والولاء في هذه الإلتزامات تكون عالية، والتي تعني أنه في كل الظروف فإن مصلحة الأمين تكون مرتبطة بتحقيق مصلحة المستفيدين (*duty of care*). إن درجة الولاء والعناية تكون مرتفعة جدا، كون هذه العلاقة الإئتمانية في النظام الأنجلوسكسوني تفترض على وجه الخصوص أن لأمين الترتست سلطة تقديرية في ممارسة مهامه، وأن المستفيد ليس هو وافق بأن يقوم الأمين بممارسة هذه السلطة التقديرية لصالحه. فالأمر يتعلق إذن بإلتزام أكبر مما يوجد في علاقة تعاقدية¹.

ومن هذه الإلتزامات يمكن الإشارة إلى ما يلي:

1 — الإلتزام بإستثمار أموال الترتست بالعناية والحيطه اللازمتين:

فالأمين يلتزم بإستثمار أموال الترتست، وهو ما يضاف إلى السلطات الأخرى الممنوحة له، لكنها قد تكون محدودة بالقيود الواردة في السند المنشئ للترتست، ويجب أن يكون هذا الإستثمار بطريقة حذرة ومعقولة (*prudent investor rule*)، إذا يمتنع عليه المخاطرة غير المعقولة بأموال الترتست، وأن يتصرف بعناية يوازن فيها بين المخاطر والعائد وذلك عن طريق تنويع محفظة الأصول المكيفة مع طبيعة الترتست، فيجب عليه الأخذ بعين الإعتبار عند تحديد إستراتيجية الإستثمار: نوعية الترتست،

¹ - Vischer Bernard, Wynne Julie : op.cit, p. 16.

الأموال المتاحة، وكذلك السلطات الممنوحة لأمين الترس. كما يجب عليه وبحسب الظروف والملابسات، الحصول على الإستشارة المتعلقة بإستثمار أموال الترس. فإذا تصرف الأمين حسب الإستشارة المقدمة من أحد الخبراء فإن ذلك لايشكل إخلالا بالتزاماته، ذلك أن المستثمر الحذر سيتبع تلك الإستشارة في ظروف مشابهة¹.

2 – الإلتزام بعدم الإنحياز:

فأمين الترس يتوجب عليه أن يتصرف بصورة غير منحازة تجاه مختلف المستفيديين، أي بصورة إنصافية و نزيهة. و لكن هذا لا يمنع من وجود معاملة مختلفة بين المستفيدين ناتجة عن التصرف المنشئ نفسه.²

3 – الإلتزام بالإعلام و تقديم الحساب عن عمله:

فأمين الترس يتوجب عليه أن يمسك حسابات لإدارة الترس، ويجب عليه أن يقدم حسابا للمستفيدين عن تسييره لأموال الترس التي يكون مسؤولا عنها، وأن الحق في إعلام المستفيدين يعتبر من العناصر الضرورية في علاقات الترس، وبدون، هذا الحق في الإعلام فإن هذا الأمين لن يستطيع أن يفي بالإلتزام الأساس عليه وهو وإلتزام الوفاء، وهو وإلتزام لا يمكن إستبعاده في السند المنشئ للترس، فإذا أحل الأمين بواجبه في الإعلام أو تقديم الحساب فإنه يكون ملزما بدفع مصاريف المتابعات المتخذة ضده من أجل إجباره على تنفيذ هذين الإلتزامين.³

4 – الإلتزام بالعمل شخصيا:

الإلتزام بأن يقوم الأمين شخصيا بالمهمة المعين لأجلها كأمين للترس، فيكون ملزما شخصيا بالتقدير وحسن التنفيذ لواجباته ذلك أنه من القواعد العامة في قانون الإنصاف الأنجلوسكسونية أن "المفوض لا يفوض" (*delegatus non potest delegare*) وهذا المبدأ كان سابقا ضيقا، إذ كان أمين الترس لا يمكنه نقل سلطاته أو إلتزاماته لأشخاص آخرين، وعندما يلجأ إلى تعيين نائب من أجل القيام

¹ - Vischer Bernard, Wynne Julie : op.citd, p. 17.

² - ibid, p. 17.

³ - ibid, p. 18.

بتصرف ما فإنه يبقى مسؤولاً في مواجهة المستفيدين عن عمل هذا النائب. ولكن بمرور الوقت فإن صرامة هذه القاعدة قد خف منذ منتصف القرن التاسع عشر، إذ أصبح من الممكن قبول أن يفوض أمين الترسر بعضاً من سلطاته عندما يكون من الضروري عمل ذلك، على أن يكون بصورة معقولة ومتوافقاً مع ما تقضي به المعاملات في مجال الأعمال. وعندما يختار أمين الترسر هذا النائب بعناية ويتولى مراقبته بصورة كافية في قيامه بعمله فإنه لا يكون مسؤولاً عن الضرر الناتج عن الخطأ أو الإهمال الذي يرتكبه هذا النائب، بإستثناء الخطأ العمدي (*wilful default*)، وهو ما إستقر عليه الإجتهد القضائي في إنجلترا الذي إستلهمت منه القواعد المتعلقة بالتفويض المتضمنة في قانون أمين الترسر (*Trustee Act 1925*)¹ لسنة 1925 وتحديدًا القسم 25 من الفصل الثاني منه. كما أن هناك إمكانية أخرى تمنح لأمين الترسر إذ يغلب في الواقع العملي اللجوء إلى نائب من أجل إتمام تصرف محدد وهو ما ينص عليه في القسم 23 (1) من قانون أمين الترسر مثل الموثق أو بنك أو صراف أو أي شخص آخر من أجل القيام بأية عملية أو إبرام أي تصرف ضروري لإدارة أموال الترسر، ولا يكون أمين الترسر مسؤولاً عن إهمال أو تقصير النائب إذا كان حسن نية في تعيين هذا النائب².

5 – الإلتزام بتفادي أي تعارض في المصالح:

فالأمين يتوجب عليه تفادي كل ما من شأنه أن يعتبر تعارضاً مع مصالح المستفيدين من الترسر، وتفادي أن يحصل من وظيفته كأمين للترسر على أية فائدة شخصية، وأن هذا التعارض في المصالح يمكن أن ينتج حتى من مجرد الحصول على معلومات يمكن أن يستعملها لفائدته³. فالشخص الذي يرغب في شراء إحدى ممتلكات الترسر عليه أن يرفض تعيينه أميناً لهذا الترسر، وفي الحالة التي يكون هذا الشخص يقوم بتسيير، أو يلعب دوراً مهماً في مشروع منافس لنشاط الترسر، وهي الحالات يمكن أن تظهر فيما بعد أي أثناء فترة إدارة الترسر، ولذا يكون على أمين الترسر التخلي عن هذه الرغبة، أو طلب إعفائه من مهامه⁴. وفي حالة ما إذا قام أمين الترسر بإدارة عدة ترسرات فالسؤال هو: هل يمكنه أن يستخدم في إدارته للترسر معلومات حصل عليها بمناسبة عمله في ترسرت

¹ - *Trustee Act 1925*, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/Geo5/15-16/19/contents>, (consulter le 03.07.2017).

² - Béraudo jean-paul: op.cit, pp. 101-102.

³ - Vischer Bernard, Wynne Julie : op.cit, p. 19.

⁴ - Béraudo jean-paul : op.cit, pp. 98-99.

آخر ؟ إن القاعدة العامة في هذا المجال هو أن إستخدام أية معلومة في إطار ترست آخر لا يمكن بأي حال من الأحوال أن تضر مصالح هذا الترتست الذي تحصل الأمين منه على هذه المعلومات، وتطبيقا لذلك فإنه إذا علم أمين الترتست أن الترتست الأول يعتزم بيع حزمة من الأوراق المالية فلا يجوز له أن يكشف عن هذا المشروع للترتست الثاني قبل أن يتم البيع، حتى لا يؤثر على سعر بيع الأوراق المالية، وكذلك الأمر فيما يتعلق بأية معلومة سرية أخرى¹. و في حالة ما إذا دخل أمين الترتست في مفاوضات مع المستفيدين حول أموال أو حقوق أو أية مشاكل تتعلق بالترتست فإنه يجب عليه أن يكشف عن كل الوقائع ذات الصلة التي قد يجهلها هؤلاء المستفيدون، كما يلتزم بإعطائهم كل التفاصيل المتعلقة بالعملية سواء كانت تفاصيل مالية أو قانونية، فإذا إحتج المستفيدون على تصرفه فإن على الأمين أن يثبت أنه لم يتصرف بغش، وأنه لم يمارس تأثيرا مفرطا².

6 — إلتزام التقيد بخطاب النوايا (letter of wishes):

إن الإلتزام الأساس لأمين الترتست هو التقيد بنصوص الترتست، وهذه النصوص يمكن أن تمنح لهذا الأمين سلطة تقديرية واسعة على الأخص في تعيين المستفيدين أو في تسيير وتوزيع الأصول المالية للترتست. كما يحصل أحيانا من الناحية العملية أن المنشئ عندما يترك للأمين هذه السلطة التقديرية الواسعة لتمكينه من تكييف قراراته مع الظروف والملايسات المستقبلية، فإنه بالمقابل يجب أن يبين للأمين ما هي نواياه المتعلقة بالترتست وطريقة تسييره، ويقوم بذلك من خلال وثيقة مرفقة بالسند المنشئ للترتست تسمى "خطاب النوايا" التي تضم مجموع التعليمات التي يدونها المنشئ و يوجهها لأمين الترتست³.

ثانيا: مسؤولية أمين الترتست:

وهذه المسألة تعرف في القانون الإنجليزي والأنظمة القانونية المكتسبة منه بعبارة "خيانة الترتست" (*breach of trust*). وتعني أن كل تقصير من أمين الترتست في تأدية وظيفته يجعله مسؤولا تجاه المستفيدين من الترتست، أو أي شخص له مصلحة في هذا الترتست، وهذه المسؤولية يمكن أن تنتج

¹ - Béraudo jean-paul : op.cit, p. 100.

² - ibid, p. 10.

³ - Vischer Bernard, Wynne Julie : op.cit, p. 19.

من عمل إيجابي أو من إمتناع أو إهمال، أو أي خطأ عمدي، وهذا التقصير يقاس إستنادا للسند المنشئ للترست أو لقواعد القانون التي تحكم عمل أمين الترتست، ومن أمثلة الأعمال التي يمكن أن تثير مسؤولية أمين الترتست، تسليم أموال الترتست إلى من لا يستحق، أو أن يشتري لنفسه أموال الترتست بدون إذن، أو أن يحصل على فائدة شخصية من أموال الترتست، أو أن يستثمر أموال الترتست في مجالات معينة دون الحصول على إذن مسبق، أو عندما لا يسجل بإسمه أموال الترتست، أو عندما لا يتصرف بإنصاف في مواجهة مختلف المستفيدين¹. كما أن أمين الترتست يمكن أن يكون مسؤولاً جنائياً بإعتباره مرتكباً لجريمة خيانة الأمانة في حالة إرتكابه أي فعل مجرم. بمناسبة قيامه بمهامه.

المبحث الثاني

هيئة التوريق في النظام الفرنسي

لقد تأخر دخول التوريق إلى القانون الفرنسي نسبياً، رغم النجاح الباهر الذي كان قد حققه في المملكة المتحدة، وقد كان السبب في ذلك هو أن النظام القانوني الفرنسي لم يكن مهيباً لقبول عمل هذه التقنية، وإجراء عملية التوريق فيه بسبب الصعوبات القانونية التي كانت تثيرها القواعد العامة في القانون المدني وعدم وجود منشأة للقيام به على غرار مؤسسة الترتست، وهي المنشأة التي وضعها المشرع الفرنسي بإصدار القانون رقم 88-1201 بتاريخ 23 ديسمبر 1988 المتعلق بهيئات الإستثمار الجماعي في القيم المنقولة في شكل هيئة توريق تسمى الصندوق المشترك للحقوق (FCC)، ولكن الإطار القانوني المتعلق بهيئة التوريق الفرنسية شهد تطوراً وإصلاحاً عميقاً سنة 2008 بعد الأزمة المالية العالمية.

وستتناول في هذا المبحث النموذج الفرنسي لهيئة التوريق، وستقسمه إلى ثلاثة مطالب كالتالي:

المطلب الأول لنشوء وتطور هيئة التوريق الفرنسية.

المطلب الثاني لهيئة التوريق الجديدة في شكل الصندوق المشترك للتوريق.

المطلب الثالث لهيئة التوريق في شكل شركة التوريق.

¹ - Béraudo jean-paul : op.cit, pp. 114-115.

المطلب الأول

نشأة وتطور هيئة التوريق الفرنسية

لقد إنتقل التوريق إلى فرنسا في نهاية سنة 1988 بعد أن إقتنع المشرع الفرنسي بأهمية وجدوى التوريق الإقتصادية، فأصدر أول قانون يحكم عملية التوريق الذي أسس هيئة التوريق الفرنسية المتمثلة في الصندوق المشترك للحقوق (FCC) وهو القانون 88-1201 المؤرخ بتاريخ 23 ديسمبر 1988¹، الذي قصر عملية التوريق في البداية على المؤسسات البنكية، وأعتبر في حينه أداة لتحسين تسيير هذه البنوك، وبالأخص إحترام القواعد الإحترازية المتعلقة بنسبة الأموال الخاصة للبنوك والمعروف بنسبة (*Ratio Cooke*) التي أوصت العمل بها في جويلية 1988 مقررات لجنة (بازل)، كما كان أداة إضافية لإعادة التمويل بالنسبة للمؤسسات البنكية، وأيضا من أجل تكييف القانون الوطني للظروف والسياق المالي العالمي، بعد النجاح الكبير الذي عرفه التوريق في الدول الأنجلوسكسونية وبالأخص في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، والإصدارات السنوية الهامة الناتجة عن هذه العملية في الأسواق المالية، وهو ما ساهم في تعزيز مكانة باريس كمركز مالي عالمي، وكذلك تنويع المنتجات المالية، بإيجاد إطار قانوني للإستثمار الجماعي في القيم المنقولة والحقوق الآجلة.² ولقد كان الهدف الأساس من وراء إيجاد الإطار القانوني للتوريق في فرنسا هو الإقتراب من عمل منشأة الترسر الأنجلوسكسونية ومنافستها، وأيضا المساهمة في نشوء نموذج أوروبي للتوريق³، ولذلك عمل المشرع الفرنسي على إقتباس العديد من قواعد الترسر الذي كان قد أثبت نجاحه في عمليات التوريق التي جرت في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة.

الفرع الأول: نشأة هيئة التوريق في القانون الفرنسي:

يعتبر الصندوق المشترك للحقوق التي أنشئه المشرع بالقانون (88-1201) مركز نظام التوريق في فرنسا، وهذا الصندوق لا يتمتع بالشخصية المعنوية، فهو يتكون في شكل ملكية مشتركة (*Copropriété*) تختلف عن المفهوم المقرر في المادة (544)* من القانون المدني الفرنسي ويقتررب

¹- Le Canu Paul, et al : op.cit, p. 484.

²- ibid, pp. 476 - 482.

³- Barneto Pascal et al : op.cit, p. 43.

* L'article (544) du code civil Français : « La propriété est le droit de jouir et disposer des choses de la manière la plus absolue, pourvu qu'on n'en fasse pas un usage prohibé par les lois ou par les règlements. »

بالأحرى من المفهوم الموجود في نظام الشريعة العامة الأنجلوسكسوني في مجال الترتست¹، ذلك أن هذه الملكية المشتركة لا تنطبق عليها قواعد الشيوخ في القانون المدني، في حين أن القانون المدني الفرنسي لا يعرف الملكية المشتركة غير قابلة للقسمة وهو ما يترتب عنه بصورة خاصة عدم إمكانية المالكين في هذه الملكية المشتركة ممارسة الحقوق المقررة للشيوخ. ولذلك فإن لهؤلاء المستثمرين صفة المالكين على الشيوخ دون أن تكون لهم سلطات على أصول الصندوق، ولكنهم يمارسون بصورة كاملة حقوقهم في الملكية المشتركة على حصص الصندوق. والمشرع الفرنسي كان متأثراً في ذلك بالممارسات الأنجلوسكسونية للترتست، وأن ميكانيزم الصندوق المشترك للحقوق يقترب منه بصورة كبيرة. فالمشرع الفرنسي أراد إيجاد أداة تسمح بإنجاز عملية التوريق في ظروف جيدة بالإعتماد على نموذج معروف ومشهود له بالنجاح وهو الترتست. ولكن الصندوق المشترك للحقوق كان قد تم إنشائه فقط بهدف إنجاز عمليات التوريق خلافاً لما هو عليه الأمر بالنسبة للترتست الذي يكون محلاً لإستخدام واسع².

ويشترك في تأسيس الصندوق المشترك للتوريق شركتين تجاريتين هما:

1— شركة تسيير (Une Société de Gestion) مكلفة بإعداد تصميم (Montage) لعملية التوريق وتسيير الصندوق. فهي مؤسسة مستقلة عن المحيل وتولى تمثيل حملة الحصص.

2 — المؤسسة المؤتمنة (L'établissement Dépositaire) التي تتلقى على سبيل الحفظ الحقوق المحالة، وتضمن سيولة الصندوق. وهي في الغالب من الناحية العملية المؤسسة المحيلة نفسها³.

والصندوق المشترك للحقوق هو هيئة أصلية إبتدعها المشرع الفرنسي، فهي من جهة لها طبيعة هجينة (hybride)، بنكية ومالية، الهدف منها هو شراء أصول مملوكة من طرف مؤسسات الإئتمان وشركات التأمين أو صناديق الإيداع، من أجل أن تصدر وفي مرة واحدة حصصاً تمثل هذه الحقوق. ومن أجل تمويل شرائها لهذه الحقوق فإنها تصدر قيماً منقولة يمكن أن تباع سواء عن طريق عرض عام للإدخار أو عن طريق عرض خاص، وهي حصص لها خصائص تجعلها قريبة من السندات. و من جهة أخرى فإن هذا الصندوق المشترك للحقوق مركب من حيث طبيعته القانونية، فهو عبارة عن ملكية

¹ - Burnat Florian et al : op.cit, p. 146.

² - ibid, p. 146.

³ - Farchot Antoine, Gourieroux : « Titrisation et remboursements anticipé », Economica, paris (France), 1995, p. 22.

مشتركة ليس لها شخصية معنوية، فلا تنطبق عليه أحكام القانون المدني المتعلقة بالشيوع، ولا الأحكام المتعلقة بشركات المحاصة (Sociétés en Participation) أو الشركات الفعلية (Sociétés de Fait)¹.

الفرع الثاني: تطور هيئة التوريق في القانون الفرنسي:

إن القواعد القانونية المتعلقة بالتوريق الموضوعة سنة 1988 لم تسمح بتسجيل تطور كبير للتوريق في فرنسا²، ولذلك كان جوهر إصلاحات التوريق في بداية الأمر في فرنسا يتمثل في تبسيط الصعوبات التنظيمية وتوسيع نطاق إستخدام التوريق³، وقد كان ذلك تماشياً مع موجة التحرير من الأنظمة في المجال المالي التي سادت في سنوات 1980. ولذلك شرعت السلطات العمومية في فرنسا في إجراء الإصلاحات الضرورية على التوريق في ضوء التجربة القصيرة والمتواضعة التي إبتدأت بقانون 23 ديسمبر 1988، حيث صدرت تباعاً مجموعة من النصوص التشريعية كان أولها القانون 93-06 الصادر في 04 جانفي 1993، والقانون 93-1444 الصادر والمرسوم 93-589 الصادر في 27 مارس 1993 والأمر الصادر في 03 نوفمبر 1993، وتعليمة لجنة عمليات البورصة (COB) رقم 94-01 المتعلقة بالصندوق المشترك للحقوق⁴ وغيرها من التشريعات الأخرى التي ساهمت في التقليل من جمود النصوص السابقة، ولكنها لم تستجب إلا جزئياً لطموح المحترفين في هذا المجال وذلك بسبب رغبة السلطات في توفير الأمان لهذه العمليات⁵. وهو ما جعل المشرع يعود مجدداً لإصلاح هذا الإطار القانوني من أجل مزيد من تخفيف قيود وثقل التشريعات التي تحكمه، فصدر القانون رقم 96-597 المؤرخ في 02 جويلية 1996 المتعلق بتحديث الأنشطة المالية⁶. ثم صدر القانون 2003-706 المؤرخ في 01 أوت 2003 المتعلق بالأمن المالي الذي وضع العديد من القواعد المتعلقة بتطوير التوريق.

ومن أهم ما جاءت به هذه الإصلاحات التشريعية هو توسيع مجال الحقوق المورقة فلم تعد مقتصرة على حقوق المؤسسات البنكية وصناديق الإيداع، أي تلك الناتجة فقط عن عمليات الإقراض، ولم يعد يشترط أن تزيد هذه الحقوق عن سنتين. كما أن القانون قد أعفى الصندوق الذي يشتري

¹- Le Hir Christian : « **Le Fonds commun de Creances** », op.cit, p. 15.

²- Granier Thierry, Jaffaux Corynne : op.cit, p. 24.

³- Couret Alain et al : op.cit, p. 582.

⁴- Granier Thierry, Jaffaux Corynne : op.cit, p. 25.

⁵- Le Hir Christian: « **un cadre juridique assoupli** », Revue Banque Stratégie, , n° 110, novembre 1994, France, p. 14.

⁶- Bonneau Thierry : « **Droit bancaire** » 9° éd, Montchrestien, 2011, paris, p. 700.

الحقوق الرهنية العقارية من تشكيلات ثقيلة ومكلفة ويتعلق الأمر بالقيود على هامش سجل الرهون التي يقرها القانون المدني¹، أما المظهر الأبرز في هذه الإصلاحات فيتمثل في منح الصندوق المشترك للحقوق الإمكانية من أجل إقتناء حقوق جديدة إضافة إلى تلك التي سبق توريقها، وهو الأسلوب الذي يعرف بإسم إعادة التعبئة (Rechargement)²، إضافة إلى أن هذه الإصلاحات إستهدفت كذلك بشكل أساس تحسين تسيير هيئة التوريق، وتأمين عمليات التوريق وذلك عن طريق وضع ميكانيزم لحماية الحقوق المحالة في حالة إفتتاح إجراءات الإفلاس وتصفية المؤسسة المكلفة بتحصيل هذه الحقوق، وهو ما جعل الإطار القانوني للتوريق بعد هذه الإصلاحات يختلف بصورة كبيرة عن ذلك الذي وضع في بداية الأمر³.

كما أن الحاجة إلى إصلاح الإطار القانوني للتوريق في فرنسا زادت أيضا بعد حدوث الأزمة المالية سنة 2007، والهجوم الكبير على التوريق، بسبب إتهامه بأنه كان السبب الرئيس في حدوث هذه الأزمة، مما دفع بالمشرع الفرنسي سنة 2008 إلى المسارعة بإجراء عملية تعديل وإصلاح عميقة على الإطار القانوني للتوريق، لتفادي ما ظهر من سلبياته، ولكن تسارع عمليات الإصلاح الدولية بعد الأزمة المالية، ومن أجل تنسيق التشريعات الوطنية مع التشريعات الأوروبية جعل المشرع الفرنسي يقوم بإجراء تعديل آخر سنة 2013 على القواعد الموضوعة في إصلاحات سنة 2008.

أولا: إصلاحات سنة 2008:

لقد جاءت إصلاحات سنة 2008 من أجل تحقيق إنطلاقة حقيقية للتوريق، وتفادي الإنحرافات التي حصلت فيه، وهي الإنحرافات التي كانت أحد أسباب حدوث الأزمة المالية لسنة 2007، وقد تمت هذه الإصلاحات أساسا بإصدار الأمر 2008-556 المؤرخ في 13 جوان 2008 المتعلق بإعادة التأمين وإصلاح الإطار القانوني للصناديق المشتركة للحقوق الذي عدل المواد من (L.214-42) إلى (L.214-49) من القانون النقدي والمالي الفرنسي، ثم إستكمل هذا التعديل بعد ذلك بالمرسوم 2008-711 بتاريخ 17 جويلية 2008، حيث تم بموجبه إلغاء الإطار السابق لهيئة التوريق والمتمثل

¹ - Le Hir Christian : « *Un cadre juridique assoupli* », op.cit , p. 13.

² - Lautier delphine, Simon Yves : , op.cit, p. 699.

³ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 492.

في الصندوق المشترك للحقوق الفاعل الرئيس للتوريق في النظام الفرنسي آنذاك، وتعويضه بهيئة توريق يمكن أن تعمل إما في شكل:

- صندوق مشترك للتوريق (Fonds Commun de Titrisation) (FCT) وهو هيئة ليست لها شخصية معنوية تشبه الصندوق المشترك للحقوق الملغى والمقتبس من الترتيب الأمريكي.
- أو في شكل شركة توريق (Société de Titrisation) (SDT) تتمتع بالشخصية المعنوية، وهكذا تم تنويع هيئات التوريق.

وبذلك فإن هذه الإصلاحات:

1 — وسعت من مفهوم هيئة التوريق، كما وسعت من مجال التوريق، وأكدت على مسألة تغطية المخاطر (L'exposition aux Risques) لاسيما المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المكتتبون في الحصص والأسهم المصدرة¹.

2 — وبالنسبة لنقل الأصول المورقة عن طريق جدول الحوالة، فبعد أن كانت هذه الحوالة تتم بتسليم جدول حوالة (Bordereau)، وهو طريق خاص للحوالة يتطلب إجراء شكلي وجوهري يتعين القيام به وإلا كانت الحوالة غير نافذة في مواجهة الغير، جاءت المادة (L.214-169-4) الجديدة من القانون النقدي والمالي الفرنسي لتبني نفس آلية حوالة الجدول وتضيف إليها أن هذه الحوالة يمكن أن تحصل أيضا بأي طريق آخر للقانون الفرنسي أو الأجنبي، وهو إصلاح بارز²، يظهر أنه كان موجهها بالأساس لتسهيل عمليات التوريق الدولية، لأنه من الصعب قبول نقل حقوق أجنبية لهذه الهيئة³.

3 — العمل على ضمان الأمان (La Sécurisation) لعمليات التوريق، فالتوريق بإعتباره تقنية للتمويل المهيكل يجب أن يكون في مأمن عن مخاطر إفلاس المؤسسة المالية المحيلة، ولذا عمل المشرع الفرنسي تدريجيا على وضع قواعد تسمح بحماية ميكانيزم التوريق ضد إفتتاح أية إجراءات جماعية ضد

¹ - Piedelièvre Stéphane , Putman Emmanuel : « **Droit Bancaire** », Economica, 2011, p. 601.

² - Granier Thierry : « **présentation générale de la réforme du cadre juridique de la titrisation** », Revue Trimestrielle de Droit Financier, n° 3, 2008, pp. 84-85

³ - Boneau Thierry : « **Droit Bancaire** », 9 édition, Montchrestien, 2011, paris, pp. 701-702.

المؤسسة المحيلة، فنص في المادة (L.214-169-4) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أنه تبقى الحوالة منتجة لآثارها حتى بعد الحكم بإفلاس¹.

4 — وبالنسبة لغرض هيئات التوريق فقد نصت المادة (L.214-168) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن هيئات التوريق تنشأ من أجل تحمل مخاطر شراء الحقوق المورقة، أو إبرام عقود منشئة لأدوات مالية آجلة. ومن جهة أخرى بهدف ضمان التمويل الكامل، أو تغطية المخاطر بإصدار أسهم، حصص أو سندات، عن طريق إبرام عقود منشئة لأدوات مالية آجلة، أو نقل مخاطر التأمين، أو عن طريق اللجوء إلى الاقتراض أو أية أشكال أخرى للتمويل².

5 — بالنسبة لفكرة إنشاء أجنحة (Compartment) داخل هيئة التوريق فقد نصت المادة (L.214-169-1) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن هيئة التوريق يمكن أن تتكون من جناحين أو أكثر عندما تقرر ذلك الشركة أو نظام الصندوق، وكل جناح يمكن أن يقوم بإصدار حصص أو أسهم، أو سندات. وهذه الحصص أو الأسهم أو السندات المصدرة من طرف هذه الهيئة يمكن أن تعطي لأصحابها حقوقا مختلفة على رأس المال و الفوائد³.

6 — أما بالنسبة لخصائص هيئة التوريق فإن الإصلاحات التي حصلت أبرزت العديد من خصائصها، والتي تتمثل أهمها في:

أ — أنها لا يمكن تتعرض للإفلاس:

حيث نصت المادة (L.214-169) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن أحكام الإفلاس التجاري لا تنطبق على هيئة التوريق. ومن ثمة فإن هذا النظام يسمح لهيئة التوريق بأن تكون معزل عن جميع مخاطر الإجراءات الجماعية التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة المحيلة للحقوق.

ب — إن حقوق بعض الدائنين توجد في مرتبة أدنى من حقوق دائنين آخرين:

فهيئة التوريق لا تلتزم بهذه الحقوق إلا في حدود أصولها، وحسب ترتيب الدائنين المحدد عن طريق القانون أو حسب نظام الهيئة أو العقود التي تبرمها. وإن شروط ترتيب حقوق الدائنين لا تكون

¹ - Granier Thierry : « *présentation générale de la réforme du cadre juridique de la titrisation* », op.cit, pp. 85-86.

² - Barneto Pascal et al : op.cit, p. 44.

³ - ibid, p. 44.

مقبولة إلا في الإطار المحدد للتوريق، وهو ما نصت عليه المادة (L.214-169) من القانون النقدي والمالي الفرنسي.

ج – توسيع مجال حساب التخصيص الخاص:

المادة (L.214-173-1) من القانون النقدي والمالي الفرنسي تسمح لكل منشأة مكلفة بتحصيل المبالغ المستحقة، لفائدة الصندوق بطريق مباشر أو غير مباشر، أن تقرر أن هذه المبالغ المقبوضة لحساب الهيئة سوف تقيد في الجانب المدين لحساب حصص للهيئة، حتى تكون هذه المبالغ بمنأى عن دائني الهيئة المكلفة بالتحصيل حتى في حالة إفتتاح الإجراءات الجماعية للإفلاس ضد هذه الهيئة المكلفة بالتحصيل¹.

7 — بالنسبة لتسيير هيئة التوريق: فإن المشرع الفرنسي إعتد أسلوب شركة التسيير لتسيير هيئة التوريق في فرنسا، ويجب أن تكون شركة التسيير معتمدة من طرف سلطة الأسواق المالية (AMF) كشركات تسيير لمحافظة الإستثمار، وذلك على أساس برنامج نشاط تكون له وسائل تقنية وبشرية ومالية ملائمة من أجل ذلك. ومن أمثلة هذه الشركات شركة (France Titrisation) وهي شركة مغفلة مقرها باريس، و (Euro Titrisation) وهي شركة تسيير صناديق مشتركة للحقوق أسست من طرف بنوك (BNP Paribas) و (Natixis) و (Calyon) و (Axa)².

ثانيا: تعديل 25 جويلية 2013:

وهو التعديل الذي حصل بالأمر 2013-676 المؤرخ في 25 جويلية 2013 المتعلق بتعديل الإطار القانوني لتسيير الأصول³، وتنفيذا لتعليمات البرلمان الأوروبي رقم 61/2011 والمجلس الأوروبي بتاريخ 08 جوان 2011 المتعلقة بتسيير صناديق الإستثمار البديلة (صناديق التحوط)، والصادرة في إطار الإصلاحات العميقة التي قام بها الإتحاد الأوروبي على إثر الأزمة المالية الحاصلة ابتداء من سنة 2007، حيث أن الأمر 2013-676 وضع الأحكام المشتركة المطبقة على مؤسسات التوريق، وكذلك القواعد

¹- Barneto Pascal et al : op.cit, p. 45.

²- ibid, p. 46.

³- Journal officiel, n° 0173 du 27 juillet 2013.

<https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000027755194&categorieLien=id>
(consulter le 12.01.2017).

الخاصة بكل هيئة من هيئات التوريق على حدة. ولكن الملاحظ بشأن هذه التعديلات أنها لم تكن تعديلات عميقة، وجاءت في معظمها متطابقة مع القانون السابق الصادر بالأمر 2008-556 بتاريخ 13 جوان 2008، وقد كان الهدف منها هو تكييف التشريع الفرنسي المتعلقة بالتوريق مع تشريعات الإتحاد الأوروبي الصادرة بعد الأزمة المالية لسنة 2007، ومن أهم ما جاء في هذا القانون الجديد:

1 – بالنسبة للغرض من مؤسسات التوريق:

فقد نصت المادة (L.214-168) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن الغرض من هيئات التوريق من جهة هو تحمل المخاطر بما فيها مخاطر التأمين عن طريق شراء حقوق أو إبرام عقود منشئة لأدوات مالية آجلة أو ناقلة مخاطر التأمين، ومن جهة أخرى ضمان التمويل الكامل أو تغطية مخاطره عن طريق إصدار حصص أو سندات، من خلال إبرام عقود منشئة لأدوات مالية آجلة أو محولة لمخاطر التأمين أو عن طريق اللجوء إلى الإقتراض أو أية أشكال أخرى للموارد. وتأخذ هيئة التوريق إما شكل: صندوق مشترك للتوريق، وإما شكل شركة توريق.

2 – وجوب الاستعانة بمؤسسة تصنيف إئتماني:

نصت المادة (L.214-170) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أنه في حالة قيام هيئة التوريق بإصدار حصص أو أسهم أو سندات موجهة للجمهور من خلال عرض عام فإنه يتعين عليها إصدار وثيقة تتضمن تقييماً لخصائص هذه الحصص أو الأسهم أو السندات التي تعتمده هيئة التوريق إصدارها أو الحقوق التي يعتمده شرائها والعقود المنشئة لأدوات مالية آجلة أو ناقلة لمخاطر التأمين التي تقترح إبرامها، وتقدير المخاطر التي تنشأ عنها وذلك عن طريق مؤسسة تدرج ضمن قائمة معدة من طرف الوزير المكلف بالإقتصاد بعد أخذ رأي سلطة الأسواق المالية (AMF)، وهذه الوثيقة يتم إعلانها للمكثتين.

كما أوجبت المادة (L.214-171) من القانون النقدي والمالي على هيئات التوريق إعلام البنك المركزي الفرنسي بكل المعلومات الضرورية لإعداد الإحصائيات النقدية حسب شروط محددة عن طريق مرسوم من مجلس الدولة.

3 — بالنسبة لتسيير هيئة التوريق:

نصت المادة (L.214-173) من القانون النقدي والمالي بأن هيئات التوريق يتم تسييرها عن

طريق شركة تسيير:

أ — بالنسبة لشركة التوريق:

فقد نصت المادة (L.214-176) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن شركة التوريق

هي هيئة توريق تنشأ إما في شكل شركة مغفلة وإما في شكل شركة مساهمة بسيطة، كما نصت عليه

المادة (L.214-177) من القانون النقدي والمالي الفرنسي أن تسييرها تتكفل به شركة تسيير وفوق

ما تنص عليه المادة (L.532-9) من القانون النقدي والمالي الفرنسي المعدلة بالمادة 25 من الأمر

2014-01 بتاريخ 02 جانفي 2014 وهذه الشركة تكون معينة في عقد تأسيس شركة التوريق.

ب — بالنسبة للصندوق المشترك للتوريق:

فقد نصت المادة (L.214-181) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن هذا الصندوق

يتم تأسيسه بمبادرة مشتركة من مؤسسة التسيير ومن مؤسسة مؤتمنة، مما يفيد ضمنا أن شركة التسيير

هي التي تتولى تسييره، وهو ما يتماشى مع ما نصت عليه المادة (L.214-183-1) من القانون النقدي

والمالي الفرنسي من أن هذه الشركة هي شركة تسيير محافظ وفقا للمادة (L.532-9) من القانون

النقدي والمالي الفرنسي، كما نصت المادة (L.214-183-1) أن تعين في النظام الذي يحكم الصندوق،

وتقوم بتمثيل الصندوق في مواجهة الغير في كل دعوى أمام القضاء

وإضافة لذلك فقد نصت المادة (L.214-179-1) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أنه

عندما تكون شركة التوريق قد أنشأت في شكل شركة مغفلة بغض النظر عن الأحكام الواردة

في القسم الثاني والثالث من الكتاب الثاني من القانون التجاري الفرنسي فإن الجمعية العمومية العادية

يمكن أن تتعقد حتى دون إكتمال النصاب القانوني، ونفس الشيء بالنسبة للجمعية العمومية الإستثنائية

التي يمكن أن تتعقد بالرغم من عدم إكتمال النصاب بعد الإستدعاء الثاني. كما نصت على أنه يمكن

لأي شخص طبيعي أن يمارس في نفس الوقت (5) عهدة كمدیر عام وكعضو مجلس إدارة أو كمدیر

عام وحيد لشركة التوريق. وأن عهدة مدير عام أو عضو مجلس الإدارة ومدير عام وحيد الممارسة

داخل شركة توريق لا تدخل في الحسابان بخصوص الجمع بين الوظائف داخل شركة التوريق المنصوص عليها في الكتاب الثاني من القانون التجاري الفرنسي.

5 – المؤسسة المؤتمنة:

ألزم القانون النقدي والمالي الفرنسي حفظ أصول الصندوق المشترك للتوريق طرف مؤسسة مؤتمنة، وهو ما نصت عليه المادة (L.214-181) من القانون النقدي والمالي، وأكدت عليه المادة (L.214-178) من القانون النقدي والمالي الفرنسي بالنسبة لشركة التوريق. والمؤسسة المؤتمنة هي مؤسسة إئتمان تنتمي إلى إحدى دول المنطقة الاقتصادية الأوروبية، أو مؤسسة إئتمان مدرجة في قائمة محددة بقرار من الوزير المكلف بالإقتصاد، أو أية مؤسسة معتمدة من طرف هذا الوزير. فهي تحتفظ بالحقوق المكتسبة من طرف الصندوق وتضمن إنتظام وقانونية قرارات الشركة المسيرة فيما يتعلق بهذا الصندوق، والإحتفاظ بهذه الديون يمكن أن يكون مضمونا تحت مسؤوليتها من طرف المحيل (المتنازل) أو المنشأة المكلفة بتحصيل الديون ضمن شروط محددة عن طريق مرسوم.

6 – محافظ الحسابات:

فبالنسبة للصندوق المشترك للتوريق نصت المادة (L.214-185) من القانون النقدي والمالي الفرنسي بأنه يعين مجلس الإدارة المسير أو مجلس المديرين لشركة التسيير محافظ حسابات الصندوق، ويقوم محافظ الحسابات بإعلان مسيري شركة التسيير وكذلك سلطة الأسواق المالية بكل المخالفات والأخطاء التي يتوصل إليها أثناء تأدية مهمته.

أما بالنسبة لشركة التوريق فقد نصت المادة (L.214-179-4) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أنه يعين مجلس الإدارة أو مجلس المديرين محافظ حسابات الشركة. ويقوم محافظ الحسابات بإشعار مسيري شركة التوريق وكذلك هيئة الأسواق المالية بكل المخالفات والأخطاء التي يتوصل إليها أثناء تأدية مهمته.

7 – إمكانية إجراء إصدارات أخرى (Rechargement):

نصت المادة (L.214-182) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن الشروط التي بموجبها يمكن للصندوق إصدار حصص جديدة بعد الإصدار الأساس للحصص تتحدد عن طريق عقد

تأسيسه، وهي ميزة تؤدي إلى إطالة فترة حياة الصندوق، وعدم إقتصاره على عملية إصدار واحدة مثلما كان عليه الأمر سابقا في ظل الصندوق المشترك للحقوق (FCC).

والملاحظ بالنسبة لهذه الإصلاحات هو أنها عملت فيما يخص تنظيم أجهزة التوريق على تكريس مبدأ الفصل بين وظائف التسيير والحفظ الذي يقوم به المؤتمن، فهيئة التوريق تدير من طرف شركة تسيير محافظ أوراق مالية، في حين أن سيولة وحقوق هيئة التوريق يتم حفظها من طرف مؤسسة مؤتمنة وحيدة مستقلة عن مؤسسة التسيير، والغرض من هذا الفصل بين هذه الوظائف هو أنه يسمح بضمان أمن نظام الإكتتاب. ولكن يلاحظ أن هذا الفصل سيكون محل شك عندما تكون المؤسسة المسيرة والمؤسسة المؤتمنة تنتمي إلى نفس التجمع¹.

إن هذه الإصلاحات التي تمت على الإطار القانوني للتوريق في فرنسا عملت على تقوية نظام التوريق عن طريق منح الإمكانية لهيئات التوريق من أجل منح ضمانات و رهون لبعض أصولها، فالمادة (L.214.169.3) من القانون النقدي والمالي الفرنسي نصت على أن هيئات التوريق يمكنها تقديم رهن حيازي لأدوات مالية أو منح بعض عناصر أصولها كضمانات وفقا للشروط المحددة في المادة (L.431-7-3) من القانون النقدي والمالي الفرنسي. وهذه الأحكام تمكن من إنشاء ضمانات مالية، ومن ثمة التشجع على ضمان إلتزامات الدفع تجاه المؤسسات المحيلة، ويمكن هذه المؤسسات المحيلة من الإقتصاد في إستخدام الأموال الخاصة إستجابة لمقررات (بازل 2)².

المطلب الثاني

الصندوق المشترك للتوريق

الصندوق المشترك للتوريق (FCT) هو صورة متطورة من الصندوق المشترك للحقوق (FCC)، ولقد إختار المشرع الفرنسي الإبقاء على شكل هيئة التوريق التي كان قد إقتبسها بشكل كبير من منشأة الترس الأنجوسكسونية، وذلك بسبب المزايا العديدة والمرونة التي يوفرها هذا النموذج، وستتناول في هذا المطلب هذه الهيئة المتمثلة في الصندوق المشترك للتوريق، وسنقسمه إلى خمسة فروع كالتالي:

¹ - Bonneau Thierry : « **Droit bancaire** », 11 édition, op.cit, pp. 776-777.

² - Galland Maxime : « **La réforme du cadre juridique de la titrisation** », Revue Lamy Droit des Affaires, n° 32, Novembre 2008, p. 32.

الفرع الأول: الطبيعة القانونية للصندوق المشترك للتوريق.

الفرع الثاني: تأسيس الصندوق المشترك للتوريق.

الفرع الثالث: عمل الصندوق المشترك للتوريق.

الفرع الرابع: تسيير الصندوق المشترك للحقوق.

الفرع الخامس: إنقضاء الصندوق المشترك للتوريق.

الفرع الأول: الطبيعة القانونية للصندوق المشترك للتوريق:

الصندوق المشترك للتوريق (FCT) هو استمرار للصندوق المشترك للحقوق (FCC)، والصندوق المشترك (FCT) للتوريق هيئة تكون في شكل ملكية مشتركة ليس لها شخصية معنوية¹، كما لا تنطبق عليه أحكام القانون المدني المتعلقة بالشيوع، وكذلك المواد من (1871) إلى (1873) من نفس القانون المتعلقة بشركة المحاصة.

وعلى هذا فإن المستثمرين بإعتبارهم حاملين لحصص الصندوق يعتبرون مالكين ملكية مشتركة على الشيوع لأموال الصندوق، أي للحقوق و السيولة ذات المصادر المختلفة، ولكن ليس لهم حقوق المالك على الشيوع، فليس لهم الحق في طلب الخروج من الشيوع، كما لا يمكن إعتبارهم شركاء، وهذه الوضعية هي ما جعلت الفقه يؤكد على خصوصية هذا الصندوق سواء من حيث غرضه أو مضمون الملكية المشتركة. ذلك أن محل حق هؤلاء المالكين ينصب على حقوق شخصية، وهي الحقوق التي تنشأ ما بين شخصين يمكن لأحدهما (الدائن) مطالبة الآخر (المدين) بتنفيذ التزام محدد واقع عليه، ومن ثمة فإنه لا يمكن مبدئياً إعتبار هذا الحق حق ملكية بالمعنى الدقيق، ولكن هذا المبدأ ترد عليه إستثناءات فالمشرع أصبح يقبل بوجود حق الملكية على حق الدائنية (الحق الشخصي) وهو ما جعل أحد الباحثين يقول بوجود مفهوم جديد لحق الملكية لا يرد على الأشياء المادية، وإنما مؤسس على القيم (Les Valeurs)، وليس فقط على الأشياء المادية².

كما يرى بعض الفقهاء من أبرزهم البروفيسور (Thierry Bonneau) أن المكتتبين هم ملاك على الشيوع للأصول المكونة للصندوق المشترك للتوريق، وإذا كان حقيقة أنه لا يمكنهم ممارسة كل

¹ - Barneto Pascal et al : op.cit, p. 45.

² - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 512.

السلطات التي يخولها القانون على الملكية، إلا أن هذا ليس عائقاً أمام الاعتراف لهم بصفة المالكين. ومن جهة أخرى فإن الحالات التي يتم الاعتراف فيها لشخص بإمكانية الحصول على الحق مع منعه من مباشرته عديدة في القانون الفرنسي، منها على سبيل المثال حالة القاصر، والمصاب بعارض من عوارض الأهلية تجعله عديم أهلية الأداء، فهؤلاء يكونون أصحاب حقوق ومنها على الأخص حق الملكية ولكنهم لا يستطيعون ممارستها بأنفسهم، فهم في حاجة إلى ممثل قانوني، وهو نفس الشيء بالنسبة للملاك المشتركين في الصناديق المشتركة. كما أن نقل ملكية هذه الأصول عن طريق الترس أو العهدة (Fudicie) و تخصيص هذه الأصول من أجل تحقيق المصلحة الجماعية لمجموع الملاك المشتركين كاف من أجل تبرير القيود الواردة على صفتهم كمالكين¹. وهو ما جعل البعض أيضاً يقول أن كون الصندوق المشترك للتوريث (ومن قبله الصندوق المشترك للحقوق) لا يتمتع بالشخصية القانونية المعنوية يطرح أيضاً التساؤل كيف يمكن لهذا الصندوق أن يشارك في مثل هذه العملية القانونية؟ في الواقع أنه لا يمكن فهم هذا الميكانيزم إلا بشرط أن ينظر إلى هذا الصندوق كمجرد تقنية بسيطة لتخصيص الحقوق. فالمرجع خصص ذمة تخصيص مشترك لعدة مؤسسات إئتمانية صناديق ايداع وشركات تأمين، وبمعنى آخر فإن الحقوق التي حشدت لا يتم في الحقيقة حوالتها، لأنه لا يوجد مجال عليه، ولكن مجرد ملكية مشتركة مخصصة من قبل صاحبها².

إن الصعوبة في إستيعاب النصوص الحديثة تجعل من الضروري الرجوع إلى القانون المدني من أجل تفسير النصوص المالية. فبالرغم من أن القانون المالي له إستقلالية أكيدة، إلا أن هذه الاستقلالية لا يمكن أن تكون تامة ومطلقة إنطلاقاً من أن هذا القانون يستعير الكثير من تقنيات القانون المدني. وفي نفس الوقت فإن القانون المالي عمل على تطوير مفاهيم القانون المدني وهو ما يلاحظ عند تحليل الطبيعة القانونية للصندوق المشترك، خاصة بالنسبة لذمة التخصيص المسيرة والمراقبة من طرف وكيلين للمصلحة الحصرية للملاك المشتركين. إن الصندوق المشترك يعتبر فئة قانونية نموذجية في كل مرة يتم فيها إنشاء ملكيات مشتركة غير قابلة للإنقسام وذات مسؤولية محددة، ولهذا فحتى في ظل وجود أهداف مختلفة فإن الصندوق المشترك للتوريث والصناديق المشتركة للإستثمار لهما نظام قانوني متشابه³.

¹ - Bonneau Thierry : « *Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil* », Revue Trimestrielle de Droit Civil, n° 1, janvier-mars 1991, pp. 20-21.

² - Billiau Marc : « *La transmission des créances et des dettes* », L.G.D.J, 2002, Paris, p. 69.

³ - ibid, p. 48.

وبالنسبة لمضمون حق ملكية المكتبتين فإن قواعد القانون المدني المتعلقة بالشيوع لا تنطبق على الصندوق المشترك للتوريق، فالمكتبتين يمكنهم ممارسة حقهم في الملكية على الحصص المصدرة المتمثلة في حقوق دائنية، ولكن ليس لهم أي حق على مجموع أصول الصندوق المشكل من هذه الأصول، فلا يمكنهم التدخل في تسيير الصندوق، و أن المستثمرين لا يمكنهم طلب قسمة الأصول المشاعة في حين أن المادة (815) من القانون المدني الفرنسي تعطي الحق للمالك على الشيوع طلب قسمة المال المشترك، وهو ما جعل البروفيسور (Thierry Bonneau) يقول أن المكتبتين هم ملاك مشتركين بدون سلطات¹.

إن البحث في الطبيعة القانونية للصندوق المشترك للتوريق يكشف عن بعض الغرابة القانونية، فهذه الهيئة ليست لها الشخصية القانونية، ولكن بعض خصائصها يجعلها تعتبر ملكية مشتركة بدون أن يكون لها جميع خصائص هذه الملكية المشتركة، فعمل الصندوق المشترك للتوريق يقترب من عمل الترس، فهناك شركة تسيير ومؤتمن الذين تكون لهما المبادرة (المنشئ) وسلطات تسيير (أمين الترس) في فائدة حملة الحصص (المستفيدين من الترس). فهذا الإسقاط غير كامل، ولكنه يعمل وفق نفس الفكرة. فالأمر يتعلق بإنشاء أداة تسمح بإنجاز عملية توريق ضمن شروط مناسبة بالإعتماد على مخطط معروف ومجرب. ولهذا فإن الصندوق المشترك للتوريق يعتبر بنية أصيلة، والتي بنظر التصنيفات التقليدية يعتبر أحيانا كشكل خاص لتنظيم الملكية الجماعية².

ويرجع السبب في عدم إعطاء الصندوق المشترك للتوريق الشخصية المعنوية هو أن اعتماد شكل الشركة بالنسبة لهيئة التوريق سيؤدي إلى ازدواج ضريبي، لأن المداخل المتحصل عنها سوف تفرض عليها الضريبة باعتبارها مداخل للشخص المعنوي ومرة أخرى باعتبارها مداخل للشركاء³. و هي مسألة بالغة الأهمية من ناحية الجدوى الاقتصادية للتوريق.

الفرع الثاني: تأسيس الصندوق المشترك للتوريق:

يؤسس الصندوق المشترك بعيدا عن أية مشاركة من الملاك الشركاء (المستثمرين)، تماما مثلما يحدث في تأسيس الترس، وهو ما نصت عليه المادة (L.214-181) من القانون النقدي والمالي

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 513.

² - ibid, p.514.

³ - De Kergommeaux Xavier : « organisation de titrisation », op.cit, p. 723.

الفرنسي التي تنص على أنه يتم تأسيسه بمبادرة مشتركة من شركة تتولى تسييره ومن شخص معنوي هو المؤسسة المؤتمنة تودع لديه السيولة وحقوق الصندوق. فالمرجع الفرنسي بين صراحة الهيئات التي تشارك في تكوين الصندوق المشترك للتوريق. إن تحديد هؤلاء المبادرين عن طريق نص قانوني يمكن في نفس الوقت من تحديد المسؤولين عن أي عيب في هذا التأسيس، وهو ما يجعل المؤسسين يحضرون بعناية لعملية التأسيس. ويقع عليهم عبء العثور على مؤسسة إئتمان ترغب في القيام بعملية توريق الحقوق. وعمليا فإن هذا الميكانيزم غالبا ما يكون عكسيا، ذلك أن المؤسسة المالية التي ترغب في حوالة الحقوق هي التي تتصل بشركة التسيير. وهذه الأخيرة تتكفل بالقيام بمختلف الإجراءات مع المؤسسة المؤتمنة للصندوق والتي يمكن أن تكون هي نفسها المؤسسة المحيلة. وهاتين الشركتين هما من تقومان بتحديد شروط القيام بعملية حوالة الحقوق وإصدار الحصص، كما تقومان أيضا بوضع الترتيبات المتعلقة بمسألة تحصيل الحقوق وكذلك الضمانات المقررة لها. كما أنه من الضروري أن تقوما بتوضيح دقيق للبنية المالية والقانونية للصندوق. كما يتعين أيضا على المؤسسين الاستعانة بمؤسسة للتصنيف الائتماني من أجل إعطاء تقييم لهذه الأصول. و يضمّن المنظم (L'arrangeur) التنسيق بين كل هؤلاء المتدخلين، ومن ثمة يتضح أن بداية عملية التوريق مرهونة بتحديد كل هؤلاء المتدخلين¹.

وبالنسبة لحق الجمهور في الإعلام تنص المادة (L.214-181-2) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أنه عند قيام الصندوق بإصدار حصص أو سندات وقبول تداولها في سوق منظم أو طرحها للجمهور يتوجب على شركة التسيير والمؤسسة المؤتمنة إعداد الوثيقة المشار إليها في الفقرة (01) من المادة (1-412) من القانون النقدي والمالي الفرنسي، وهي وثيقة موجهة لإعلام الجمهور بخصوص محتوى وترتيبات عملية التوريق وكذلك الوضعية المالية وتطور نشاط المصدر والضامين المحتملين للأدوات المالية التي تكون موضوع عملية، ضمن الشروط المقررة في النظام العام لسلطة الأسواق المالية. وعمليا فإن كلا من شركة التسيير والمؤسسة المؤتمنة يتوجب عليهما إعداد نشرة تتكون من وثيقة مرجعية ومذكرة بالعملية وملخصا عنها، يقدم لسلطة الأسواق المالية من أجل الحصول على تأشيرة مسبقة. وهذه النشرة تلحق بوثيقة أخرى تتضمن التقييم الذي تقوم به وجوبا مؤسسة من مؤسسات التصنيف الائتماني، وأن الصندوق لا يمكن أن يؤسس ويبدأ عمله إلا بعد إستيفاء هذه

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 515.

الشكليات. وهذه المذكورة يتوجب القيام بها عند كل عرض عام موجه للجمهور، وبمفهوم المخالفة فإنه لا يكون ملزما في حالة عرض خاص¹.

الفرع الثالث: الغرض من نشاط الصندوق:

لقد نصت المادة (L.214-168) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن غرض مؤسسات

التوريق هو:

1 — تغطية المخاطر بما فيها مخاطر التأمين عن طريق إقتناء أصول أو إبرام عقود منشئة لأدوات مالية آجلة أو ناقلة لمخاطر التأمين.

2 — ضمان التمويل الكامل أو تغطية مخاطره عن طريق إصدار حصص أو سندات أو أسهم عن طريق إبرام عقود منشئة لأدوات مالية آجلة. أو محولة لمخاطر التأمين أو عن طريق اللجوء إلى الإقتراض أو أية أشكال أخرى من الموارد.

الفرع الرابع: تسيير الصندوق المشترك للتوريق:

يتم تسيير الصندوق المشترك للتوريق وجوبا عن طريق شركة تسيير، وهو ما نصت عليه المادة (L.214-181) من القانون النقدي والمالي الفرنسي، ثم نصت المادة (L.214-183-1) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن هذه الشركة المكلفة بالتسيير هي شركة تسيير محافظ (Sociétés de Gestion de Portefeuille) تؤسس بموجب المادة (L.532-9) من القانون النقدي والمالي الفرنسي، وهذه الشركة يجب أن تكون معينة في النظام الأساس للصندوق، وتمثل الصندوق في مواجهة الغير وفي كل الدعاوى المرفوعة أمام القضاء سواء أكانت مدعية أو مدعى عليها، وسواء تعلق الأمر بعلاقات تعاقدية أو بعلاقات ناتجة عن أفعال تقصيرية، وهذا الطابع غير المحدود يجعل من شركة تسيير الصندوق المشترك للتوريق اليد الضاربة للصندوق بحكم غياب الشخصية المعنوية للصندوق. ولكن عمليا فإن المؤسسة الحيلة تكون موكلة من طرف شركة التسيير للتصرف باسم ولفائدة الصندوق حتى يمكن أن تمارس في مواجهة المدينين جميع الحقوق والصلاحيات المخولة للصندوق بمقتضى إتفاقية التحصيل².

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, pp. 516-517.

² - De Kergommeaux Xavier : « organisation de titrisation », op.cit, p. 728.

و دور شركة التسيير يبدأ منذ تأسيس الصندوق، يستمر في كل مراحل حياة الصندوق إلى غاية تصفيته، وتعتبر إدارة الصندوق هي جوهر مهام شركة التسيير إذ يتوجب عليها أن تضمن تسيير الصندوق وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها، ولأجل ذلك فهي تتمتع بهامش واسع للمناورة من أجل إضفاء ديناميكية خاصة على تسيير أصول وخصوم الصندوق¹.

وتوجب أنظمة سلطة الأسواق المالية الفرنسية على شركة التسيير أن تقدم الضمانات الكافية فيما يتعلق بسمعة الشركة والتجربة المهنية لمسيرها. وأن عليها أن تعد أنظمة تسيير وتنظيما مكيفا مع إستراتيجية الشركة أو الصندوق، تسمح بتحليل المخاطر التي تمثلها العمليات المنجزة وأن تمارس رقابة مستقلة على العمليات المنجزة².

أما بالنسبة لإلتزامات شركة التسيير فتتضمن المادة (321-19) من النظام العام لسلطة الأسواق المالية أن شركة التسيير يجب عليها تعزيز مصالح حاملي حصص الصندوق المشترك للتوريق، التي يجب أن تكون المحفز والهدف الحصري لكل العمليات المنجزة في إطار تسيير الصندوق، وكذلك فمن المنطقي أنه يتعين عليها الإمتناع عن القيام بكل عمل يكون الهدف منه تغليب مصالحها الخاصة أو مصالح شركائها أو مساهميها على حساب مصالح حاملي السندات. وفي هذا المجال فإن الحد من تضارب المصالح يمثل إنشغالا كبيرا في هذا المجال، وأن مختلف النصوص الصادرة عن سلطة الأسواق المالية تتناول هذه المسألة منها المادة (321-8) من نظام الأسواق المالية الفرنسية التي تنص على أنه يجب على شركة التسيير أن تتجنب التضارب في المصالح، وإن إقتضى الأمر أن تحل هذه المسألة بصورة منصفة بالنسبة لحاملي سندات هيئة التوريق، وأن تعلم حاملي هذه السندات بطريقة مناسبة في حالة وجود حالة من حالات تضارب المصالح وهو ما يحقق إستقلالية نشاط شركة تسيير شركة التوريق. كما أن المادة (321-27) من نظام الأسواق المالية توجب على شركة التسيير القيام بكل ما من شأنه إحترام قواعد حسن التسيير، كما نصت المادة (L.561-1) من القانون النقدي والمالي على إلزام كل المؤسسات البنكية والمالية ومنها على الأخص شركات تسيير مؤسسات التوريق بالعمل على مكافحة تبييض رؤوس الأموال³.

¹ - Couret Alain et al : op.cit, pp. 613-614.

² - Le Cannu Paul, et al : op.cit, pp. 520-521.

³ - ibid, pp. 522-23.

وشركة تسيير المحافظ تدخل ضمن فئة شركات الخدمات الإستثمارية حسب المادة (L.531-1) من القانون النقدي والمالي الفرنسي، وحسب المادة (L.532-9) من القانون النقدي والمالي الفرنسي فإن شركات تسيير المحافظ هي مؤسسات إستثمارية تقوم بصفة أساس بتقديم خدمات تسيير المحافظ لفائدة الغير. وهذه الشركات يتوجب أن تخضع للإعتماد من طرف سلطة الأسواق المالية الفرنسية التي تتأكد من إستيفائها الشروط المختلفة التي تنص عليها أنظمة الأسواق المالية. كما تخضع سلطة الأسواق المالية هذه الشركة إلى تنظيم دقيق يحقق توزيع المهام في الشركة وتحديد للمسؤولية والرقابة يسمح بتأمين سرية المعلومات طوال فترة نشاطها، وكذلك ضمان إستمرارية أداؤها لعملها وحسن مسكها لمحاسبة متوافقة مع الأنظمة المعمول بها، وكذلك إعتماد سياسة تسيير المخاطر وتحديد درجاتها، وتحديد الأخطار المتعلقة بعملها، ووجوب توفرها على نظام رقابة داخلية دورية فعال¹. إضافة إلى الحرص على تحقيق مصلحة حاملي حصص الصندوق الذي تسييره، وأن تمارس عملها في إطار إحترام سلامة وشفافية وأمن الأسواق المالية. و من هذا المنظر فإن تنظيمها يجب أن يسمح بممارسة نشاطها بأمانة وبكل عناية ونزاهة لمصلحة حاملي الحصص. مع الحرص على تفادي أي تضارب في المصالح في تسييرها، مع وجوب التقيد بمجموع القواعد المتعلقة بمحاربة تبييض رؤوس الأموال². و أن تتصرف بتزاهة وإحترافية في خدمة مصالح الزبائن. كما يتوجب عليها إعلام زبائنها بكل المعلومات الضرورية والدقيقة والواضحة و الغير مضللة المتعلقة بعملها وبوضعيتها المالية وأهدافها³. و هو ما تنص عليه المادة (L.533-10) وما يليها من القانون النقدي والمالي الفرنسي.

ولا يقتصر دور شركة التسيير على مراقبة عملية تحصيل الحقوق من المدينين والوفاء بالإلتزامات المالية لفائدة حاملي السندات وإنما تتمتع بسلطات كثيرة في الإدارة بخصوص شراء محافظ الحقوق وإستثمار فائض أموال الصندوق في شراء بعض السندات المالية فشركة التسيير تستثمر خبرتها في إدارة هيئة التوريق، وهي الخبرة التي لا تتوفر لدى حاملي السندات، ولكن يبقى دائما لشركة التسيير إتخاذ قراراتها إستقلالا عن حاملي السندات أو المؤسسة المؤتمنة، مما يجعل مهمة شركة التسيير في مركز قانوني مشابه لمركز الأمين في نظام الترسد الأنجلوسكسوني⁴.

¹ - Le Canu Paul, et al : op.cit, pp. 524-525.

² - Couret Alain et al : op.cit, pp. 132-133.

³ - Le Canu Paul, et al: op.cit, pp. 526-527.

⁴ - فضلي هشام: مرجع سابق، ص.88.

وهذا البعد الأساس الذي تأخذه مهمة شركة التسيير يفسر بدون شك لماذا تلزم هذه الشركة بأن تقدم في كل سداسي من السنة جرداً بأصول كل هيئة من هيئات التوريق التي تتولى تسييرها¹.

و إلى جانب شركة التسيير التي تتولى تسيير الصندوق يوجد القانون مؤسسة أخرى هي المؤسسة المؤتمنة (Etablissement Dépositaire) تشارك إلى جانب شركة التوريق في تأسيس هيئة التوريق، ثم تتولى بعد ذلك حفظ الحقوق المورقة التي يعهد بها إليها من هيئة التوريق، وكذلك مراقبة إنتظام عمل شركة التسيير، وفي القانون الفرنسي فإن هذه المؤسسة المؤتمنة يمكن أن تكون مؤسسة من مؤسسات الإئتمان المعتمدة في فرنسا أو في دولة من دول المنطقة الإقتصادية الأوروبية (*European Economic Area*) وإما أن تكون مؤسسة أخرى معتمدة من طرف وزير الاقتصاد²، وهو ما تنص عليه المادتين: (L.214-178) و (L.214-181-2) من القانون النقدي والمالي الفرنسي.

وقد عرفت المادة (L.511-1) من القانون النقدي والمالي هذه المؤسسات المؤتمنة بأنها أشخاص معنوية تقوم بحكم وظيفتها المعتادة بعمليات بنكية على معنى المادة (L.311-1) من القانون النقدي والمالي الفرنسي.

ومهمة الحفظ التي تقوم بها المؤسسة المؤتمنة تتمثل في حفظ الحقوق وسيولة الصندوق ومراقبة القرارات التي تتخذ من طرف شركة التسيير. فمسك السجلات الخاصة بالحصص و الأوراق المالية المسجلة في جانب خصوم الصندوق تكون من صلاحيات شركة التسيير، لكن هذه المهمة يمكن أن تسند من قبل شركة التسيير إلى المؤسسة المؤتمنة. فمهمة الحفظ التي يقوم بها المؤتمن في الأصل واسعة جداً. لكن عندما يتعلق الأمر بصندوق التوريق فإن هذه المهمة تقتصر على حفظ السيولة والحقوق فقط، ولأجل ذلك فإنها تفتح في سجلاتها (أو تحت مسؤوليتها في دفاتر مؤسسة أخرى من مؤسسات الإئتمان) بإسم هيئة التوريق حساباً أو أكثر يسجل و يجمع العمليات النقدية لهيئة التوريق، وهو ما تنص عليه المادة (2-323) من اللائحة العامة لسلطة الأسواق المالية الفرنسية³.

¹- Couret Alain et al : op.cit, p. 615.

²- ibid, p. 614.

³- De Kergommeaux xavier, et al: «La responsabilité du dépositaire d'un fonds commun de titrisation», op.cit, p. 113

ويمكن للمؤسسة المؤتمنة أن تلجأ إلى وكيل أو عدة وكلاء من أجل القيام بكل أو جزء من المهام المرتبطة بحفظ سيولة هيئة التوريق، وفقا لإتفاق يحدد مدى هذه الوكالة، ولكن مسؤوليتها تجاه هيئة التوريق وبالتالي المستثمرين أيضا تبقى قائمة لا تتأثر¹.

أما في النظام الأنجلوسكسوني فالقانون الإنجليزي على سبيل المثال لا ينص على وجود شركة التسيير أو مؤسسة مؤتمنة كأجهزة لعملية التوريق، فالإلتزامات التي تخضع لها شركة التسيير في فرنسا تقع في إنجلترا على عاتق أمين الترس، الذي يضمن أيضا دور المؤسسة المؤتمنة، ولكن بالمقابل ليس أمين الترس هو من يقوم بمبادرة تأسيس هيئة التوريق، ولكن الذي يقوم بذلك هو المنشئ².

وتعمل شركة تسيير هيئة التوريق تحت رقابة المؤسسة المؤتمنة، وفي حالة إخلال شركة التسيير بإلتزاماتها فإن المؤتمن يمكن أن يطلب من القضاء عزل مسيري شركة التسيير، إضافة إلى أن حاملي الحصص أو حاملي السندات يجوز لهم وفقا للقواعد العامة المطالبة بإثارة مسؤولية شركة التسيير على أساس الخطأ إستنادا لنص المادة (1382) من القانون المدني الفرنسي، وهي الدعوى التي تمارس ضد مسيري شركة التسيير وكذلك ضد المؤسسة المؤتمنة، حيث يجوز للقضاء الحكم بعزل مسيري شركة التسيير أو المؤسسة المؤتمنة³.

كما تقوم هذه المؤسسة المؤتمنة بالتأكد من إنتظام قرارات شركة التسيير حسب الشروط المنصوص عليها في النظام العام لسلطة الأسواق المالية. كما أن حفظ هذه الحقوق يمكن مع ذلك أن يكون من طرف المحيل تحت مسؤولية المؤسسة المؤتمنة. وبذلك فإن المحيل وفق هذا النص يمكن أن يكون هو نفسه المؤتمن، ولكن بالمقابل فإن المؤتمن لا يمكن أن يكون هو نفسه المسير، وهي إستحالة منطقية بما أن المؤتمن يتولى مراقبة نشاط شركة التسيير ومن ثمة لا يمكنه أن يكون خصما وحكما في آن واحد. فكلًا من شركة التسيير والشركة المؤتمنة يجب أن تكونا مستقلتين، وأن هذا الفصل في الوظائف بينهما يحقق الأمان لهذا النظام، ويتمثل الدور الرئيس للمؤسسة المؤتمنة في تلقي التدفقات النقدية المتولدة عن

¹- De Kergommeaux xavier, et al: «La responsabilité du dépositaire d'un fonds commun de titrisation», op.cit, p. 113.

²- Burnat Florian et al : op.cit, p. 148.

³- De Kergommeaux Xavier : « organisation de titrisation », op.cit, pp. 728-729.

عمليات التوريق في إنتظار توزيعها على المستثمرين. ويتعين على المؤسسة المؤتمنة أن تضمن تحت مسؤوليتها الإحتفاظ بالأصول المحالة، كما تتلقى أيضا سيولة هيئة التوريق¹.

ومن أجل تنظيم العلاقة بين المؤسسة المؤتمنة وهيئة التوريق فإن سلطة الأسواق المالية توجب في المادة (11-33) من نظامها العام أن يقوم هذان الطرفان بإبرام إتفاقية تتضمن شروط وتعيين الخدمات المتفق عليها والمكافأة المتعلقة بها، وكذلك كيفية الإتصال بين الطرفين المتعاقدين بشأن المعلومات التي يتوجب نقلها لبعضهما.

والمراقبة التي تقوم بها المؤسسة المؤتمنة بخصوص إنتظام قرارات شركة التسيير هي مراقبة بعدية وليست قبلية وتستبعد كل مراقبة نفعية. وهذا المبدأ لازم لإستقلال شركة التسيير، ذلك أن المراقبة القبلية ستؤدي إلى إطالة آجال تنفيذ العمليات، وهو ما يعد تدخلا من المؤسسة المؤتمنة في نطاق مسؤولية مؤسسة التسيير. وهذه المهمة للمؤسسة المؤتمنة يجب منطوقيا أن تخضع لقواعد الإلتزام ببذل عناية وليس للإلتزام بتحقيق غاية. وفي الحقيقة فإن المؤسسة المؤتمنة لا تكون محملة إلا بالإلتزام المراقبة البعدية. وأن مسؤوليتها لا يجب أن تثار لمجرد إتخاذ قرار من قبل شركة التسيير والتي لا يكون للمؤتمن بشأنه أية سلطة رقابة قبلية، كما أن هذه المهمة في الرقابة لا يمكن تفويضها للغير².

ومسؤولية المؤسسة المؤتمنة (وهو نفس الأمر أيضا بالنسبة لشركة التسيير) يمكن أن تثار مدنيا أو جزائيا وفقا للقواعد العامة، وأيضا إستنادا للنصوص الخاصة التي تحكم عملهما³.

فيمكن أن تثار المسؤولية المدنية للمؤسسة المؤتمنة بمناسبة الأخطاء التي ترتكبها هذه المؤسسة بإعتبارها شريكا في تأسيس هيئة التوريق، أو بمناسبة مهمتها في حفظ حقوق وسيولة هيئة التوريق أو بخصوص مراقبة إنتظام قرارات شركة التسيير، ويكون للمستثمرين الحق في اللجوء للقواعد العامة وعلى الأخص دعوى المسؤولية عن الخطأ تأسيسا على المادة (1382) من القانون المدني الفرنسي. وهي دعوى يمكن لهم ممارستها ضد المؤسسة المؤتمنة، وبالنتيجة فإن المؤسسة المؤتمنة وشركة التسيير لا تسألان إلا عن الأخطاء المباشرة والشخصية الذي تنسب لهما. ومسؤولية المؤسسة المؤتمنة هي

¹- Le Cannu Paul, et al : op.cit, pp. 537-538.

²- De Kergommeaux xavier, et al: «La responsabilité du dépositaire d'un fonds commun de titrisation», op.cit, p. 115.

³- Boneau Thirry : « Droit Bancaire », 11 éd, 2015, op.cit, p. 781.

مسؤولية شخصية، وهي أيضا مسؤولية لا تتأثر في حالة أن تعهد بهذه المهمة القانونية جزئيا أو كليا للغير، إلا إذا نص القانون على خلاف ذلك، وأن الجزاء المترتب على ذلك يأخذ شكل تعويض، أو عزل قضائي للمسييرين بناء على طلب جميع حاملي للسندات¹.

ومن الناحية الجزائية فإن القانون النقدي والمالي الفرنسي نص على بعض الجرائم الخاصة مثل استثمار سندات هيئة التوريق بدون موافقة شركة التسيير، أو إعاقة عمليات التدقيق التي يقوم بها محافظ الحسابات أو رفض الإبلاغ في عين المكان لكل الوثائق اللازمة لممارسة مهمته، وإضافة للعقوبات المنصوص عليها تنص المادة (L.231-6) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن كل عقوبة جزائية تعطي الحق في إنهاء مهمة مسيري المؤسسة المؤتمنة، وعدم أهليتهم لممارسة مثل هذه المهام².

أما بالنسبة لطبيعة المؤسسة المؤتمنة فالفقه الغالب في فرنسا يؤسسها على الوكالة وذلك لإستحالة تأسيسها على عقد الوديعة، كما أن هذا التكييف يتماشى مع عدم وجود الشيء المادي الذي تحوزه المؤسسة المؤتمنة، وعدم وجود إلتزام بالرد، فالمؤسسة المؤتمنة هي في الحقيقة وكيل مكلف بمراقبة شركة التسيير، ذلك أن المكتتبين بقبولهم الإكتتاب في سندات الهيئة يصبحون أطرافا في النظام الأساس وهو ما يمكن إعتبره قبولا منهم بالأحكام المنظمة لهيئة التوريق ومن بينها تعيين المؤسسة المؤتمنة، كما أنه يكون لهم إقامة الدعوى من أجل عزل مسيري شركة التسيير، ولكن العكس غير صحيح، فشركة التسيير لا يمكنها أن تطلب عزل مسيري المؤسسة المؤتمنة، وهذا النوع من الوكالة يمثل وضعاً خاصاً ينسجم مع الطبيعة الخاصة لهيئة التوريق التي يحكمها مبدأ إستقلال الوظائف في التسيير والرقابة من أجل تحقيق مصلحة المكتتبين³.

وفي القانون الفرنسي تكون المؤسسة المبادرة بعملية التوريق والمتمثل في المؤسسة المحيلة هي من يبحث ويعين الهيئتين اللتين تشاركان في تأسيس هيئة التوريق، وهما: شركة التسيير والمؤسسة المؤتمنة، حيث يتوليان معا بعد ذلك إنشاء هيئة التوريق، ويجب النص عليهما في عقد إنشاء الصندوق المشترك للتوريق (FCT) أو شركة التوريق (SDT)، ولكن في النظام الأنجلوسكسوني وعلى سبيل المثال

¹- De Kergommeaux xavier, et al: «*La responsabilité du dépositaire d'un fonds commun de titrisation*», op.cit, p. 116.

²- ibid, p. 116.

³- Bonneau Thierry : «*Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil*», op.cit, pp. 42- 43.

في القانون الانجليزي فإن أمين الترس (Trustee) يتم تعيينه من طرف المنشئ (Originator) في إطار سند الترس (Trust Deed) الذي هو الوثيقة التعاقدية الأساس التي بموجبها يتم إصدار الأوراق المالية، والذي يحدد ترتيبات وشروط الإصدار، فمهمة أمين الترس مثل مهمة شركة التسيير يتمثل في الإحتفاظ لمصلحة المستثمرين بالأصول المحالة إلى هيئة التوريق، و المنتجات المحتمل أن تولدها تلك الأصول¹.

ولقد كان المشرع الفرنسي متأثراً إلى حد كبير بخصائص الترس الأمريكي عند وضعه للقواعد التي تحكم هيئات التوريق، وهو ما يبرز من خلال التشابه الكبير بين القواعد التي وضعها لهيئات التوريق مع قواعد الترس الأمريكي، فهئة التوريق في القانون الفرنسي يوجد فيها منشئ (شركة التسيير والمؤسسة المؤتمنة) هو الذي يقرر أن بعض الأموال ستسير (من طرف شركة التسيير) لفائدة شخص أو عدة أشخاص (المكتتبين)، وهنا يبرز إقتباس فكرة الترس (منشئ، أمين الترس، مستفيدين)²، إضافة إلى عدم تمتع الصندوق المشترك للتوريق بالشخصية المعنوية على غرار الترس.

الفرع الخامس: إنقضاء الصندوق المشترك للتوريق:

لم يضع المشرع الفرنسي نصوصاً واضحة بخصوص تصفية وتحويل الصندوق المشترك للتوريق، وأن ما ورد بشأن هذه التصفية والتحويل جاء في إشارات متفرقة³. فقد نصت المادة (L.214-186) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن شركة التسيير تقوم بتصفية الصندوق أو أحد أجنحته حسب الشروط المقررة في نظام الصندوق.

وفي هذا الصدد يتعين توضيح الفرق بين الحل والتصفية، فالحل يعتبر هو اللحظة، الحدث أو القرار الذي يبدأ به مسار عملية التصفية، فإبتداء من الحل يتوجب على شركة التسيير العمل على تصفية أصول هيئة التوريق، وتسديد الديون، وفقاً لما تنص عليه الأحكام التنظيمية وعقد تأسيس هيئة التوريق حسب الحالات، وخاصة مع إحترام ترتيب الدفع لدائني هيئة التوريق، وهو ما تم التأكيد عليه بالفقرة (03) من المادة (L.214-43) من القانون النقدي والمالي الفرنسي التي تنص على أن قواعد

¹ - Burnat Florian et al : op.cit, p. 148.

² - Hubert Justin : op.cit, p. 45.

³ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 517.

تخصيص المبالغ المتحصل عليها من قبل هيئة التوريق تطبق وجوبا على أصحاب الحصص أو المساهمين أو حاملي السندات، وعلى هذا فإن التصفية هي تلك الفترة التي تبدأ بالحل وتنتهي بإغلاق عمليات التصفية من طرف شركة التسيير¹.

وتكون هذه التصفية في حالة عدم إعادة تعبئة الصندوق عند إنقضاء جميع الحقوق، فهذه التصفية هي بمثابة نهاية لنشاط الصندوق. كما أنه يمكن أن تحدث تصفية مسبقة للصندوق إذا كان ذلك في مصلحة حاملي الحصص أو سندات الدين المصدرة، وفي هذه الحالة فإن النصوص تنص على عدم اشتراط موافقة سلطة الأسواق المالية. وكذلك فإن الصندوق يمكن أن يجبل أو ينقل في مرة واحدة أو على عدة مرات العقود الناقلة لمخاطر التأمين والحقوق المملوكة إلى هيئات تأمين أو إعادة التأمين. وبالنسبة لسير عملية التصفية فإن شركة التسيير والمودع لديه ومحافظ الحسابات يتوجب عليهم الإستمرار في ممارسة وظيفتهم إلى غاية نهاية كل العمليات².

أما بالنسبة لتحويل الصندوق فإن القانون لم يتضمن أية أحكام خاصة بشأن تحويل أو إدماج الصندوق المشترك للتوريق، وهذا يفسر بكون هذه العمليات إستثنائية، وفي هذه الحالة فإنه يعود لشركة التسيير وللمودع لديه إتخاذ القرارات المطلوبة، وبالرجوع إلى المادة (L.214-189) من القانون النقدي والمالي الفرنسي نجد أنها تنص على أن تأسيس أية هيئة توريق أو أي جناح من هيئة التوريق أو أي تحويل لهيئة أو جناح يخضع وجوبا للإعتماد من طرف سلطة المراقبة الإحترازية (Autorité de contrôle prudentiel)³.

المطلب الثالث

شركة التوريق

لم يتوقف تأثر المشرع الفرنسي بقواعد الترسر في القانون الأمريكي بخصوص هيئات التوريق على الصندوق المشترك للتوريق (FCT) (وقبله FCC)، بل إن هذا التأثير كان أكثر بروزا عند وضع المشرع الفرنسي لشركة التوريق بإعتبارها هيئة ثانية من هيئات التوريق، فشركة التوريق وعلى خلاف

¹ - De Kergommeaux Xavier : « *organisation de titrisation* », op.cit, p. 738.

² - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 518.

³ - ibid, p. 518.

الصندوق المشترك للتوريق منحها المشرع الشخصية المعنوية، وهو ما يجعل منها آلية بديلة للترست، الذي بواسطته يتم جعل مجموعة أموال الذمة المالية منفصلة ومخصصة لفائدة المستثمرين.

ولقد كانت شركة التوريق أحد الابتكارات الجديدة في الأمر 2008-556 وهو نوع ثان من هيئات التوريق في القانون الفرنسي تتمتع بالشخصية المعنوية، والقانون الفرنسي إتبع في هذا أيضا النظام الإنجليزي للتوريق، ذلك أنه في القانون الإنجليزي يمكن لهيئة التوريق (SPV) أن تنشأ أيضا في شكل شركة مغلقة (*public limited company*) أو في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة (*private limited company*) وفقا لقانون الشركات (*Companie Act*) لسنة 2006، وحتى أحيانا في شكل شركة مدنية ذات مسؤولية محدودة (*limited liability partnership*) وفقا لقانون الشركات المدنية ذات المسؤولية المحدودة (*limited liability partnership act*) لسنة 2000¹. كما أن المشرع في اللكسمبورغ يسمح بأن تأخذ هذه الشركة أشكالا أكثر تنوعا، إذ يمكن أن تكون في شكل شركة مغلقة أو شكل شركة توصية بالأسهم أو شركة ذات مسؤولية محدودة أو جمعية تعاونية في شكل شركة مغلقة². أما في فرنسا فإن القانون نص على أن شركة التوريق لا يمكن أن تأخذ سوى شكلين فقط هما: إما شكل شركة مغلقة، وإما شكل شركة مساهمة مبسطة، وهو ما نصت عليه المادة (L.214-49) من القانون النقدي والمالي الفرنسي³.

ويعتبر اعتماد شركة التوريق كشكل لهيئة التوريق إلى جانب الصندوق المشترك للتوريق إصلاحا جذريا عميقا، وتطويرا لنظام التوريق في فرنسا. فبواسطة شكل الشركة أصبح لمنشأة التوريق الشخصية المعنوية، ومن ثمة أمكن تفادي النقائص الناجمة عن غياب هذه الشخصية المعنوية بالنسبة لعمليات التوريق الدولية وأهمها الإزدواج الضريبي⁴، ذلك أن القانون الفرنسي لا يعفي من الإقتطاع من المنبع إلا للأشخاص المعنوية التي يكون موطنها في فرنسا، في حين كان الصندوق المشترك للحقوق (FCC) لا يتمتع بالشخصية المعنوية، وليس له موطن ضريبي بفرنسا ومن ثمة لا يمكن أن يستفيد من هذا

¹- Burnat Florian et al : op.cit, pp. 146.147.

²- Dauphin Fabrice Faure : « *La société de titrisation* » Revue Trimestrielle de Droit Financier, n° 3, 2008, p. 87.

³- Burnat Florian et al : op.cit, p. 147.

⁴- Frédrick Lacroix, Jonathan Lewis : « *La société de titrisation française, un instrument attrayant* », Revue Banque, n° 724, Mai 2010, pp. 36.37.

الإعفاء الضريبي.¹ وبذلك يسمح هذا الشكل الجديد لهيئة التوريق في شكل شركة من زيادة الفائدة الإقتصادية للتوريق.

وعلى هذا سنقوم بتقسيم هذا المطلب إلى ثلاثة فروع كالتالي:

الفرع الأول: تأسيس شركة التوريق.

الفرع الثاني: عمل وتسيير شركة التوريق.

الفرع الثالث: حل و تصفية شركة التوريق.

الفرع الأول: تأسيس شركة التوريق:

تأخذ شركة التوريق إما شكل شركة مغلقة (société anonyme) وهي نوع من الشركات منصوص عليها في المادة (L.225-1) من القانون التجاري الفرنسي، أو شركة مساهمة مبسطة (société par action simplifiée) ** منصوص عليها بدورها في المادة (L.227-1) من القانون التجاري الفرنسي، وهو ما نصت عليه المادة (L.214-49) من الأمر 556-2008 المتعلق بالقانون النقدي والمالي النقدي والمالي الفرنسي. و هو ما كرسته أيضا فيما بعد المادة (L.214-176) من الأمر رقم 676-2013 التي نصت بدورها على أن شركة التوريق هي هيئة توريق تنشأ في شكل شركة مغلقة أو شركة مساهمة بسيطة.

¹- Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 505.

* الشركة المغلقة وتعرف إختصارا بـ (SA) هي شركة تجارية من شركات الأموال يكون رأسمالها مقسما إلى أسهم يمكنها أن تصدر أوراقا مالية مثل شهادات الاستثمار والسندات بشروط معينة وتكون مسؤولية الشركاء فيها محدودة بنسب مساهمتهم فيها، ويمكن أن تشمل عددا غير محدود من الشركاء ولكن لا يجب إن يقل عن (7) شركاء، وأن يشار في تسميتها إلى أنها مغلقة، ويمكنها أن تلجأ إلى العرض العام للإدخار بشروط معينة، وتتم مراقبتها عن طريق محافظ حسابات، ويتم تعيين المسيرين فيها من طرف المساهمين بطريقة ديمقراطية، وتكون إدارتها إما في صورة مجلس إدارة، وإما في صورة مجلس مراقبة و مجلس مديرين.

Guiramand France, Héraud Alain : « Droit des sociétés », 8 édition, 2001, DUNOD , Paris, 2001.pp. 163-164.

** شركة المساهمة المبسطة وتعرف إختصارا بـ (SAS) هي شركة تجارية من شركات الأموال، تعتبر نوعا من شركات المساهمة، يمكن أن تؤسس من طرف شخص أو عدة أشخاص طبيعيين أو معنويين لا يتحملون الخسائر إلا في حدود نسب مشاركتهم فيها، وتتميز هذه الشركة بمرونة قواعدها، فيكون للمساهمين الحرية في تنظيم إدارتها حسب ما يتم الإتفاق عليه في عقد تأسيسها، ويتم تمثيلها في مواجهة الغير عن طريق رئيس الشركة.

Guiramand France, Héraud Alain : oo.cit, pp. 319-320.

وبالنسبة لقواعد التأسيس فإن الأمر 676-2013 ومن قبله الأمر 556-2008 لم يضعان قواعد خاصة لهذا التأسيس ومن ثمة يتعين الرجوع في ذلك إلى القواعد العامة في القانون التجاري الفرنسي الخاصة بالشركة المغفلة وشركة المساهمة البسيطة، وهذا التأسيس يمكن أن يكون عن طريق تأسيس شركة جديدة أو تعديلا لشركة قائمة، ويتوجب أن يتضمن عقد التأسيس مجموعة من البيانات الضرورية، أما بالنسبة للرأسمال الإجتماعي فإن شركة التوريق إذا أخذت شكل شركة مغفلة فإن الحد الأدنى لرأسمالها يجب ألا يقل عن (37.000) أورو، ولكن هذا الحد الأدنى غير مشروط بالنسبة لشركة التوريق في شكل شركة مساهمة مبسطة، وهو ما قرره القانون رقم 676-2008 بتاريخ 04 أوت 2008 المتعلق بتطوير الإقتصاد، إذ يمكن تصور أن تؤسس شركة توريق برأسمال قدره (01) أورو واحد.¹ كما يشترط أن يكون مقر هذه الشركة وأن تقيد في فرنسا، وهو ما تنص عليه المادة (L.210-3) من القانون التجاري الفرنسي. ولكنه خلافا لتأسيس الصندوق المشترك للتوريق فإن المشرع الفرنسي لم يشترط أن يتم تأسيس شركة التوريق بمبادرة مشتركة من شركة التسيير و المؤسسة المؤتمنة.²

الفرع الثاني: عمل وتسيير شركة التوريق:

إن المشرع الفرنسي ومن أجل الأخذ بعين الإعتبار خصوصية نشاط شركة التوريق قد عمل على التخفيف من قواعد عمل هذه الشركة حيث نصت المادة (L.214-49-3) من القانون النقدي والمالي الفرنسي أنه عندما تكون شركة التوريق قد أنشأت في شكل شركة مغفلة، فبغض النظر عن الأحكام الواردة في القسم الثاني والثالث من الكتاب الثاني من القانون التجاري فإن الجمعية العمومية العادية يمكن أن تنعقد حتى دون إكمال النصاب القانوني، ونفس الشيء بالنسبة للجمعية العمومية الإستثنائية التي يمكن أن تنعقد بعد إستدعاء ثان دون إشرط إكمال هذا النصاب القانوني. كما يمكن لأي شخص طبيعي أن يكون في نفس الوقت مسيرا أو عضو مجلس إدارة أو مديرا عاما وحيدا في (5) شركات توريق في آن واحد. وأن عهديات مدير عام أو عضو مجلس ادارة ومدير عام وحيد الممارسة

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, pp. 506-507.

² - Couret Alain et al : op.cit, p. 626.

داخل شركة توريق ما لا تدخل في الحسبان بخصوص مسألة عدم الجمع بين الوظائف داخل شركة التوريق و المنصوص عليها في الكتاب الثاني من القانون التجاري الفرنسي¹.

أما بالنسبة للتسيير فإن الأجهزة التي تتولى تسيير شركة التوريق تعتمد على ما يختاره المؤسسون للشركة، فإذا إختاروا للشركة شكل شركة مغفلة فيمكنهم منطقيًا الأخذ بصيغة رئيس ومجلس إدارة، أو مجلس مديرين ومجلس مراقبة، أما إذا إختاروا لها شكل شركة مساهمة مبسطة فيمكنهم تنظيم سلطات الإدارة بصورة أكثر بساطة، غير أنه يتوجب أن تمثل الشركة برئيس حسب ما تنص عليه المادة (227-6) من القانون التجاري الفرنسي. وإذا كان تسيير شركة التوريق يتوجب أن يتم عن طريق شركة تسيير، وهو ما نصت عليه المادة (L.177-214) من القانون النقدي والمالي والفرنسي، فإن المشكلة تثور حول مشكلة التداخل في السلطات بين مسيري شركة التوريق ومسيري شركة تسيير هيئة التوريق، ومن ثمة يكون من الضروري إجراء تعيين دقيق لصلاحيات كل منهما في عقد التأسيس أو في عقد منفصل لتفادي التزاع بخصوص التسيير مستقبلاً، ولكن هذا النوع من التعايش بين النوعين من المسيرين لا يطرح بالنسبة للصناديق المشتركة للتوريق لعدم توفره على الشخصية المعنوية².

وشركة التوريق هي من تكون مسؤولة، عندما تتولى القيام بعملية العرض العام للأوراق المالية، عن إعداد نشرة الإصدار، وكذلك فهي من تتولى نشر المعلومات عندما تطلب إدراج هذه الأوراق المالية للتداول في سوق منظم، ولكن عموماً فإن القرارات الإستراتيجية تصدر عن شركة تسيير هيئة التوريق، يدل على ذلك أنه في حالة لجوء شركة التوريق إلى أدوات مالية آجلة فإن شركة تسيير هيئة التوريق هي من يجب عليها أن تقدم برنامج نشاط خاص للتصديق عليه من طرف سلطة الأسواق المالية، وهو ما تنص عليه المادة (L.177-214) من القانون النقدي والمالي الفرنسي³.

إن مؤسسات التوريق يهيمن على تنظيمها مبدأ الفصل في الوظائف بين التسيير والحفظ، وهكذا فشركة التوريق تسيير من طرف شركة تسيير محافظ، في حين أن سيولة وحقوق الشركة يتم حفظهما من طرف مؤتمن وحيد، مستقل عن هذه الشركة، وهو نفس الأمر بالنسبة للصندوق المشترك للتوريق الذي يسيير من طرف شركة تسيير محافظ و يحتفظ بأصولها من طرف مؤتمن، وفي الحالتين فإن

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 507.

² - ibid, pp. 507-508.

³ - Couret Alain et al : op.cit, p. 627.

هذا المؤمن يتمثل في مؤسسة إئتمان تقوم بضمان قانونية قرارات شركة التسيير. وهذا الفصل بين الوظائف يسمح بضمان الأمن لعملية التوريق والمكاتبين¹.

الفرع الثالث: حل و تصفية شركة التوريق:

في غياب أحكام خاصة في القانون الفرنسي بخصوص حل و تصفية شركة التوريق، فإن القواعد المتعلقة بحل و تصفية هذه الشركة يجب أن تكون وفق القواعد العامة المطبقة على الشركات المغفلة أو شركة المساهمة المبسطة الواردة في القانون التجاري². أما بالنسبة لتحويل الشركة أو إدماجها أو إنفصالها فقد نصت المادة (L.214-179-1-1) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن الجمعية العامة الإستثنائية عندما تقرر تحويل الشركة أو إدماجها أو إنفصالها، فإنها تمنح سلطة لمجلس الإدارة أو مجلس المديرين بتقييم الأصول وتحديد جزء الأصول المعني بهذه العملية في بتاريخ محدد. وهذه العمليات تتم تحت رقابة محافظ الحسابات دون الحاجة إلى تعيين محافظ للإدماج. وتكون الجمعية العمومية معفاة من اعتماد الحسابات إذا كانت هذه الحسابات مصدق عليها من طرف محافظ الحسابات.

وبالرجوع إلى القانون الجزائري نجد أنه نص في المادة (02 فقرة 02) من قانون توريق القروض الرهنية على أن: (مؤسسه التوريق: هيئة لها صفة مالية تقوم بعملية التوريق في سوق الأوراق المالية). وتتبع باقي نصوص القانون فإننا لا نتبين ما إذا كان المشرع يمنح هذه المؤسسة الشخصية المعنوية على غرار شركة التوريق الفرنسية (SDT)، أم أنها لا تتمتع بهذه الشخصية المعنوية على غرار الصندوق المشترك للحقوق (FCC) في فرنسا، أو منشأة الترس في الدول الأنجلوسكسونية وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وإنجلترا حيث لا تتمتع منشأة التوريق بالشخصية المعنوية، وهذا ما يضيف على مؤسسة التوريق في القانون الجزائري غموضا كبيرا خاصة بالنسبة لتمثيلها، كما أنه منذ صدور قانون توريق القروض الرهنية في 20 فيفري 2006 لم يتم إنشاء أية مؤسسة توريق، وأن عمليات التوريق التي حصلت بصفة فعلية في الجزائر كانت قد حصلت قبل إصدار قانون توريق القروض الرهنية تولت القيام بها فعليا مؤسسة مالية أخذت شكل شركة مساهمة وهي شركة إعادة التمويل الرهني

¹ - Boneau Thirry : « **Droit Bancaire** », 11 éd, op.cit, pp. 703-704.

² - De Kergommeaux Xavier : « **organisation de titrisation** », op.cit, p. 738.

(SRH)، التي تأسست في 27 نوفمبر 1997، والتي تتمتع بالشخصية المعنوية، ومن ثمة فهي تقترب من هيئة التوريق الفرنسية التي تأخذ شكل التوريق (SDT) التي إستحدثتها إصلاحات سنة 2008، وهذه الشركة تخضع لقواعد التأسيس والتسيير المنصوص عليها في القانون التجاري الجزائري (المواد من 595 إلى 609)¹. كما تخضع للقواعد المتعلقة بالمؤسسات المالية المنصوص عليها في قانون النقد والقرض من حيث الترخيص والإعتماد، ولكونها شركة تتمتع بالشخصية المعنوية فإنها تستفيد من المزايا الضريبية المقررة لفائدة الأشخاص المعنوية، بخلاف ما لو كانت في شكل صندوق توريق لا يتمتع بالشخصية المعنوية على غرار الصندوق المشترك للتوريق في فرنسا (FCT) أو الترس في الدول الأنجلوسكسونية، ولكن المؤكد أن المشرع الجزائري لم يقصد ذلك، وأنه لم يؤسس شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) بقصد القيام بعمليات التوريق، لأن دورها بالأساس هو إعادة تمويل القروض الرهنية، بل إن ما قامت به بعد ذلك من توريق بإصدار أوراق مالية في السوق المالي كان تطورا في مهمتها، وحلا عمليا للبحث عن زيادة مصادر تمويلها إقتداء بما قامت به مؤسسات إعادة التمويل الرهني في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1970 على غرار (Fannie Mae) و(Freddi Mac). وربما يكون إتجاه السلطات العمومية الجزائرية نحو الإكتفاء بوجود شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) كمؤسسة وحيدة للتوريق سببه هو تواضع حجم عمليات التوريق الحاصلة في السوق الجزائرية.

ورغم الأهمية الخاصة التي تحظى بها مؤسسة التسيير في هيئات التوريق، إلا أن المشرع الجزائري في قانون توريق القروض الرهنية لم ينظم هذه المسألة مكتفيا بالإشارة في المادة (02 فقرة 04) من قانون توريق القروض الرهنية إلى أنه يتولى المؤتمن المركزي للسندات من بين وظائفه الرئيسة وظيفة تداول وإدارة الأوراق المالية، وهي مهمة تدخل في طبيعتها ضمن وظيفة التسيير، وهو أمر سبق أن أشرنا إلى أنه منتقد لأنه يخلط بين وظائف الحفظ والتسيير، وهي وظائف من المفروض أن تكون مستقلة، تطبيقا لمبدأ الفصل بين الوظائف في المجال المالي، ويتعين على المشرع إستدراك كل هذه النقائص عند تعديل أو إصلاح الإطار القانوني للتوريق مستقبلا.

¹ - الموقع الرسمي لشركة لشركة إعادة تمويل الرهن العقاري (SRH)، مرجع سابق.

خلاصة الفصل الثاني:

لقد نشأ التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية في ظل قوالب الأنجلوسكسوني، التي كان بإمكانها إستيعاب عمل هذه التقنية دون الحاجة إلى عمل نظام قانوني خاص بها، وخاصة مؤسسة الترس. وهو ما جعل المشرعين الآخرين في دول القوانين المدنية يقتبسونه فكرته في قوانين التوريق الخاصة التي وضعوها، وذلك للإستفادة من مزاياه التي يقدمها الترس. ففي فرنسا لزم الأمر وضع إطار قانوني خاص من أجل تجاوز الصعوبات القانونية التي تضعها القواعد العامة أمام إنجاز عملية التوريق، خاصة إيجاد هيئة للقيام بالتوريق، وهي الهيئة التي وضعها المشرع في شكل صندوق مشترك للحقوق قائم على أساس ملكية مشتركة لا تتمتع بالشخصية المعنوية، مستلهما الكثير من قواعدها من الترس، ثم أصبحت هذه الهيئة الفرنسية بدورها نموذجا لهيئة التوريق في دول القوانين المدنية. تم تطويرها لاحقا بإنشاء هيئة موازية لها تتمتع بالشخصية المعنوية تتمثل في شركة التوريق.

الفصل الثالث

عمل آلية التوريق

تعمل آلية التوريق التقليدية على مرحلتين: الأولى هي قيام المؤسسة المبادرة بالتوريق بإنتقاء مجموعة من الأصول المالية تمثل حقوقا ووضعها في صورة محفظة، بهدف إخراجها من ميزانيتها، ثم تطلب عمل تصنيف لها من إحدى مؤسسات التصنيف الائتماني، تقوم بعد ذلك بنقلها إلى منشأة توريق تنشأ خصيصا لهذه العملية. أما المرحلة الثانية من هذه العملية فتتمثل في قيام منشأة التوريق بإصدار مقابلا لتلك الحقوق المحالة أوراقا مالية قابلة للتداول تطرح للمستثمرين في السوق المالي، وهذه المرحلة هي التي تحقق الهدف المرجو من وراء حوالة هذه الحقوق، وهي في ذات الوقت الهدف الجوهرى ولب عملية التوريق. فتقنية التوريق تقوم على تحويل حقوق مالية غير قابلة للتداول إلى أوراق مالية قابلة للتداول (سائلة) في السوق المالي، ومنه أخذت هذه التقنية تسميتها "توريق" (Securitization) أو (Titrisation).

وقد نص المشرع الجزائري على هذه المرحلة الثانية من التوريق عند تعريفه للتوريق في المادة (02 فقرة 01) من قانون توريق القروض الرهنية بقوله أن "التوريق عملية تحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية". و تتم هذه العملية على مرحلتين: تنازل عن القروض الرهنية من قبل مؤسسة مصرفية أو مالية لفائدة مؤسسة مالية أخرى هي منشأة التوريق، ثم قيام هذه الأخيرة لاحقا بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول في السوق مسندة بتلك القروض الرهنية.

ونقل هذه الحقوق من المؤسسة المالية المبادرة بالتوريق إلى منشأة التوريق يهدف أساسا إلى عزل هذه الحقوق، وإخراجها بصورة نهائية وتامة من الذمة المالية للمؤسسة المحيلة، من أجل إبعاد هذه الحقوق عن خطر التصرف فيها من طرف المحيل أو خطر الحجز عليها في حالة إفلاس المؤسسة المحيلة، وكذلك من أجل تلافي خطر الحجز عليها من طرف دائني المحيل، حماية لمصلحة المستثمرين الذين سيكتتبون بعد ذلك في شراء الأوراق المالية المصدرة مقابلا لهذه الحقوق، وإلا فإن هؤلاء المستثمرين لن يقدموا على شراء هذه الاوراق في حالة ما إذا كانت هذه الحقوق معرضة لخطر الحجز عليها. ونقل هذه الحقوق يتم في الغالب عن طريق آلية حوالة الحق، وهذه الحوالة هي جوهر عملية التوريق، وأن فعاليتها تعتبر مسألة أساس في نجاح عملية التوريق.

وإذا كانت هذه الحوالة لا تثير أية مشكلة أو صعوبة قانونية في النظام الأنجلوسكسوني، الذي يتوفر على قوالب قانونية تمكن من إجراء هذه الحوالة دون الحاجة إلى وضع قواعد قانونية خاصة، فإن

الوضع يختلف في دول القوانين المدنية ذات الأصل الروماني و الجرمانى، ذلك أن القواعد العامة في هذه القوانين تجعل من إجراء هذه الحوالة أمرا صعبا، بسبب الشرط الشكلى الذى يستوجب إعلان المدين بحوالة الحقوق بطريق رسمى حتى تكون نافذة فى مواجهته، وهو ما يزيد إلى حد كبير من تكلفة التوريق، وينقص من الفائدة والجدوى الإقتصادية منه، ولهذا يضطر المشرعون فى أنظمة القانون المدينى إلى وضع قواعد خاصة لتجاوز هذه الصعوبات القانونية التى تفرضها القواعد العامة فى حوالة الحق المدنية، وعلى هذا سنتناول فى هذا الفصل البحث فى كيفية إجراء حوالة الحق فى التوريق، والصعوبات القانونية التى يثيرها إجراء هذه العملية، وكيفية تجاوز هذه الصعوبات، ثم الآثار القانونية لهذه الحوالة فى التوريق.

ولكن ما يلاحظ فى هذا الخصوص أنه بالمقابل لهذا التوريق التقليدى الذى يقوم على حوالة الحقوق من المؤسسة المالية المبادرة بالتوريق إلى منشأة التوريق، يوجد نوع من التوريق يسمى بالتوريق الإصطناعى (Titrisation Synthétique) لا يقوم على حوالة حقوق إلى منشأة التوريق، لأنه لا يستهدف البحث عن التمويل أو إعادة التمويل، ولكنه يستهدف هدفا آخر من أهداف التوريق هو مجرد نقل المخاطر المرتبطة بالحقوق المورقة من أجل تحسين نسبة الإحتراز (التحوط)، مع إبقاء الأصول فى ذمة المؤسسة المالية المبادرة بالتوريق¹. وهو ما يتم فعلا بإستعمال مشتقات الإئتمان وبالأخص عقود مبادلة العجز الإئتماني (CDS)، التى ظهرت فى الولايات المتحدة الأمريكية فى بداية سنوات 1990، وإنتشرت بعد ذلك فى بقية أنحاء العالم، ولكن المشرع الجزائرى لم يأخذ بهذا النوع من التوريق الإصطناعى ويقتصر التوريق فيه على توريق القروض الرهنية القائم على حوالة الحقوق المورقة.

وسنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كالتالى:

المبحث الأول: حوالة الحق كأساس لنقل الحقوق فى التوريق.

المبحث الثانى: إصدار الأوراق المالية فى التوريق.

¹ - Couret Alain et al : op.cit, pp. 602-603.

المبحث الأول

حوالة الحقوق في التوريق

لقد إعتبرت مسألة حوالة الحقوق المورقة من المؤسسة المبادرة بالتوريق إلى منشأة التوريق إحدى أهم أجزاء بنية التوريق، فالتوريق تتم هيكلته إنطلاقاً من إنتقاء حقوق تتوفر فيها شروط وخصائص معينة، وتجميعها في محفظة ثم تقوم بنقل هذه الحقوق بعد ذلك إلى منشأة التوريق نقلاً يخرجها نهائياً من الذمة المالية للمؤسسة المبادرة بالتوريق، إلى ذمة منشأة التوريق، وهي المسألة القانونية التي كانت محور جدل قانوني كبير، وعلى الأخص في أنظمة القانون المدني بسبب الصعوبات التي كانت تثيرها القواعد العامة فيه، وسنخصص هذا المبحث لتناول حوالة الحقوق في التوريق. وسنقسمه إلى ثلاثة مطالب كالتالي:

المطلب الأول: حوالة الحق كأساس لنقل الحقوق في التوريق.

المطلب الثاني: شروط حوالة الحق.

المطلب الثالث: آثار حوالة الحق في التوريق.

المطلب الأول

حوالة الحق كأساس لنقل الحقوق في التوريق

التوريق تركيب أو بنية (Montage) مالي، ولكنه أيضاً تركيب قانوني يتحلل إلى عدة عمليات قانونية تستخدم قواعد القانون المدني (حوالة الحق) والقانون التجاري والمالي (إصدار السندات) والتي يجب موافقتها من أجل الربط بين مختلف هذه القوانين، وهو ما يتطلب الإستعانة بقواعد العقد، والتأمينات على وجه الخصوص، كما أن عمل بنية التوريق يستدعي اللجوء إلى قانون الأشخاص، فالمقاربة إذن مجزأة وينتج عنها أنه يتم التعامل مع المتدخلين وفقاً لدورهم في عملية التوريق وحسب كل مرحلة من المراحل وليس بالنظر إلى التركيبية بمجملها، وهذه الوضعية لها تداعياتها فيما يتعلق بالمسؤولية¹.

¹ Granier Thierry : « *Vision économique et définition juridique de la titrisation , l'intérêt d'une confrontation* », op.cit, p. 106.

ولقد ثار نقاش فقهي واسع حول الآلية القانونية التي يمكن أن تعتمد كأساس قانوني لنقل الأصول المورقة إلى منشأة التوريق، ولقد أوجدت الممارسة العملية في كافة الأنظمة القانونية في التوريق آليتين قانونيتين لنقل ملكية الأصول من المؤسسة المالية المبادرة بالتوريق إلى منشأة التوريق: الآلية الأولى تقوم على حوالة الحق كطريق لإنتقال الأصول المورقة من المؤسسة المالية إلى منشأة التوريق، وهذا هو الأساس الذي إعتمده القانون الفرنسي، وأغلب التشريعات ذات الأصل الروماني و الجرمني التي أخذت بالتوريق، ومنها قانون توريق القروض الرهنية الجزائري، كما أن آلية حوالة الحق متبعة أيضا على نطاق واسع حتى في القوانين الأنجلوسكسونية كالقانون الأمريكي والإنجليزي. أما الآلية الثانية فهي نقل الأصول المورقة عن طريق التجديد (La Novation)*، وهو أحد أسباب إنقضاء ذلك الحق في جانب المؤسسة المالية البادئة بالتوريق من جهة، ونشوء حق جديد لمنشأة التوريق يحل محل المؤسسة المالية الذي إنقضى. ولكن أسلوب التجديد متبع على نطاق أقل في قوانين الدول التي تأخذ بالنظام الأنجلوسكسوني، حيث إنتقدت هذه الآلية لما تثيره من صعوبات في الممارسة العملية بسبب ما تتطلبه من تراضي عدد كبير من المدينين مع الدائن القديم (المؤسسة المالية البادئة بالتوريق) والدائن الجديد المتمثل في منشأة التوريق، أو حشد عدة بنوك بادئة للتوريق تشترك معا لإقراض مدين واحد على أن تتم صفقة القرض على عقد واحد بحيث يتحتم تراضي كافة البنوك المشتركة في القرض مع المدين والمصدر على تجديد دين القرض وهو ما أثار صعوبات بالغة أمام إنسجام هذه الممارسة المصرفية مع النظام القانوني للتوريق¹. مما أدى إلى تراجع آلية التجديد وتغليب آلية حوالة الحق كأساس لنقل الأصول المورقة من المؤسسة المالية المبادرة إلى منشأة التوريق.

إن القاعدة في مجال الإلتزامات أن الحق الشخصي (droit de Créance) أيا كان محله يقبل الحوالة من الدائن الأصلي به إلى دائن جديد²، وهو ما نصت عليه المادة (239) من القانون المدني الجزائري بقولها: (يجوز للدائن أن يحول حقه إلى شخص آخر، إلا إذا منع ذلك نص القانون

* التجديد هو العملية التي في آن واحد تنهي التزاما من أجل أن تستبدله بآخر، وبهذه العملية البسيطة يتم تفادي إجراء عمليتين متتاليتين مستقلتين: إنقضاء إلتزام، وإنشاء إلتزام آخر. Mazeaud Henri et al: « *Leçons de Droit Civil* » tome 2, premiere volume, *Les Obligations*, 9 éd, par François chabas, Montchrestien, delta, 2000, Beyrouth, p. 1243.

1- غانم محمد أحمد: « مرجع سابق »، ص ص. 54-56.

2- السنهوري عبد الرزاق أحمد: « الوسيط في شرح القانون المدني الجديد »، الجزء 3، نظرية الإلتزام بوجه عام، الطبعة الثالثة الجديدة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2000، ص. 450.

أو إتفاق المتعاقدين، أو طبيعة الإلتزام. وتتم الحوالة دون حاجة إلى رضا المدين)، وهو النص الذي تقابله المادة (1321)* من القانون المدني الفرنسي.

وحوالة الحق هي الإتفاق الذي ينقل بواسطته الدائن (المحيل) حقه لدى المدين (المحال عليه) إلى شخص آخر (المحال له) في مواجهة مدينه. وهذه العملية تتطلب ثلاثة أشخاص، ولكن إثنين منهم فقط وهما المحيل والمحال له يلعبان فيها دورا نشطا، بينما يكون دور المدين المحال عليه دورا سلبيا: فهو لا يشترط قبوله بها، إذ يعتبر من الغير بالنسبة لإتفاق الحوالة¹.

ولحوالة الحق أغراض متعددة، ولكن الغالب أن يقصد بها المحيل بيع حقه للمحال له، كما هو الحال بالنسبة للتوريق، فيتقاضى المحيل ثمنا لهذا الحق، ويكون عليه ضمان البائع، وفائدته بالنسبة للبائع المحيل أنه يكون في حاجة عاجلة للنقود (السيولة)، فيحصل عليها من المحال له ثمنا لحقه الذي لم يحل أجله، وأن المحال له يكون عادة ما يستهدف من هذا البيع المضاربة عن طريق تحمل بعض المخاطر سعيا لتحقيق الربح²، وهو ما ينطبق تماما على التوريق، فالهدف من حوالة الحقوق هو بيع المؤسسة المحيلة الحقوق المورقة لمنشأة التوريق. كما أن للحوالة فائدة أخرى عندما يقدم المدين ضمانات جدية عن ملاءته، فيكون تنفيذ الإلتزام مؤكدا، فالحق الشخصي هو قيمة مالية، ولكن هذه القيمة لا تكون لها فائدتها الكاملة إلا إذا كان يمكن للدائن التصرف فيها، قبل تاريخ إستحقاقها، بنفس الصورة بالنسبة لباقي عناصر ذممة المالية³.

فحوالة الحق في القانون المدني تكون كاملة بمجرد وجود إتفاق بين المحيل والمحال له على الحقوق المحالة وعلى الثمن، طبقا للمبدأ الذي يحكم عقد البيع، فحوالة الحق ليست إلا عقد بيع خاص (Contrat de Vente Particulier)، فمحل عقد البيع هو حق غير مادي وفقا للمواد 1689 وما يليها

* المعدلة بالمادة 03 من الأمر رقم 2016-131 المؤرخ في 2016.02.10، حيث أصبحت كالتالي:

(La cession de créance est un contrat par lequel le créancier cédant transmet, à titre onéreux ou gratuit, tout ou partie de sa créance contre le débiteur cédé à un tiers appelé le cessionnaire. Elle peut porter sur une ou plusieurs créances présentes ou futures, déterminées ou déterminables. Elle s'étend aux accessoires de la créance. Le consentement du débiteur n'est pas requis, à moins que la créance ait été stipulée incessible.)

¹ - Mazeaud Henri et al : op. cit, p. 1275.

² - السنهوري عبد الرزاق أحمد: مرجع السابق، ص. 444.

³ - Mazeaud Henri, et al : op.cit, p. 1275.

من القانون المدني التي توجد تحت عنوان (في البيع) (de la vente)¹. حيث تنص المادة 1689 من القانون المدني الفرنسي المعدلة بالأمر 2016-131 المؤرخ في 10 فيفري 2016*، على: (في إنتقال الحق أو الدعوى إلى الغير فإن هذا الإنتقال بين المحيل والمحال له يتم بتسليم السند).

والصعوبة التي برزت في النظام اللاتيني والجرماني وتحديدًا في القانون الفرنسي هو كيف يمكن قانونًا تنظيم نقل ملكية الحقوق إلى هيئات التوريق، لذا كان من الضروري تصور آلية (ميكانيزم) تسمح بضمان خروج الحقوق من الذمة المالية للمؤسسة المالية التي ترغب في التمويل وإعادة التمويل بشروط تكون في نفس الوقت آلية بسيطة، من أجل عدم زيادة تكلفة العملية، وأن تكون آلية مضمونة من أجل تحقيق الأمن لهذا التركيب القانوني². وهكذا عمل المشرع الفرنسي على³:

1 — جعل حوالة الحقوق في التوريق تتم بصورة مبسطة.

2 — تخفيف طريقة إعلان المدين المحال عليه بالحوالة.

3 — أن يتم نقل الضمانات المرتبطة بهذه الحقوق بصورة تلقائيا مع الحوالة.

أما في قوانين النظام الأنجلو سكسوني، وعلى سبيل المثال في إنجلترا، فإن حوالة الحق فيها يمكن أن تحصل حسب نوعين من القواعد المختلفة، يترتب عن كل واحدة منها نتائج قانونية مختلفة هما: قواعد الشريعة العامة (Common Law) و قواعد الإنصاف (Equity)، ولكن الغالب عمليًا أن تتم هذه الحوالة في عمليات التوريق وفقا لقواعد الإنصاف، فقواعد الإنصاف عموما ما تخفف من شكليات القواعد التي تضعها قواعد الشريعة العامة، بأن تمنح في بعض الحالات أثرا لبعض الحقوق التي لم تنشأ بصورة صحيحة وفقا لقواعد الشريعة العامة، وبالمقابل فإن الحقوق المعترف بها من قواعد الشريعة العامة غالبا ما تكون بدون أي أثر في مواجهة الغير، كما لا يكون معترفا بها إلا في إطار قواعد الإنصاف⁴.

¹ - Peltier Frédéric : « *L'adaptation du droit positif français à la titrisation lesfonds communs de créances* », Revue Banque et Droit, n° 4, mai- juin, 1989, Paris, p. 86.

* l'article 1689 du code civil français: (Dans le transport d'un droit ou d'une action sur un tiers, la délivrance s'opère entre le cédant et le cessionnaire par la remise du titre.)

<https://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?idArticle=LEGIARTI000006442486&cidTexte=LEGITEXT000006070721> ,(consulter le 04.03.2017)

² - Couret Alain et al : op.cit, p. 590.

³ - Allouche René : « *titrisation : la transmission des créances et des suretés* », Revue Banque et Droit, n° 9, Janvier- Février, 1990, France, p. 54.

⁴ - Touraine Hervé : op.cit, p. 352.

الفرع الأول: الأصول المورقة:

إن عملية التوريق تنصب على الأصول التي تمتلكها المؤسسة المحيلة، وهذا يستوجب إبتداء تحديد نوع هذه الأصول التي تنصب عليها عملية التوريق: هل هي جميع الأصول التي تملكها المؤسسة المحيلة أم أنها تقتصر على نوع منها فقط؟¹

كقاعدة عامة فإن محل حوالة الحق يمكن أن ترد على كل عناصر الذمة المالية، وأن يكون محلها قابلا للحجز عليه، سواء أكان هذا الحق حال الأداء أو مضافا إلى أجل أو معلق على شرط، أو مستقبلا أو حتى متنازعا فيه، ومن ثمة فإن الحوالة لا يمكن أن تقع على محل غير قابل للحجز عليه بحسب طبيعة الإلتزام، كعدم جواز حوالة حقوق الشخصية، أو قانونا مثل عدم جواز حوالة بعض الحقوق مثل الحق في النفقة، أو إتفاقا عند وجود شرط يمنع هذه الحوالة². ويجوز أن يكون الحق المحال به مدنيا أو تجاريا، سواء كان مدونا في سند مكتوب كحكم قضائي أو سند رسمي أو غير رسمي، كما يمكن أن يكون غير مكتوب أصلا، مما يجوز إثباته بالبينة أو القرائن³، ولكن الغالب في التوريق أن تكون هذه الحقوق المورقة ثابتة بالكتابة الرسمية وهو ما يعزز من ضمان وجود هذه الحقوق بالنسبة للمستثمرين في التوريق، ويسهل من إثباتها.

ولقد بدأ التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1970 بتوريق الحقوق الناتجة عن قروض الرهن العقاري الموجهة للإسكان، فكانت هذه الأصول هي النوع الأول من الأصول المورقة، وهو نفس ما حصل عند بداية التوريق في الدول الأخرى خارج الولايات المتحدة الأمريكية، ولكن إزدهار التوريق بعد ذلك أدى إلى إمتداد مجال التوريق ليشمل الكثير أنواع الأصول المالية التي يمكن أن تمتلكها المؤسسات المبادرة بالتوريق فشمّل: حقوق الرهن العقاري التجارية، ثم مختلف الحقوق التجارية، والدخول المستقبلية، وحقوق شركات التأمين، وحقوق الملكية الفكرية. وهذا التطور حصل أيضا بعد ذلك في أوروبا، ففي فرنسا كانت المادة (34) قانون 23 ديسمبر 1988 قد حددت التوريق في بداية الأمر بالأصول التي تمتلكها مؤسسات الإئتمان وصناديق الإيداع، ولكن تطور الإطار القانوني

¹ - Granier Thierry, Jaffaux Corynne : op.cit, p. 86. (1)

² - Mazeaud Henri et al : op.cit , p. 1276.1277.

³ - السنهوري عبد الرزاق أحمد: مرجع السابق، ص. 451.

للتوريق إنتهى في إصلاحات سنة 2008 و ما تلاها إلى توريق جميع أنواع الأصول المالية، حيث نصت المادة (L.214-168) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن: **(الغرض من هيئات التوريق: من جهة هو تحمل المخاطر ومن ضمنها مخاطر التأمين، عن طريق شراء حقوق أو عن طريق إبرام عقود منشئة لأدوات مالية آجلة أو محولة لمخاطر التأمين...).**

ولكن دائرة الأصول المورقة في النظام الأنجلوسكسوني كانت أوسع من تلك التي يمكن توريقها في النظام الفرنسي والقوانين المشابهة له، فالقانون الإنجليزي مثلا لا يضع قيودا على نوعية الأصول المورقة. ولكن المسألة المشتركة بين هذه القوانين هو إمكانية الأطراف المتعاقدة في أية عملية تجارية الإتفاق على منع القيام بأية حوالة للحقوق، وفي هذه الحالة فإن حصول الحوالة يجعلها غير قابلة للإحتجاج بها تجاه المدين، الذي يمكنه أن يتحلل من هذا الدين بسداده للدائن المحيل¹. أما في الجزائر فإن قانون توريق القروض الرهنية قصر صراحة الأصول المورقة على القروض الرهنية فقط، وهو ما نصت عليه المادة (10) بقولها: **(لا يمكن مؤسسة التوريق شراء قروض ما عدا تلك التي تمنح من طرف المؤسسات المتنازلة في إطار تمويل السكن...)** وهو ما يجعل مجال التوريق في القانون الجزائري محدودا جدا، وهو الوضع الذي يشبه ما حصل في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1970 حيث إنصب التوريق في بدايته على توريق قروض الرهن العقاري، كما يقتصر توريق القروض الرهنية على الأصول التي ورقت لأول مرة، على الرغم من أن قانون توريق القروض الرهنية الجزائري كان قد وضع في قمة إزدهار التوريق، وإتساع مجاله ليشمل أنواعا مختلفة من الأصول، ولكن هذا التوجه من المشرع الجزائري كان مرتببا بالحاجة الإقتصادية للتوريق في مجال تمويل وإعادة التمويل العقاري من أجل المساعدة على حل مشكلة الإسكان أكثر من حاجته إليه إلى تحقيق أهداف أخرى من الأهداف العديدة التي يحققها التوريق، إضافة إلى عدم وجود بيئة مالية مساعدة لعمل هذا النظام.

الفرع الثاني: طبيعة الأصول المورقة:

لقد كان الأصل في تقنية التوريق أنها وجهت في البداية للقروض الطويلة الأجل، وقد كانت هذه الحقوق أساسا قروضا موجهة لتمويل الحصول على السكن وكانت شروط منحها في الغالب لمصلحة هؤلاء المقترضين، ولكنه لاحقا تم تخفيف هذه القواعد لتشمل القروض القصيرة الأجل،

¹ - Burnat Florian et al : op.cit, p. 150.

وهو ما سمح بتوسيع مجال التوريق ليشمل مثلا توريق قروض الإستهلاك التي كانت نسبة الفائدة فيها مرتفعة بالمقارنة مع القروض الطويلة الأجل¹.

وعلى الرغم من التطور الذي حصل على الأصول المتنوعة التي أصبح بالإمكان توريقها، إلا أن عملية التوريق في البداية لم تكن تنصب إلا على أصول مالية من طبيعة واحدة كقروض السكن أو قروض السيارات... بمعنى أن تكون هذه الأصول متجانسة من حيث المدة المتبقية من الإستحقاق وشروط السداد المسبق، ومخاطر عدم الدفع، ولكن التطور بعد ذلك أدى إلى إمكانية حصول التوريق حتى على أصول غير متجانسة، ولم يعد يشترط أن تكون هذه الأصول من طبيعة واحدة².

وبالنسبة لجودة الحقوق المورقة ففي بداية التوريق كان هناك تخوف كبير من هذه التقنية، ولذلك فلم يشتمل التوريق على:

1 — الحقوق الموقوفة أو المجمدة (Immobilisées): والتي يرجع عدم الوفاء بها ليس إلى عجز المدين وإنما لصعوبات متعلقة بالسيولة، أو بسبب القوانين واللوائح أو الأوضاع السياسية وغيرها من الأسباب التي لا دخل للمدين فيها.

2 — الحقوق المشكوك في إستردادها (Douteuses): أي التي يحتمل عدم تسديدها كلياً أو جزئياً.

3 — الحقوق المتنازع فيها (Litigieuses): أي التي يتطلب تحصيلها الدخول في نزاع قضائي أمام المحاكم، وعلى عكس الحقوق المشكوك في تحصيلها فإن قدرة المدين على التسديد غير مطروحة وإنما المشكلة في رفضه السداد.

والسبب من وراء عدم إمكانية توريق هذه الأصول هو توفير الإطمئنان بشأن الأصول المورقة للمستثمرين والمصدرين، ، ولكن تطورا لاحقا في فرنسا سمح بتوريق هذه الأصول وهو ما نصت عليه المادة (L.411-2) من القانون النقدي والمالي الفرنسي، إلا أن هذا النوع من الأصول لا يسمح بالإكتتاب فيه إلا من طرف المحيل أو المستثمرين المؤهلين، أو من مستثمرين غير مقيمين في فرنسا، وهذا

¹ - Granier Thierry, Jaffaux Corynne : op.cit, p. 89.

² - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 542.

يعني السماح للمؤسسات بتوريق أصول أقل جدارة وإخراجها من ميزانيتها¹، ثم صدر بعد ذلك المرسوم 2004-1255 بتاريخ 24 نوفمبر 2004 حيث حذفت المادة (03) كل هذه الشروط المتعلقة بجودة الأصول المورقة². فأمكن توريق الحقوق المتنازع فيها، وهو ما ذهبت إليه محكمة النقض الفرنسية التي قضت في قرار صادر عن الغرفة التجارية بتاريخ 15 أبريل 2008 جاء فيه: (أن حوالة الحقوق الحاصلة في إطار التوريق لا يمكن أن تكون عائقاً أمام ممارسة حق تبرئة الذمة، تطبيقاً لنص المادة 1699 من القانون المدني) * ذلك أن النظام القانوني للتوريق لا يستبعد كلياً تطبيق القواعد العامة المدنية التي تبقى إمكانية تطبيقها في كل مرة لا تتعارض مع القواعد الخاصة في التوريق، و ضمن هذه الشروط فإن ممارسة الحق في الحصول على تبرئة الذمة المنصوص عليه في المادة 1699 من القانون المدني الفرنسي يمكن تطبيقه في هذه الحالة³، ذلك أن المادة 1699* من القانون المدني الفرنسي تنص على أن من أحيل ضده حق متنازع عليه، يمكنه أن يحصل على تبرئة ذمته من قبل المحال إليه، إذا دفع له ثمن التنازل الحقيقي مع المصاريف والنفقات القانونية والفوائد بدء من اليوم الذي دفع فيه المحال إليه ثمن التنازل الحاصل له.

أما المشرع الجزائري فقد نص في المادة (10) من قانون توريق القروض الرهنية بأنه: (ويجب أن لا تكون هذه القروض متنازعا عليها أو تتضمن خطر عدم التحصيل عند تاريخ التنازل عنها)، والمشرع الجزائري بهذا الإجراء يهدف إلى ضمان الأمان لعملية التوريق، إلا أن ذلك لا يتماشى مع التوجهات الحديثة في قوانين للتوريق، ومع طبيعة التوريق في حد ذاته كتقنية أحد أهدافها هو نقل المخاطر المرتبطة بهذه الأصول للمستثمرين.

¹ Granier Thierry, Jaffaux Corynne : op.cit, pp. 89.90.

² Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 546.

* (Attendu que pour condamner M. X... à payer à la JP Morgan une certaine somme au titre du prêt et une autre somme au titre du compte-courant, outre intérêts, l'arrêt retient que la cession de créances litigieuses soumise aux dispositions de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 se situe en dehors du champ du droit commun et que M. X... ne peut prétendre à l'application de l'article 1699 du code civil .) cass, com, 15 avril 2008, n° 03-15.969

<https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000018683441>

(consulter le 11.07.2017)

³ Ganier Thierry: « *Titrisation et cession de créances litigieuses* », Revue Trimestrielle de Droit Financier, n° 2, 2008, Paris, p. 78.

* 1° Article 1699 du code civil français: « Celui contre lequel on a cédé un droit litigieux peut s'en faire tenir quitte par le cessionnaire, en lui remboursant le prix réel de la cession avec les frais et loyaux coûts, et avec les intérêts à compter du jour où le cessionnaire a payé le prix de la cession à lui faite.» <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000006070721&idArticle=LEGIARTI000006442565> , (consulter le 11.07.2017).

المطلب الثاني

شروط حوالة الحق في التوريق

تعتبر مرحلة حوالة الحقوق المعبر الذي يتم عن طريقه نشوء علاقة قانونية تجمع الفاعلين الرئيسيين في التوريق وهما المؤسسة المالية المبادرة بالتوريق بمنشأة التوريق. فالحقوق الموجهة للتوريق تنفصل عن الذمة المالية للمؤسسة المبادرة لتشكّل مجموعة من العناصر المالية مستقلة بدورها عن الذمة المالية الشخصية للمسير. وفي نظام الشريعة العامة الأنجلوسكسوني فإن هذه المرحلة ليست خاضعة لقواعد خاصة، فبفضل الترسّ يمكن اعتبارها عناصر مكونة للذمة المالية، وأن حوالة هذه الحقوق يمكن أن تتبع بشأنها القواعد المتعلقة بالأموال المنقولة. فلا توجد أية شروط خاصة بحوالة الحقوق في عملية التوريق في النموذج الأنجلوأمريكي. أما في القوانين المدنية ذات الأصل الروماني والجرماني فإن الأمر يختلف لأن غياب الترسّ يفرض اللجوء إلى عقد مستقل لحوالة الحق المبرم بين المؤسسة الممولة ومسير منشأة التوريق، وهذا التصرف يبرر خضوعه لنظام مخالف بالمقابل لنظام الشريعة العامة. فالشكليات اللازمة لصحة هذا التصرف قد تم تخفيفها والإكتفاء بالمهم منها، حيث أصبح هذا التصرف قابلاً للإحتجاج به، فالدول ذات النظام الروماني والجرماني التي إستوردت التوريق إقتربت بذلك من نظام الشريعة العامة الأنجلوسكسوني الذي يمكن من إدراك أن الحقوق هي مجرد قيم مالية في الذمة المالية¹.

وبدوره فإن المشرع الجزائري مقتفياً أثر المشرع الفرنسي إعتد في عمل آلية التوريق على وجوب إبرام عقد يتضمن حوالة الحقوق المورقة من المؤسسة المالية المبادرة بالتوريق إلى هيئة التوريق، فنص في المادة (08) من قانون توريق القروض الرهنية على: (**يتم إثبات كل تنازل عن القروض الرهنية بين المؤسسة المتنازلة ومؤسسة التوريق بموجب إتفاق بين الطرفين**). ويلاحظ على هذا النص أن المشرع لم يشترط لإبرام هذا التنازل شكلاً معيناً، كوجوب إبرامه في شكل رسمي، ومن ثمة فإنه يخضع لقاعدة الرضائية، وهو نفس الأمر بالنسبة للقانون الفرنسي ومختلف القوانين الأنجلوسكسونية، ولكن يغلب في العمل أن يتم إبرام هذا العقد كتابة، لأنه من الصعب إثباته في حالة عدم كتابته.

¹ - Forti Valerio : op.cit, p. 285.

الفرع الأول: القواعد العامة في حوالة الحق المدنية:

رأينا سابقا أن النظام الأنجلوسكسوني يفرق بين الملكية القانونية (*Propriété*) (*legal title*) و (*Propriété bénéficiaire*)، وبناء على هذا التقسيم يثور التساؤل بشأن الأصول موضوع الحوالة، وعمّا إذا كان يتم نقل ملكيتها القانونية الكاملة للمصدر، أم أن ما ينقل منها هو فقط الملكية الإنصافية، وذلك بمنح سند إنصافي بحق الإنتفاع؟ إن إنشاء الترس يترتب عنه أن المنشئ (*settlor*) ينقل إلى أمين الترس (*trustee*) الملكية القانونية، فتنقل الملكية كاملة لمنشأة التوريق، وهو ما يعتبر ضمانا قويا أكبر من مجرد نقل الملكية الإنصافية التي تنقل فقط ملكية المنفعة، ومع ذلك فإن الملاحظ حاليا من الممارسة المصرفية في أسواق التوريق الأنجلوأمريكية هو تزايد توجه نحو الإكتفاء بمجرد منح المصدر الملكية الإنصافية (حق إنتفاع بالأصول)، وزيادة قبول مؤسسات التصنيف الإئتماني لهذا الخيار، على أساس الإكتفاء بالفحص الدقيق للمركز المالي للمؤسسة المالية المبادرة بالتوريق¹.

توجد في النظام الأنجلوسكسوني وعلى سبيل المثال في القانون الإنجليزي طريقتان لحوالة الحقوق هما: الحوالة القانونية (*legal assignment*)، والحوالة الإنصافية (*equitable assignment*) والمبدأ الأساس المشترك بين هاتين الصورتين هو أن نقل هذه الحقوق لا يجب أن يؤدي إلى جعل المديــــن في وضعية غير مريحة خلاف ما لو لم توجد هذه الحوالة².

وبالنسبة للحوالة القانونية في إنجلترا فإنها تحكمها المادة (136 فقرة 01) من قانون الملكية (*Law of property Act*) لسنة 1925 فبمقتضى هذه الترتيبات فإن الحوالة حتى تكون منتجة لأثرها يجب أن تستجمع عدة شروط هي:

- 1 — أن تكون مكتوبة وموقعة من المحيل.
- 2 — أن تعلن كتابة للمدين.
- 3 — أن تكون مطلقة وغير معلقة على شرط.
- 4 — أن يكون الحق المحال موجودا عند تاريخ الحوالة حتى ولو لم يكن حال الأداء.

¹ - غانم محمد أحمد: مرجع سابق، ص ص. 44-56.

² - Burnat Florian et al : op.cit, p. 150.

5 — أن تتم حوالة كامل الحق من المحيل الى المحال اليه.

وأن أية حوالة لا تستوفي هذه الشروط ستكون مجرد حوالة إنصافية.

وعلى ذلك فإن صورة الحوالة القانونية تعتبر آلية حوالة صارمة نسبيا، يمكن تقريبها من حوالة الحق في القانون الفرنسي، إذ لكي تكون هذه الحوالة نافذة في حق الغير وخاصة في مواجهة المدين يجب أن تعلن للمدين عن طريق محضر قضائي، أو أن يعلن المدين عن القبول بها عن طريق عقد رسمي (Acte Authentique)، والغرض من هذا الإجراء هو تقوية الأمان القانوني لهذه العملية.

وسواء بالنسبة للقانون الفرنسي أو بالنسبة للقانون الإنجليزي فإن هذه الشكلية ليست ملائمة مع عالم الأعمال، حيث يكون الإنشغال الأول دائما هو تسهيل المعاملات التجارية من أجل الإستجابة للمتطلبات التي تثيرها العمليات المالية الكبيرة على غرار عملية التوريق، والتي يتم فيها توريق محافظ تتضمن آلاف الحقوق، ولأجل ذلك فكلا من القانونين الفرنسي والإنجليزي عملا على تبني أسلوب آخر لحوالة الحق¹. تتمثل في القانون الفرنسي في حوالة الجدول، وفي القانون الإنجليزي الإكتفاء بالحوالة الإنصافية، لتجنب هذه الصعوبات التي تثيرها القواعد العامة لحوالة الحق.

الفرع الثاني: الخروج في التوريق عن القواعد العامة في حوالة الحق:

تستند حوالة الحقوق في التوريق على القواعد العامة لحوالة الحق المدنية، ولكن شكليات هذه الحوالة في القانون الفرنسي وكذلك الجزائري تجعل من الصعب إتمام عملية التوريق بسهولة، فهذه الشكليات لا تتلاءم مع حوالة محافظ الحقوق في التوريق، وهو ما جعل المشرع الفرنسي (وتبعه القانون الجزائري لاحقا) يضع قواعد خاصة تسهل من إتمام هذه الحوالة وتجاوز الصعوبات الشكلية المقررة لها في القواعد العامة بالنسبة للقانون الفرنسي، ولقواعد الحوالة القانونية في قواعد الشريعة العامة الأنجلوسكسوني.

ففي القانون الإنجليزي وعند عدم توفر شرط من الشروط المنصوص عليها في المادة 136 الفقرة 01 من قانون الملكية لسنة 1925 تعتبر الحوالة عندها حوالة إنصافية ناتجة من قواعد الإنصاف، وهي حالة تواجه كثيرا في العمل، ذلك أن الدائن المحيل لا يفضل غالبا في إطار عملية التوريق إعلان المدين

¹ - Burnat Florian et al : op.cit, pp. 150-151.

بالحوالة وهذا راجع في نفس الوقت للتكلفة المرتفعة التي تترتب على إعلان المدينين بالحوالة، و لكن ذلك يعود أيضا للحفاظ على صورة الدائن المحيل¹.

وعلى خلاف قواعد الشريعة العامة الأنجلوسكسونية فإن إعلان الحوالة إلى مجموع المدينين في القانون الفرنسي تجعل هذه العملية مرهقة ومكلفة بشكل كبير بالنسبة للمحيل. ثم إن الحوالة تدرج ضمن مسار أكثر تعقيدا يتم فيه لاحقا تحويل الحقوق المحالة إلى أوراق مالية. وضمن هذا المسار فإن الأطراف في هذه الحوالة تطمح ليس إلى نقل ملكية هذه الحقوق إلى المستثمرين ولكن أيضا نقل قيمتها الاقتصادية، وأن هؤلاء المستثمرين لا يرغبون الدخول في علاقة مع هؤلاء المدينين. ومن جهته فإن المحيل لا يرغب في قطع علاقاته مع المتعاقدين معه (المدينين). وهكذا تم إنطلاقا من هذا المنظور بناء النظام الخاص بحوالة الحقوق في عملية التوريق في قوانين الدول ذات النظام الروماني والجرماني².

وبهدف تبسيط وملائمة القواعد القانونية التي تحكم التركيب المتعلق بعمليات التوريق في القانون الفرنسي فقد عمل المشرع على جعل هذه الحوالة تتم في البداية عن طريق جدول، وهو ما نصت عليه المادة (34) من القانون 88-1201، ثم لاحقا المادة (4-169-214.L) من القانون النقدي والمالي الفرنسي. وهو ما يسمح بحوالة عدد كبير من الحقوق في وثيقة واحدة، وهي طريقة مستلهمة من طريقة حوالة "جدول دايلي" (Bordereau Dailly)³، وهذا الجدول هو وثيقة شكلية يجب أن تتضمن وجوبا بيانات معينة، ولا يمكن الإستعاضة عنها بأي طريق آخر مهما كان، حتى ولو كان ذلك عن طريق شهادة توثيقية تثبت وجود الحوالة⁴، وهو ما ذهبت إليه محكمة النقض الفرنسية في القرار الصادر عن الغرفة التجارية بتاريخ 13 فيفري 2007⁵، حيث جاء في هذا القرار إختصارا (أنه في غياب وجود جدول حوالة إلى الصندوق المشترك للحقوق وفقا للقواعد القانونية

¹ - Burnat Florian et al : op.cit, p. 151.

² - Forti Valerio : op.cit, p. 286.

³ - Bonneau Thierry : « **Droit bancaire** », 11 éd, op.cit, p. 778.

⁴ - Piedelièvre Stéphane, Putman Emmanuel : op.cit, p. 606.

⁵ - Cass. Com, 13 février 2007, N° 05-16728

<https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000017635590>
(consulter le 10.09.2017).

النصوص عليها، فإن هذه الحوالة لن تكون نافذة في مواجهة الغير¹، فعملية التوريق لا يمكن أن تكون فعالة إلا بوجود طريقة مبسطة لنقل هذه الحقوق وضمائنها، تكون نافذة في مواجهة الغير، وأن إختيار المشرع الفرنسي لهذه الطريقة يجعلها جزءاً أساسياً من التركيب المعقد الذي ينشأ عن التوريق، ولهذا فقد كان من المنطقي أن ترفض محكمة النقض الفرنسية في القرار المشار إليه إعتبار أن جدول حوالة الحقوق للصندوق المشترك للحقوق هو مجرد وسيلة للإثبات، ومن ثمة فإنه عدم القيام به يجعل من غير الممكن أن يحتج بهذا الجدول في مواجهة الغير، بل يجب أن يستوفي هذا الجدول الشكل الذي قرره له القانون².

وإلى جانب طريقة حوالة الجدول فإن المشرع الفرنسي نص أيضاً في المادة (L.214-169-4) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن حوالة الحقوق في التوريق يمكن أن تتم أيضاً بأي طريق آخر للحوالة في القانون الفرنسي أو الأجنبي، وهو توضيح مهم لأن إمكانية إخضاع حوالة الحقوق لقانون أجنبي يؤدي إلى تجاوز كل الصعوبات المرتبطة بنفاذ الحوالة في مواجهة الغير المحال عليه³.

إن نقل الحقوق في التوريق يتم عن طريق حوالة الحق، وهو عقد يخضع في إبرامه للقواعد العامة للعقود، وحتى يكون صحيحاً ما بين المحيل والمحال له يجب أن يستوفي الأركان العامة للعقد من تراضي ومحل وسبب، كما يجب إستيفائه للقواعد الخاصة المفروضة من المشرع والمتعلقة بحوالة الحق التي تناوها المشرع الجزائري في المواد (من 239 إلى 250) من القانون المدني، وتناوها المشرع الفرنسي في المواد (من 1689 إلى 1701 من القانون المدني). إن الصعوبة بخصوص هذه المسألة لا تكمن في الإعتراف بصحة هذا النوع من العمليات ولكنها تكمن في نفاذ الحوالة في مواجهة الغير. ذلك أنه في حالة عدم إعلان المدينين بالحوالة فإنه لا يمكنهم إستخلاص النتائج المترتبة عن هذا الإتفاق، وأن المحال له يمكن أن يواجه خطر عدم الوفاء بالحق المحال. وعلى هذا فإن القانون الفرنسي ومن أجل تفادي هذا الخطر نص

¹ - «Attendu qu'en statuant ainsi, alors qu'en l'absence de production du bordereau de cession de créances au fonds commun de créances établi conformément aux dispositions réglementaires prévues par l'article 2 du décret du 9 mars 1989 modifié, la cession n'était pas opposable aux tiers, ce dont il résulte que la Morgan guaranty n'avait pas qualité à agir comme mandataire du cédant pour demander paiement à la caution du débiteur cédé sur le fondement de documents qu'elle ne présentait pas, la cour d'appel n'a pas tiré les conséquences légales de ses constatations »

² - Granier Thierry : « **le respect du formalisme en matière de cession à un fonds commun de créance : à propos de l'arrêt de la chambre commerciale de la cour de cassation du 13 février 2007** », Revue Trimestrielle de Droit Financier, n° 2, 2007, Paris, p. 93.

³ - Galland Maxime : op. cit, p. 31.

في المادة (1690) مدني على منح المحيل له الإختيار بين طريقين للقيام بهذا الإعلان الأولى تتمثل في إعلان المدين بالحوالة بعقد رسمي عن طريق محضر قضائي، والثانية تتمثل في قبول المدين للحوالة، ففي حالة حصول أحد هذين الإجراءين فإن الحوالة تكون نافذة في مواجهة المدين، وتنتج آثارها، ويصبح المحال له هو الدائن الوحيد، ويحصل على كل الضمانات وهو ما نصت عليه المادة (1692) من القانون المدني الفرنسي¹.

إن حوالة الحقوق في عملية التوريق تتطلب من الأفضل إبرام إتفاق بين المؤسسة المحيلة والمحال له وذلك من أجل تنظيم العلاقة بين الطرفين وضبط كل المسائل بينهما، ذلك أنه لا يمكن لجدول الحوالة وحده أن يكون كافياً لتنظيمها. ولكن إبرام هذه الإتفاق ليس أمراً ملزماً، والفائدة من هذه الإتفاق هو تعيين محفظة الحقوق المحالة والشروط المتعلقة بإعلان المدينين، وتحديد الضمانات الممنوحة من طرف المحيل في حالة عدم مطابقة الحقوق المحالة للشروط التي يتوجب أن تتوفر فيها، كما أن الإتفاق المبرم سيساهم في توضيح وشفافية النظام الموضوع، كونه يشكل وثيقة وصفية للحقوق المحالة والضمانات الملحقة بها، كما تساهم في تعيين شروط الحوالة². وبذلك يتكامل كل من الجدول وإتفاق الحوالة في تنظيم الحوالة الحاصلة، فالإتفاق يحدد الإطار القانوني بين طرفيها، أما الجدول فيؤدي إلى تنفيذ الحوالة بخروج الحق من الذمة المالية للمحيل، ولكن في حالة ما إذا حصل تعارض بينهما فإنه يقدم الجدول بوصفه الأداة التي يعتد بها في خروج الحق من ذمة المحيل³.

الفرع الثالث: الشروط الموضوعية لحوالة الحقوق في التوريق:

إن الحوالة بإعتبارها عقداً تستوجب أن تستوفي أركان العقد من تراضي صادر من ذي أهلية وخال من العيوب ومحل معين، وسبب مشروع، ولكن إضافة إلى هذه الأركان العامة فإن حوالة الحق في مجال التوريق تتطلب شروطاً إضافية منها ما يتعلق بالأطراف ومنها ما يتعلق بالحقوق المحالة.

أولاً: الشروط الموضوعية المتعلقة بالأطراف:

تتعلق هذه الشروط، بالمحال وكذلك بالمحال له.

¹-Granier Thierry, Jaffaux Corynne : op.cit, p. 91.

²- ibid, pp. 95-99.

³- فضلي هشام: مرجع سابق، ص ص. 116-117.

1: بالنسبة للشروط المتعلقة بالمحيل:

المحيل في عملية التوريق يمكن أن يكون حسب الأصل شخصا معنويا، ولكن يمكن أيضا أن يكون شخصا طبيعيا، إذ لا يوجد في القانون الفرنسي ما يمنع صراحة أن يكون هذا المحيل شخصا طبيعيا، ولكن الجدوى من التوريق لا يمكن أن تتحقق إلا إذا كان عدد وقيمة الحقوق التي ستورق كبيرا ومرتفعا. ومن ثمة فإن الأشخاص المعنوية كالمؤسسات البنكية أو شركات التأمين أو غيرها هي الأقدر من الشخص الطبيعي على القيام بهذه العملية¹. وعلى العكس من ذلك فإن المشرع الجزائري يشترط صراحة أن تكون الجهة المحيلة (المتنازلة) مؤسسة مصرفية أو مالية، وهو ما نصت عليه المادة (02 فقرة 3) من قانون توريق القروض الرهنية، ومن ثمة لا يمكن قبول أن يكون المحيل شخصا طبيعيا أو حتى مؤسسة أخرى غير مالية.

2: بالنسبة للشروط المتعلقة بالمحال له:

إن الدور الذي يلعبه المحال له في التوريق والذي يتضمن تخصيص الحقوق المحالة لفائدة المستثمرين هو دور أساس. فالطبيعة الائتمانية لهذه المهمة تتطلب أن تتم هذه العملية من فاعل يتميز بمجموعة من الخصائص تجعله محل ثقة المستثمرين ومختلف المتدخلين في عملية التوريق. وهو ما يقوم به الترس في النظام الأنجلوسكسوني. وهيئة التوريق في قوانين الدول ذات الأصل الروماني والجرماني، سواء أكانت في شكل صندوق مشترك للتوريق أو في شكل شركة توريق². وهو نفس ما إتبعه المشرع الجزائري عندما إشتراط في نص المادة (08) على أن التنازل يكون بين المؤسسة المتنازلة ومؤسسة التوريق، وكان قد نص من قبل في المادة (02 فقرة 02) أن مؤسسة التوريق هي هيئة لها صفة مالية تقوم بعملية التوريق في سوق الأوراق المالية.

ثانيا: الشروط المتعلقة بالحقوق المحالة:

سبقت الإشارة إلى أن كل الأصول التي تملكها المؤسسات المالية يمكن أن تكون محلا لحوالة الحقوق في إطار عملية توريق، وإذا كان التوريق قد إنصب في البداية على حقوق الرهن العقاري إلا أن مجاله أوسع بعد ذلك ليشمل أنواعا عديدة من هذه الحقوق مثل الحقوق التجارية و أخطار شركات

¹ - Forti Valerio : op.cit, p. 287.

² - ibid, p. 288.

التأمين، وحقوق الملكية الفكرية ثم تطور ليشمل حتى الديون المستقبلية سواء كان تاريخ إستحقاقها محددًا أم لا، وسواء كان المدينون بها محددين أم لا، ويشترط فقط أن تكون هذه الحقوق قابلة للتعيين إنطلاقًا من عقد الحوالة، ولكن المشرع الجزائري قصرها فقط مثلما سبقت الإشارة إليه على قروض الرهن العقاري الممنوحة في إطار تمويل السكن وفقا لما نصت عليه المادة (10) من قانون توريق القروض الرهنية.

كما أن المشرع الجزائري إشتراط بالنسبة للحقوق المتنازل عنها من طرف المؤسسة المتنازلة لفائدة مؤسسة التوريق أن يكون هذا التنازل في شكل مجموعة أو كتلة واحدة من القروض، وأن تكون عملية إصدار الأوراق المالية في معاملة واحدة وهو ما نصت عليه المادة (09) من قانون توريق القروض الرهنية، وإذا كانت عملية التوريق لا يمكن تكون مجدية من الناحية الإقتصادية إلا إذا بلغت هذه الأصول المورقة حجما كبيرا، فإن هذا الشرط يهدف بذلك إلى تخفيض التكلفة الإقتصادية لعملية التوريق.

الفرع الرابع: الشروط الشكلية:

تشتتر حوالة الحق في القوانين المدنية شرطا شكليا يتمثل في وجوب إعلان المدين بها أو إعلان هذا المدين قبوله بها، وهو ما يفترض ضمنا حصول علمه بها، وهو ما نصت عليه أيضا المادة (241) من القانون المدني الجزائري بقولها: (لا يجتج بالحوالة قبل المدين أو قبل الغير إلا إذا رضي بها المدين أو أخبر بها بعقد غير قضائي)، وهي المادة التي تقابلها في القانون المدني الفرنسي المادة (1690)*

ولكن نظرا لأن هذا الشرط الشكلي يجعل من الصعب إنجاز عملية التوريق، ذلك أن إعلان جميع المدينين بهذه الأصول بحصول الحوالة سيكون أمرا مكلفا يقلل من الجدوى الإقتصادية للتوريق، لذلك عمد المشرعون على التخفيف من هذه الشروط الشكلية التي تنص عليها القواعد العامة لحوالة الحق في القانون المدني.

* « Le cessionnaire n'est saisi à l'égard des tiers que par la signification du transport faite au débiteur Néanmoins, le cessionnaire peut être également saisi par l'acceptation du transport faite par le débiteur dans un acte authentique. »

وتجدر الإشارة إلى أن القوانين التجارية تنص على أن الأوراق التجارية تتميز بأنها تحمل شرط الأمر¹، أي أنها تسدد سواء للدائن أو لأي شخص آخر يعين من قبله ونقل هذه الأوراق التجارية التي تتضمن حوالة حق لا يخضع للشكلية الواردة في القانون المدني، إذ يكفي لحوالتها مجرد تظهيرها عن طريق الكتابة على ظهر السند²، ولكن هذه الحوالة تختلف عن الحوالة المدنية³ من ناحية التضامن فالمظهر ضامن بالقبول والوفاء، إضافة إلى المدين لا يمكنه الإحتجاج بالأسباب الناتجة من علاقته الشخصية بالغير أو مع الحاملين السابقين، وهذا يفسر بضرورة الإستجابة لعاملي السرعة والإئتمان الذين يتوجب أن تكون عليها المعاملات التجارية. ولكن معالجة (Le traitement) هذه الأوراق التجارية وخاصة السفتجة يعد مكلفا جدا، وهو ما دفع ببعض المشرعين إلى وضع طريق آخر لنقل هذه الحقوق في عملية التوريق عن طريق حوالة الجدول، كما هو الأمر في فرنسا، فالحوالة في التوريق أصبحت تتم بمجرد قيام المؤسسة المحيلة بتسليم جدول بهذه الحقوق إلى شركة التسيير وأصبح بالتالي من الممكن تفادي العقبة الرئيسة التي كانت تضعها القواعد العامة من أجل إتمام هذه الحوالة، والتي كانت تجعل عملية التوريق بإتباع هذه القواعد العامة أمرا صعبا من الناحية العملية، وبالتالي أمكن عن طريق هذا الجدول حوالة عددا كبيرا من الحقوق في وثيقة واحدة، أما بالنسبة لشروط هذا التسليم فإنه يمكن النص عليها في عقد الحوالة بين المؤسسة المحيلة وشركة التسيير⁴.

أما القانون الإنجليزي فينص على أن حوالة الحق يجب أن تتم وفقا لبعض الشروط الشكلية حتى تكون صحيحة فيما بين الأطراف، ونافذة في مواجهة المدين والغير وفقا للحوالة القانونية (legal assignment) طبقا لقواعد الشريعة العامة، فيجب أن تكون مكتوبة، وأن تعلن للمدين المحال عليه، ولكن هذا الإعلان لا يشترط فيه أن يتم عن طريق محضر قضائي، بل يكفي أن يتم برسالة عادية بقصد الإعلام بحصول هذه الحوالة⁵. ولا يوجد في القانون الإنجليزي أي نص خاص يضع ترتيبات خاصة

¹ - راشد راشد: «الأوراق التجارية، الإفلاس والتسوية القضائية في القانون الجزائري» ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999، ص.5-129.

² - مرجع سابق، ص.40.

³ - مرجع سابق، ص.47.

⁴ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 548-550.

⁵ - Touraine Hervé : op.cit, p. 352.

تهدف إلى تسهيل حوالة الحقوق كمجموعة، إذ تخضع حوالة الحقوق في عمليات التوريق لنفس القواعد التي تحكم حوالة الحق بصفة عامة¹.

فإذا إستجمعت الحوالة شروطها إعتبرت حوالة كاملة بين أطرافها ونافذة في مواجهة المدين والغير، أما في فرض أو لسبب ما أن أحد هذه الشروط لم يتحقق فإن الحوالة لا يمكن أن تعتبر حينئذ حوالة قانونية (*legal assignment*)، ولكن قواعد الإنصاف تعطيها مع ذلك أثرا، ولكنه أثرا محدودا، يتمثل في إعتبار الحوالة صحيحة بين طرفيها².

وعمليا فإن الحوالات الحاصلة في عمليات التوريق نادرا ما تستجمع شروط الحوالة القانونية (*legal assignment*)، على الأقل لسببين³:

الأول: إما لأن الحوالة لا تنصب على مجموع الحقوق، ولكن فقط على التدفق النقدي الذي تولده في حدود المبالغ اللازمة لسداد الأوراق المالية المصدرة من طرف المحال له، من أجل تمويل شراء هذه الحقوق.

الثاني: أنه بسبب التكلفة والآجال، فإن حوالة الحقوق لا يتم إعلانها للمدينين.

وعند تحقق أحد هذين السببين فإن الحوالة حينها لا يمكن أن تعتبر حوالة قانونية، ولكنها على الأقل ستكون صحيحة ما بين أطرافها كحوالة إنصافية، وقانونيا فإن ملكية الحقوق المحالة تبقى للمحيل ملكية قانونية (*legal owner*)، و لا ينتقل إلى المحال له سوى ملكية المستفيد أو ملكية المنفعة (*beneficial owner*)، وأن المخاطر التي يمكن أن تلحق المحال له من جراء ذلك يمكن تلافيتها بقيامه بإعلان المدينين بالحوالة في أي وقت. وهو ما يجعل الحوالة حينها حوالة كاملة، وهذه المسألة تكون محل إشتراط تعاقدية ملائم يناسب مؤسسات التصنيف الائتماني⁴.

¹- Touraine Hervé : op.cit, p. 353.

²- ibid, p. 353.

³- ibid, p. 353.

⁴- ibid, p. 253.

أولاً: حوالة الحقوق في التوريق عن طريق الجدول:

لقد إعتد المشرعون في حوالة الحقوق في التوريق في الدول ذات النظام الروماني الجرمانسي في البداية ومنهم المشرع الفرنسي، (وتبعه بعد ذلك المشرع الجزائري) على عملية أصيلة ولكنها إقتفاء لتقنية معروفة في القانون الفرنسي هي حوالة الجدول (Bordereau de Cession)، وهي عملية أصيلة لأنها لا تتبع القواعد العامة لحوالة الحق (المادة 1689 وما يليها من القانون المدني الفرنسي) كما أنها لا تتبع التقنيات الخاصة في القانون التجاري، ولكنها مستوحاة بوضوح من نموذج حوالة جدول "دايلي" (Bordereau « Dailly»)* فتم حوالة الحقوق فيه بمجرد تسليم الجدول وهو ما تنص عليه المادة (L.214-169-4) من القانون النقدي والمالي الفرنسي وهذه المادة تنص بدقة أن هذا التسليم ينتج عنه بحكم القانون نقل التأمينات والضمانات والملحقات المرتبطة بكل حق من هذه الحقوق بما فيها تأمينات الرهن العقاري ونفاذه في مواجهة الغير بدون الحاجة إلى أي شكلية أخرى¹.

وجداول الحوالة هو تقنية حديثة لحوالة الحقوق وضعها المشرع الفرنسي بالقانون رقم 81-01 بتاريخ 02 جانفي 1981، وهي تقنية تهدف إلى تسهيل عمليات الإقراض للمؤسسات، وهو القانون الذي تم إدراجه بعد ذلك في المادة (L.313-23) وما يليها من القانون النقدي والمالي الفرنسي الذي ينظم حوالة الحقوق بالنسبة للمحترفين من المصرفيين الذين يمكنهم تمويل نشاطات عملاء البنك، وهذا الميكانيزم للحوالة عن طريق الجدول يسمح لشركات القرض العقاري بإكتساب حقوق وإعادة تمويلها عن طريق سندات عقارية. فالحوالة لهذه الشركات تتم عن مجرد تسليم جدول يتضمن بيانات محددة بالمادة (2) من المرسوم رقم 99-65 بتاريخ 29 جويلية 1999، وهي التفاصيل المدونة في جدول دايلي. فهذا الميكانيزم إستنسخ إذن من حوالة الحقوق للمحترفين ولكن يمكن أيضا أن يستعمل أيضا بالموازاة من طرف هيئة التوريق².

وقد أتبع المشرع الجزائري المشرع الفرنسي في إعتداد حوالة الجدول لإتمام حوالة الحقوق من المؤسسة الحيلة (المتنازلة) إلى مؤسسة التوريق وذلك لنفس المبررات السابقة بقصد التخفيف من صرامة القواعد العامة المدنية من حيث الشكل، ولذلك نصت المادة (13) من قانون توريق القروض الرهنية

* هي تقنية لحوالة الحقوق التجارية بين المحترفين، أخذت تسميتها من إسم عضو مجلس الشيوخ الفرنسي (Étienne Dailly).

¹ - Couret Alain et al : op.cit, p. 591.

² - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 549.

على: (لا يمكن إجراء تنازل عن القروض الرهنية من طرف المؤسسة المتنازلة لفائدة مؤسسة التوريق إلا بتسليم جدول خاص بالتنازل عن القروض الرهنية).

ولكن جدول الحوالة (Bordereau de Cession) يختلف عن حوالة الدايلي (Cession Dailly)، ذلك أن حوالة "الدايلي" تتم عن طريق حوالة جدول حقوق يقوم به المحترفون، وبالتالي فإنه لا يسمح بتوريق حقوق غير المحترفين ويحصر الحوالة فقط في العمليات التي تتم لفائدة إحدى مؤسسات الإئتمان. وعلى العكس من ذلك فإن جدول التوريق لا يمكن تظهيره، ولا يفهم منه (إلا إذا أتفق على خلاف ذلك) إلتزام المحيل بتحقيق نتيجة فيما يتعلق بالحقوق المحالة. كما يستبعد إمكانية قبول المدين المحال عليه والتي ينتج عنها أنه لا يمكن لهذا المدين الإحتجاج في مواجهة المحال له بنفس الدفع التي يكون له الإحتجاج بها في مواجهة المحيل¹.

وجداول الحوالة في القانون الفرنسي وكذلك في القانون الجزائري هو وثيقة شكلية يتعين أن تستوفي الشروط التي ينص عليها القانون ومنها وجوب أن تتضمن تسمية صريحة بأنه تصرف يتضمن حوالة حق وذلك لتجنب أي لبس يمكن أن يثور بشأن العملية، كما يجب أن يشار إلى أنه يخضع لنظام التوريق، و يجب أن يكون المحال له معيناً، وأن تكون الحقوق المحالة معينة بصورة فردية، ولهذا الغرض يجب أن تتضمن وثيقة الجدول أيضاً تحديد القيمة الإجمالية للحقوق المحالة، وكذلك تاريخ إستحقاقها. إلا أنه في الحالة التي تتم فيها حوالة هذه الحقوق بعملية إلكترونية تسمح بالتعرف عليها فإنه يمكن أن يكتفى في الجدول ببيان الوسيلة التي تتم بها هذه الحوالة المحددة وكذلك تقدير عدد هذه الحقوق وقيمتها الإجمالية² وهي البيانات التي نصت عليها المادة (D.214-102) من القانون النقدي والمالي الفرنسي، وكذلك المادة (14) من قانون توريق القروض الرهنية الجزائري.

ثانياً: كيفية إجراء حوالة الحقوق في التوريق:

لقد نص المشرع الفرنسي على أن الحوالة يمكن أن تتم بكل طرق الحوالة في القانون الفرنسي أو القانون الأجنبي وهو ما نصت عليه المادة (L.214-169-4-2) من القانون النقدي والمالي الفرنسي، كما أن إصلاح الإطار القانوني للتوريق في فرنسا كان قد أخذ بعين الإعتبار التطورات التكنولوجية

¹ - Forti Valerio : op.cit, p. 295.

² - ibid, pp. 295-296.

فالجدول يمكن أيضا أن ينجز ويوقع ويحتفظ به وينقل بطريق الكتروني (Sous Forme Electronique)¹. ولكن المشرع الجزائري في قانون توريق القروض الرهنية لم ينص على إمكانية إجراء جدول الحوالة بالطريق الإلكتروني، وهو نقص كبير في هذا القانون لم يأخذ بعين الإعتبار التطورات التكنولوجية التي أصبحت عماد العمل المالي والمصرفي، وهو ما يتعين إستدراكه عند تعديل أو إصلاح هذا القانون.

أما بالنسبة لشروط الإحتجاج بالحوالة في مواجهة الغير في القانون الفرنسي فقد تم تحديدها، فالحوالة تكون نافذة إبتداء من التاريخ الموضوع على الجدول عند تسليمه بغض النظر عن تاريخ نشوء أو إستحقاق هذه الحقوق دون الحاجة إلى أية شكلية أخرى². و هو ما نصت عليه المادة (L.214-4) من القانون النقدي والمالي الفرنسي، و نص عليه أيضا المشرع الجزائري في المادة (15) من قانون توريق القروض الرهنية التي نصت على: (يسري مفعول التنازل عن القروض من المؤسسة المتنازلة لفائدة مؤسسة التوريق إبتداء من التاريخ المبين في الجدول المذكور في المادة 13 أعلاه).

إن تسليم الجدول يمثل الشكلية الأساس التي يتعين إستيفائها من أجل القيام بحوالة الحقوق وحتى في حالة حوالة الحقوق المستقبلية. وأن ما يميز إنتقال هذه الحقوق هو البحث عن تخفيف الشروط الشكلية وليس إلغائها تماما. إن البيانات التي يتطلب القانون ذكرها في الوثيقة التي تتضمن جدول الحوالة في عملية التوريق تعتبر لازمة من أجل إبرام هذا التصرف، ولكن المشرع لا ينص بصورة صريحة على الجزاء المترتب في حالة تخلف هذه البيانات، ولذا يقترح البعض عدم بطلان الجدول وإنتاجه لأثره بخصوص حوالة هذه الحقوق، ولكن في هذه الحالة تطبق عليه القواعد العامة المتعلقة بحوالة الحقوق في القانون المدني³. وأن الاجتهاد القضائي في فرنسا ذهب إلى أن عدم إستيفاء الجدول للشروط الشكلية يترتب عليه إعتبار الحوالة غير نافذة في مواجهة الغير⁴. من ذلك القرار الصادر في 13 فيفري 2017 الذي نص على أن عدم إتمام هذه الشكلية وفقا للشروط المفروضة بمقتضى الأحكام القانونية والتنظيمية تجعل من الحوالة غير نافذة في مواجهة الغير⁵.

¹- Galland Maxime : op.cit, p. 31.

²- Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 551.

³- Forti Valerio : op.cit, p. 295.

⁴- Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 551.

⁵- Burnat Florian et al : op.cit, p. 152.

وقد أتبع المشرع الجزائري نفس أسلوب المشرع الفرنسي فيما يخص حوالة الجدول فأوجب أن يتضمن الجدول مجموعة من البيانات الإلزامية، حيث نصت المادة (14) من قانون توريق القروض الرهنية على: (يجب أن يتضمن الجدول المذكور في المادة (13) أعلاه، البيانات الأساسية الآتية:

- تسمية عقد التنازل عن القروض المدعمة برهون عقارية ذات الرتبة الأولى،
- الإشارة إلى أن عملية التنازل عن القروض تخضع إلى أحكام هذا القانون،
- تعيين مؤسسة التوريق والمؤسسة المتنازلة،
- قائمة الديون المتنازل عنها والمتضمنة البيانات الآتية: الإسم والعنوان ومكان التسديد من جانب المدينين ومبلغ الديون وتاريخ الأقساط وتاريخ الأقساط النهائية ونسب الفائدة ومميزات الرهون ومرجع عقود التأمين إن وجدت،
- بيان يوضح المبلغ المدفوع من طرف مؤسسة التوريق إلى المؤسسة المتنازلة مقابل القروض محل التنازل،
- إلتزام المؤسسة المتنازلة بالقيام باستبدال القروض المشكوك فيها أو المتنازع عليها أو صعوبة التحصيل لفائدة مؤسسة التوريق،
- تاريخ إيداع الجدول،
- ويمكن أن يتضمن الجدول بيانات إضافية بإتفاق بين الطرفين).

ولكن المشرع الجزائري وعلى غرار المشرع الفرنسي لم ينص على الأثر المترتب على تخلف أو نقص البيانات التي أوجب المشرع ذكرها في جدول الحوالة، وإذا كان القضاء الفرنسي قد قضى بطلان الجدول في هذه الحالة وهو رأي صائب لأن ترتيب البطلان في هذه الحالة يكون هو الحل المتوافق مع القصد من وضع هذه القواعد، ولذا فإننا نرى في هذه الحالة أن يكون الحكم في القانون الجزائري أيضا هو بطلان الجدول، وأن على المشرع مراعاة ذلك، والنص على هذا الأثر عند تعديل أو إصلاح الإطار القانوني للتوريق مستقبلا.

الفرع الخامس: الطبيعة القانونية لجدول الحوالة:

لقد أثارَت الطبيعة القانونية لجدول الحوالة "نموذج التوريق" عدة تساؤلات هل هو عقد أم لا ؟ ولكن يبدو أن المرجح هو أنه وثيقة ذات شكل معين يفرضه القانون، وأنه بمجرد تسليمه يمكن القول أن

الحوالة قد تمت وفقا للقانون¹، فمجرد تسليم هذا الجدول يسمح بإتمام حوالة الحقوق طبقا لما ينص عليه القانون، فالجدول هو طريقة مطورة ومخففة للشروط الشكلية لإنتقال الحقوق دون حاجة إلى اللجوء إلى حوالة الحق العادية في القانون المدني، فحوالة الجدول تسمح بنقل الحق بمجرد تسليم هذا الجدول للمحال له مثلما ينتقل الحق الثابت في الورقة التجارية بمجرد التطهير الناقل للملكية، وكذلك سريان الحوالة في مواجهة الغير إبتداء من التاريخ الموضوع عليها عند عملية التسليم دون ضرورة لإخطار المدين عن طريق محضر قضائي أو قبوله بها حتى تصبح نافذة في مواجهته وكذلك في مواجهة الغير، ولكن مثل هذا التوجه لا يزيل بالرغم من ذلك الفائدة من إبرام إتفاق الحوالة².

المطلب الثالث

آثار حوالة الحقوق في عملية التوريق

إن الخروج عن القواعد العامة في حوالة الحق بمناسبة إنتقال الحقوق في عملية التوريق ينتج آثارا مهمة. فتبسيط شكليات الحوالة فيما يتعلق بنفاذها والإحتجاج بها يسمح بتسهيل إنتاج الحوالة لآثارها فيما بين الأطراف، وكذلك في مواجهة الغير. وإن إحترام هذه الشكلية يكفي لإنتقال هذه الحقوق وملحقاتها، وأن يكون هذا الإنتقال حجة في مواجهة الغير. وإن الخروج عن هذه القواعد العامة المتعلقة بالحوالة يهدف إلى جعل هذا الإنتقال أكثر سهولة وأقل تكلفة³.

وستتناول في هذا المطلب موضوع آثار حوالة الحق في التوريق سنقوم بتقسيمه كالتالي:

الفرع الأول: آثار حوالة الحقوق بالنسبة للأطراف.

الفرع الثاني: أثر الإحتجاج بالحوالة في مواجهة الغير.

الفرع الثالث: أثر الحوالة فيما يخص إنتقال الحقوق والضمانات.

الفرع الرابع: أثر الحوالة في تحصيل الحقوق والإحتفاظ بها.

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 550.

² - Granier Thierry, Jaffeux Corynne : op.cit, pp. 94-95.

³ - Forti Valerio : op.cit, p. 325.

الفرع الأول: أثر الحوالة بالنسبة للأطراف:

تنتج الحوالة أثارها القانونية المتعددة فيما بين طرفيها (المؤسسة المالية المحيلة والمحال له)، فهي تعمل على نقل الحقوق ومجموع الحقوق الملحققة التي ترتبط بها، وهذا النقل يكون من الذمة المالية للمحيل إلى الذمة المالية لهيئة التوريق. وسنقوم في هذا الفرع بتناول:

أولاً: الأثر الناقل.

ثانياً: الأثر المنشئ للإلتزام.

ثالثاً: إفلاس المحيل.

رابعاً: إفلاس هيئة التوريق.

خامساً: إفلاس المؤسسة المكلفة بالتحصيل.

أولاً: الأثر الناقل:

يتمثل الأثر الناقل للحوالة (L'effet Translatif) في نقل الحقوق المورقة من الذمة المالية للمحيل (المؤسسة المبادرة بالتوريق) لتندمج في الذمة المالية لهيئة التوريق، سواء أكانت شخصا معنويا مثل شركة التوريق أو هيئة لا تتمتع بالشخصية المعنوية مثل الصندوق المشترك للتوريق أو الترسست في النظام الأنجلوسكسوني، فتكون هذه الحقوق المحالة في مصلحة المستثمرين المكتتبين، فتحل هيئة التوريق محل المحيل في ملكية هذه الحقوق وفي الحقوق التبعية لها¹. فمصدر الدخل (التدفقات النقدية) يتوجب أن يفصل ويستقل عن المؤسسة المحيلة (المبادرة بالتوريق) تحسبا لمواجهة خطر تعرض هذه المؤسسة المحيلة لصعوبات مالية أو للإفلاس، وهذا الفصل يتحقق عن طريق نقل الحقوق إلى منشأة مستقلة هي منشأة التوريق، والذي تتحدد مهمتها في حفظ وإدارة هذه الحقوق².

وقد عمل كلا من القانون الأمريكي والفرنسي وكذلك القانون الجزائري على علاج المخاطر الناتجة من الإحتجاج على حوالة الأصول المالية عن طريق عزل هذه الأصول في الذمة المالية لهيئة التوريق بصورة فعالة، بسعيهم لإعتبار هذه الحوالة بيعا حقيقيا (*true sale*) لا يمكن التشكيك فيه. وضرورة

¹ - Forti Valerio : op.cit, p. 326.

² - Papeians jean-charles : « *la titrisation de créances : étude comparative états unis et Belgique* », Revue de Droit des Affaires Internationales. 1996, n° 3, p. 345.

إعتبار هذه العملية بيعا حقيقيا تجد أساسها في أنها تمنح مزايا وحماية للمستثمرين، تتمثل في إمكانية الإحتجاج بها في مواجهة الكافة (*erga omnes*)¹.

ويتم إعتبار العملية الحاصلة بيعا حقيقيا إعتقادا على عدة معايير منها²:

1 – معيار الإرادة المشتركة للطرفين:

والعبرة هنا مثلما تنص عليه القواعد العامة في تكييف وتفسير العقد هو بالإرادة الحقيقية المشتركة للطرفين، وهذه الإرادة قد تكون صريحة معبر عنها كتابة في العقد وهو ما يحصل في الغالب، ولكنها يمكن يمكن أن تكون أحيانا ضمنية تستخلص من العناصر الموضوعية المكونة للعملية وطبيعة التعامل، ولهذا فمن الأفضل أن ينص صراحة عند تحرير عقد الحوالة على أنه بيع حقيقي للأصول حتى يتجنب الطرفان إعادة تكييفه إلى عقد آخر مثل قرض مضمون أو غير ذلك، وعندها فإن كل القواعد المتعلقة بعزل الأصول وحماية المستثمرين ضد الإفلاس لن يتم تطبيقها على هذا العقد.

2 – معيار عدم إحتفاظ الخيل بأية فائدة مرتبطة بملكية الأصول:

ومن أجل تحديد ذلك يكون من الضروري تقدير ما إذا كان الخيل يبقى يستفيد من ملكية الأصول، فإذا كانت منشأة التوريد تقدم حسابا للمحيل عن كل الفوائض الناتجة عن الأصول المحالة فيمكن إعتبار أن الخيل عندها يكون قد إحتفظ بمزايا متعلقة بملكية الأصول، ومن ثمة فإن العملية عندها لا تعتبر بيعا حقيقيا، ذلك أنه في التوريد فإن مزايا الملكية يجب أن تحول كاملة وبشكل غير مشروط لمنشأة التوريد.

3 – معيار حق رجوع هيئة التوريد على الخيل:

ففي حالة كون الأصول المحالة لا تنتج تدفقا ماليا كافيا، فإنه يجب البحث فيما إذا كان منشأة التوريد حق الرجوع على الخيل، فهذا إن وجد يدل على عدم تحويل خطر الخسارة، ومن ثمة لا يمكن إعتباره بيعا حقيقيا.

¹ - Hubert Justin : op.cit, pp. 58-59.

² - ibid, pp. 66-68.

4 – معيار إنقضاء الحقوق على الأصول المحالة:

ففي الحالة التي يتبين فيها بقاء أي حق أيا كان للمؤسسة المحيلة على الحقوق المحالة فإن العملية لا يمكن أن تعتبر في هذه الحالة بيعا حقيقيا.

5 – معيار يعتمد على مدى وجود رقابة لاحقة على الأصول من طرف المحيل

بعد الحوالة:

لقد نص المشرع الجزائري بصورة واضحة وصريحة في المادة (12 فقرة 01) من قانون توريق القروض الرهنية على أنه: (*تدخل القروض المتنازل عنها في الذمة المالية للمؤسسة التوريق بمجرد أن تصبح عملية التنازل فعلية بغض النظر عن كل التزام يبرم من طرف مؤسسة التوريق لإعادة التنازل عنها لاحقا*)، وقد أكد المشرع بذلك على خروج الأصول المورقة من ذمة المؤسسة المتنازلة، وأنه لا يمكن أن يبقى لها وجود في ميزانية المؤسسة المتنازلة حيث نصت المادة (15 فقرة 03) من قانون توريق القروض الرهنية الجزائري على: (*يجب ألا ترد الديون المتنازل عنها في أصول المؤسسة المتنازلة*)، وعلى ذلك يكون المشرع قد أخذ بالفكرة التي تؤسس هذا التنازل على فكرة "البيع الحقيقي" مثلما هو عليه الأمر في الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا، كما أن المشرع نص بعد ذلك في نفس المادة (12 فقرة 02) من قانون توريق القروض الرهنية على: (*لا يكون هذا التنازل قابلا لإعادة تكييفه على أساس هذا الإلتزام*)، كأن يعاد تكييف عقد التنازل الحاصل من حوالة حق إلى عقد قرض مضمون مثلا، والقصد من ذلك طبعا هو حماية هذه الأصول من التنفيذ عليها من طرف دائي المؤسسة المتنازلة (المحيلة).

وبذلك تعمل الحوالة على جعل المحال له دائنا في مكان المحيل وتترع عن المحيل صفة الدائن، فالحوالة ينتج عنها نقل حقيقي ومباشر للحقوق، مثلما يعمل البيع على نقل الشيء المبيع من البائع للمشتري. فيحل المحال له محل المحيل في حقوقه، فيتلقى الحق بالحالة التي يوجد عليها، ويستمر الحق المحال في إنتاج نفس المصلحة للمحال له، ويكون له الإحتفاظ بكل ضمانات ذلك الحق المحال وعلى الأخص حق الإمتياز والرهن الرسمي، والكفالة التي تضمنه، وهو ما تنص عليه المادة (1692) من القانون المدني الفرنسي¹، (والتي تقابلها المادة (243) من القانون المدني الجزائري).

¹ - Mazeaud Henri et al : op.cit, p. 1291.

وبالنسبة للضمانات في عملية التوريق فإن هذه الضمانات تكون على مستويين:¹

أولاً: بالنسبة لنقل الضمانات المرتبطة بالحقوق المحالة والتي تسمح بتسهيل تحصيل

هذه الحقوق من المدينين بها:

ينتج عن حوالة الحقوق إلى منشأة التوريق نقل الضمانات (الرهونات) التي تتبعها ونفاذها في مواجهة الغير إلى هذه المنشأة دون الحاجة إلى شكليات أخرى، فالحقوق المحالة أصبحت تشبه بالأشياء، وأن من نتائج الأخذ بذلك أن المالك الشيء الحق في ملحقاته (الضمانات) ما لم ينص الإتفاق أو القانون على خلاف ذلك، وهو ما تنص عليه المادة تقابلها المادة (546) من القانون المدني الفرنسي²، (والتي تقابلها المادة 676 من القانون المدني الجزائري).

زيادة على ما تقره القواعد العامة في القانون المدني فإن هذه الحوالة في التوريق تكون موسعة، ذلك أن تسليم جدول الحوالة ينتج بحكم القانون نقل التأمينات والضمانات والحقوق التبعية لكل حق بما فيها الرهن الرسمي ونفاذه في مواجهة الغير دون الحاجة إلى شكلية أخرى³، وهو ما نصت عليه المادة (L.214-169-4) من القانون النقدي والمالي الفرنسي التي إعتبرت أن مجرد تسليم جدول هذه الحقوق للمحال له الممثل في شركة التسيير ينتج عنه نقل التأمينات التي تضمن كل حق من هذه الحقوق وكذلك حق الإحتجاج بهذه الحوالة في مواجهة الغير دون الحاجة إلى أي إجراء شكلي آخر، وهو نص صريح يزيل كل غموض بشأن تطبيق المادة (2149) من القانون المدني الفرنسي التي تفرض بأن نقل حقوق الإمتياز والرهن أو أي تعديل عليها تحدث بخصوص شخص الدائن المستفيد يجب أن يشار إليه على هامش أصل الملكية، والتي كانت محل جدل بخصوص الجزاء المترتب على تخلف هذه الشكلية⁴. و المحيل هو من يتوجب عليه القيام بالإجراءات الشكلية لإشهار نقل هذه الحقوق، وخلاف الحوالة التي يتوجب إعلان المدين بها، فإن القيام بإجراءات إشهار نقل هذه الحقوق لا يستوجب إعلان المدينين بنقل هذه الضمانات⁵.

¹- Burnat Florian et al : op.cit, p. 152.

²- De Kergommeaux xavier, et al : « La transmission d'un bordereau daily à un fonds commun de créances », Revue Trimestrielle de Droit Financier, n°4, 2007, p. 124.

³- Bonneau Thierry : « Droit bancaire », 11 éd, op.cit, p. 778.

⁴- Granier Thierry, Jaffoux Corynne : op.cit, pp. 99.

⁵- Gavalda Christian, Stoufflet Jean : « Droit bancaire », 8 édition, Litec, paris 2010, p. 508.

وبالنسبة لنقل هذه الضمانات في القانون الإنجليزي فإنه ما عدا حالة وجود إتفاق مخالف فإن حوالة الحق التي تعتبر حوالة قانونية (*legal assignment*) ينتج عن النقل التلقائي للحقوق الملحقمة، ويغلب عمليا أن تتضمن نصوص صريحة ومفصلا على نقل هذه الضمانات، ولا توجد أية نصوص قانونية تنص على أن نقل هذه الضمانات يتم بقوة القانون بدون القيام بأية شكليات¹. فالضمانات المرتبطة بكل حق يجب أن تكون موضوع نقل عن طريق حوالة عندما تكون هذه الضمانات واجبة الإشهار. فنقل هذه الضمانات يتطلب شكليات الإشهار وهو ما ينتج عنه تكلفة إضافية لعملية التوريث، وفي التطبيق العملي فإن أمين الترسر يكون موكلا من أجل نقل مختلف ضمانات المحفظة المحالة، وعليه فإن نقل الضمانات المرتبطة بالحقوق المحالة في القانون الفرنسي هو أكثر بساطة من القانون الإنجليزي².

ثانيا: بالنسبة للضمانات التي ترد على أصول هيئة التوريث نفسها:

يسمح القانون الإنجليزي منذ مدة طويلة لمنشأة التوريث إمكانية أن تمنح ضمانات على الأصول الخاصة بها عن طريق حوالة هذه الأصول على سبيل الضمان أو الرهن، في حين أن ذلك لم يكن ممكنا في القانون الفرنسي إلا بعد التعديل الصادر سنة 2008 وهو ما نصت عليه المادة (L.211-38) من القانون النقدي والمالي الفرنسي المعدلة بالقانون 1691-2016 بتاريخ 09 ديسمبر 2016³.

أما بالنسبة لنقل الضمانات في القانون الجزائري فإن المشرع رتب على التنازل عن القروض لفائدة مؤسسة التوريث نقل الضمانات والتأمينات المتعلقة بها وتكون ملزمة للغير، وهو ما نصت عليه المادة (11) من قانون توريث القروض الرهنية بقولها: (يترتب على التنازل عن مجموعة أو كتلة من القروض من جانب المؤسسة المتنازلة لفائدة مؤسسة التوريث، نقل الضمانات والتأمينات المتعلقة بها، وتكون ملزمة للغير).

إضافة لما سبق فقد نصت المادة (15 فقرة 02) من قانون توريث القروض الرهنية على أن هذه الضمانات تنتقل إلى مؤسسة التوريث بقوة القانون مع إنتقال القروض، بقولها: (تحل مؤسسة التوريث محل المؤسسة المتنازلة بقوة القانون فيما يخص القروض المتنازل عنها وكل أشكال الضمانات المتعلقة بها ابتداء من هذا التاريخ دون أن يكون قبول الطرف الثالث لازما).

¹ - Touraine Hervé : op.cit, pp. 353-354.

² - Burnat Florian et al : op.cit, p. 153.

³ - ibid, p. 153.

ولما كانت ضمانات هذه القروض هي رهونات رسمية، وأن مؤسسة التوريق تحل محل المؤسسة المتنازلة في هذه الحقوق وضمائنها، ولذلك أوجب المشرع تسجيل نقل هذه الرهون الضامنة لدى المحافظة العقارية، وهو ما نصت عليه المادة (16) من قانون توريق القروض الرهنية بقولها: (يجب أن يتم تسجيل نقل الرهون الضامنة للقروض المتنازل عنها في إطار عملية التوريق طبقا لجدول الإرسال المذكور في المادة 13 أعلاه، من طرف المؤسسة المتنازلة وذلك عن طريق إرسال نسخة من هذا الجدول في ظرف مغلق مع إشعار بالإستلام للمحافظة العقارية المختصة إقليميا.)، وهي وإن كانت شكلية يستوجب إستيفائها إلا أنها شكلية مخففة لا تصعب من إجراء التوريق ولا تزيد من كلفته الإقتصادية.

ثم أضافت المادة (17) من قانون توريق القروض الرهنية على أنه يجب أن تتضمن النسخة المستخرجة من الجدول المذكور في المادة (16) أعلاه البيانات التالية:

- 1 — تعيين كل عقار مسجل ومثقل بالرهن الذي إستخدم كضمان للقروض المتنازل عنها،
- 2 — إسم وعنوان المؤسسة المتنازلة والمدين والمودع المركزي للأوراق المالية،
- 3 — مرجع جدول الإرسال المتضمن التنازل عن القروض،
- 4 — مراجع تسجيل الرهن المتنازل عنه،
- 5 — مراجع إتفاقية القرض،

وتكملة للإجراء السابق فقد نص المشرع الجزائري في الماد (18 فقرة 01) من قانون توريق القروض الرهنية على وجوب توقيع النسخة المستخرجة من جدول الإرسال المذكور في المادة (16) من طرف كل من مسؤولي المؤسسة المتنازلة ومؤسسة التوريق، ثم نصت المادة (18 فقرة 02) على وجوب أن يتم إيداع هذه النسخة المستخرجة بالمحافظة العقارية المختصة إقليميا في أجل أقصاه (30) يوما من تاريخ التوقيع على هذا الجدول، كما جعل المؤسسة المتنازلة مسؤولة عن صحة المعلومات الواردة في الجدول، وهو ما نصت عليه المادة (18 فقرة 03) من قانون توريق القروض الرهنية.

ولم يكتف المشرع بهذه الحماية المدنية فقط، بل قرر أيضا عقوبات جزائية ضد كل من يقدم معلومات غير صحيحة أو خاطئة بمناسبة عملية التوريق، حيث نصت المادة (25 فقرة 01) من قانون

توريق القروض الرهنية على: (دون الإخلال بالعقوبات المنصوص عليها في التشريع الساري المفعول، يعاقب بالحبس من ستة (6) أشهر إلى ثلاث (3) سنوات وبغرامة من خمسين ألف دينار (500.000) إلى خمسمائة ألف دينار، كل مسؤول في مؤسسة التوريق أو مؤسسة متنازلة عن القروض أو المؤتمن المركزي على السندات أو أية مؤسسة أخرى مكلفة بتسيير القروض وإستردادها، قدم معلومات غير صحيحة أو خاطئة)، وهو نص متشدد بسبب ضرورة حماية عمليات التوريق من أي إنحراف، ذلك أنه جعل هذه المسؤولية تقوم حتى ولو كان تقديم هذه المعلومات الخاطئة غير متعمد، بل وقع فقط من مجرد إهمال أو تقصير. ونظرا لأهمية المعلومات الواجب ذكرها في جدول الحوالة فقد نص المشرع في المادة (25 فقرة 02) على: (ويعاقب بنفس العقوبة كل مسؤول في المؤسسة المتنازلة يقوم بإدراج أية بيانات غير صحيحة أو خاطئة في الجدول أو في مستخرج الجدول المنصوص عليه عليهما في المادتين 13 و 14 من هذا القانون.).

وفي إطار ضمانات عملية التوريق فإن المشرع الجزائري وعلى غرار المشرع الفرنسي فإنه لم يكتف بالضمانات العينية المتمثلة في رهون الرسمية التي تضمن هذه القروض، بل إشرط إضافة لذلك في نص المادة (21) من قانون توريق القروض الرهنية وجوب أن تكون هذه القروض المتنازل عنها من المؤسسة المتنازلة لفائدة مؤسسة التوريق في إطار تمويل السكن، مؤمنة لدى إحدى شركات التأمين إذا كانت النسبة بين مبلغ القرض وقيمة السكن تتجاوز ستين بالمائة (60 %)، فتقوم شركات التأمين بدور المعزز (Le rehausseur - sponsor) لهذه القروض، وهو الدور الذي تقوم به أساسا الوكالتين الفدراليتين شبه الحكوميتين (Fannie Mae) و (Freddie Mac) في الولايات المتحدة الأمريكية.

وتدخل كل هذه الضمانات والإجراءات في إطار حرص المشرع الجزائري على ضمان الأمن القانوني لعملية التوريق من خلال نقل الضمانات العينية المتمثلة في رهون الرسمية نقلا حقيقيا وتامًا، وسد كل الثغرات التي يمكن أن تنقص من تحقيق هذه الضمانات للغرض منها و هو حماية المستثمرين.

وسعيًا من المشرع إلى تشجيع عملية التوريق، وحتى تكون لها جدوى إقتصادية عمل على إنقاص تكلفتها، فنص في المادة (20) من قانون توريق القروض الرهنية على: (تتم عملية تسجيل التنازل عن مجموعة أو كتلة من القروض من طرف المؤسسة المتنازلة لفائدة مؤسسة التوريق مجانًا).

كما أنه ينتج عن الحوالة إلتزام المؤسسة المحيلة بأن تسلم سندات الحقوق المحالة للمحال له الممثل في شركة التسيير التي تمثل هيئة التوريق وفقا لما تنص عليه المادة (1689) من القانون المدني الفرنسي، وتتولى المؤسسة المؤتمنة الإحتفاظ بهذه السندات، وتكون مسؤولة عنها، كما تلتزم المؤسسة المحيلة وفقا لنص المادة (1693) من القانون المدني الفرنسي (المقابلة للمادة (241) من القانون المدني الجزائري) بضمان وجود الحقوق المحالة وقت الحوالة، كما تضمن للمحال له عدم وجود أية عقبات تحول دون حوالة هذه الحقوق لفائدة المحال له، كما تضمن المؤسسة المحيلة للمحال له المسؤولية الناتجة عن عملها الشخصي الذي يحصل سواء قبل أو بعد الحوالة، كما تضمن العيوب التي تمس هذه الحقوق، كما أن هذا الضمان يمتد ليشمل ملحقات هذه الحقوق والتأمينات المتعلقة بها¹.

ثانيا: الأثر المنشئ للإلتزام:

يترتب على حوالة الحق في التوريق إلتزامات على عاتق المحيل تشبه تلك الإلتزامات المتولدة على البائع في عقد البيع، وأهم هذه الإلتزامات هما: الإلتزام بالتسليم والإلتزام بالضمان.

1: الإلتزام بالتسليم:

إستنادا للقواعد العامة بشأن تسليم سندات الدين فإن مسير هيئة التوريق بإعتباره محالا له يكون ملزما بوفاء ثمن هذه الحقوق للمحيل، وهو الثمن الذي يتم تمويله عن طريق المبالغ التي يدفعها المستثمرون الذين يقتنون السندات المالية المصدرة والمقابلة لهذه الديون. ويكون المحيل ملزما بتسليم سندات الدين المحالة لشركة تسيير هيئة التوريق. ولكن الممارسة العملية للتوريق في النموذج الفرنسي جرت على أن المؤسسة المؤتمنة على الأصول المسؤولة عن سندات الدين لا تحتفظ سوى بجدول الحوالة، أما العقود وباقي المستندات المتعلقة بالديون المحالة والحقوق التي تتبعها فتبقى لدى المسير المكلف بالتحصيل والذي يكون غالبا هو نفسه المحيل. فمسؤولية حفظ سندات الدين تكون إذن على عاتق هذا المحيل. وأن إتفاق الحوالة هو من يحكم العلاقة بين شركة التسيير والمؤسسة المؤتمنة والمسؤول عن التحصيل².

¹ - Granier Thierry, Jaffeux Corynne : op.cit, pp. 96-97.

² - Forti Valerio : op.cit, p. 329.

2: الإلتزام بالضمان:

إستنادا للقواعد العامة في حوالة الحق فإن المحيل يكون ملزما تجاه المحال له بضمان وجود الحقوق المحالة عند تاريخ الحوالة، كما يضمن عدم وجود أي عائق يحول دون نقل هذه الحقوق لفائدة المحال له وهو ما نصت عليه المادة (244) من القانون المدني الجزائري بقولها: (إذا كانت الحوالة بعوض، فلا يضمن المحيل إلا وجود الحق المحال به وقت الحوالة ما لم يكن هناك إتفاق يقضي بغير ذلك). فعند وجود دعوى رفعها المحيل أمام القضاء متعلقة بهذه الحقوق المحالة وسابقة على تاريخ هذه الحوالة فإن قواعد الحلول تسمح للمحال له بمواصلة الإجراءات في مكان المحيل، ولكن بصورة إنتقالية فإن المحيل يكون ملتزما بمواصلة الإجراءات إلى غاية حصول الحوالة. كما يضمن المحيل المسؤولية عن فعله الشخصي، فهو إلتزام قانوني واقع على المحيل سواء أكان سابقا أو لاحقا على الحوالة وهو ما نصت عليه المادة (247) من القانون المدني الجزائري بقولها: (يسأل المحيل عن أفعاله الشخصية ولو كانت الحوالة مجانية أو بغير ضمان). كما أن كل محيل يستلم على سبيل الوفاء تلك الحقوق قبل نشوء الحق في الإحتجاج بالحوالة يكون ملزما بأن يعيد للمحال له المبالغ المستلمة. كما أن الضمان القانوني يشمل أيضا الحقوق التابعة لهذه الحقوق بقدر كونها تساهم في زيادة ضمان هذه الحقوق المحالة، فالمحيل يضمن وجود هذه الضمانات التابعة لهذه الحقوق عند نشوء الحوالة. وبالمقابل فإن المحيل لا يضمن ملاءة المدين عند إستحقاق الدين. ولكن يكون للأطراف زيادة هذا الضمان عن طريق الإتفاق على إدراج ملاءة المدينين في الإتفاق، وهو ما نصت عليه المادة (245 فقرة 02) من القانون المدني الجزائري بقولها: (وإذا ضمن المحيل يسار المدين، فلا ينصرف هذا الضمان إلا إلى يسار المدين وقت الحوالة، ما لم يتفق على غير ذلك). إن بنية التوريق لا يمكن أن تكون فعالة من الناحية الإقتصادية إلا إذا كان ينتج عنها بيع حقيقي. فنقل المخاطر من المؤسسة المالية إلى المستثمرين يجب أن يكون كاملا وحقيقيا، فإن لم يكن هذا النقل كذلك فإن كل العملية ستكون عرضة لخطر التقييم السلبي من طرف مؤسسات التصنيف الإئتماني، وهو ما سينقص بصورة ملموسة من جاذبية السندات المالية المصدرة للمستثمرين¹.

¹ - Forti Valerio : op.cit, p, pp. 330-331.

إن أحد أهداف القواعد المنظمة للتوريق هو إنقاص المخاطر التي يتحملها المكتتبون، ولكن تحقيق ذلك عمليا يثير صعوبات كبيرة، ذلك أن التوريق في جوهره يتمثل في تحويل المخاطر من الجهة المحيلة إلى هيئة التوريق، وهنا يتوجب عدم زيادة تكلفة العملية عن طريق إضافة العديد من الضمانات إلى الحد الذي يجعل من عملية التوريق غير مجدية إقتصاديا¹.

3: مسؤولية المحيل:

إن التوريق يقوم على أساس الثقة التي توضع في كامل النظام من طرف المستثمرين، والتي بدونها لن يكون له أية جدوى أو فائدة، وقد عمل المشرعون — كما سبق أن ذكرنا وسنذكر لاحقا — على تأمين هذه العملية بقواعد تحمي بالأساس المستثمرين في هذه العملية. وإذا كان النقل التام للأصول المورقة من المؤسسة المحيلة إلى هيئة التوريق يخرج هذه الأصول نهائيا من الذمة المالية للمحيل، كما ينقل أيضا كل المخاطر المرتبطة بها للمستثمرين، فإنه يترتب عنه إنهاء كل مسؤولية للمحيل بخصوص هذه الأصول، وجعل المستثمر يتحمل وحده تلك المخاطر، ولكن الاستخدام السيئ والمفرط للتوريق كشف عن جوانب ضعف في نظام التوريق، وكان أحد الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، ولهذا فإن أحد أهم جوانب الإصلاح التي حصلت بعد الأزمة إنطلقت من فكرة ضرورة الجمع بين مصلحة المحيل ومصلحة المستثمرين المكتتبين، بعدم إنهاء مسؤولية المحيل عن تلك الأصول بصورة كاملة، وإلزامه بالإبقاء في ميزانيته على جزء من الأوراق المالية الناتجة من عن توريق الحقوق المحالة، لدفعه إلى حسن إختيار تلك الأصول، وفي هذه الحالة فإن مصيره ومصالحته سيكون جزء من العملية التي يقوم بها. ومن مظاهر ذلك في الولايات المتحدة الأمريكية أن قانون (*Dodd-Frank Act*) الصادر 21 جويلية 2010 ألزم المؤسسات المالية المبادرة بالتوريق بأن تحتفظ بـ 5% من السندات المورقة في ميزانيته تعتبر بمثابة إشتراك في المخاطر، وتحسب بناء على نوعية الأصول المضمونة، من أجل دفع البنوك إلى إدارة أحسن للمخاطر ولنوعية القروض التي تمنحها، وهو نفس الأمر الذي إتخذ على مستوى الإتحاد الأوروبي، حيث ألزمت المادة (405) فقرة 01 البند (A) من لائحة الإتحاد الأوروبي رقم 625-2014 بتاريخ 13 مارس 2014 والمتعلقة بمتطلبات التحوط من المخاطر المطبقة على مؤسسات الإئتمان ومؤسسات الإستثمار والمؤسسات المصدرة لسندات التوريق بأن تستبقي في ميزانيته 5% على الأقل من سندات التوريق. إلى جانب إلزام المؤسسات المالية بقواعد أكثر صرامة في إختيار الأصول

¹ - Couret Alain et al : op.cit, pp. 595-596.

المورقة، والإلزام بإعلام المستثمرين بكل المعلومات المفيدة التي تجعل من التوريق عملية شفافة وذات مصداقية. وهكذا تم ربط مصلحة المؤسسات الخيلة بمصلحة المستثمرين المكتسبين.

ثالثا: إفلاس الخيل:

إن الخيل يمكن أن يتعرض للإفلاس بعد بدء عملية التوريق، أو أن يخضع لإجراءات التسوية القضائية، فإلى أي حد يمكن لهذه الإجراءات أن تؤثر على عملية التوريق وخاصة على حوالة الحقوق الحاصلة إلى هيئة التوريق؟ في هذا المجال هناك خلافا بين نظام التوريق الأنجلوسكسوني والفرنسي¹.

فالقانون الفرنسي يضمن بصورة أكيدة صحة عقد الحوالة ونفاذه في كل الحالات ومن بينها حالة إفتتاح أية إجراءات للإفلاس، فبعد الإصلاحات التي تمت سنة 2008 نصت المادة (L.214-43) من القانون النقدي والمالي الفرنسي المعدلة بالأمر 2013/676 الصادر بتاريخ 25 جويلية 2013 على أن الكتاب (06) من القانون التجاري المتعلق بالإفلاس لا يطبق على هيئات التوريق. ومن ثمة فإن الإجراءات الجماعية المفتوحة ضد الخيل ليس لها أثر على عملية التوريق². وبالمقابل فإن القانون الإنجليزي ليس مطلقا وصارما في هذه المسألة، ذلك أنه ينص على وجود نوعين مستقلين من المخاطر هما: خطر إعادة تكييف حوالة الحقوق، وخطر متعلق بالإفلاس³.

1 — بالنسبة لخطر إعادة تكييف حوالة الحقوق:

فإن حوالة الحقوق إلى هيئة التوريق هي في الواقع حوالة على سبيل الضمان، والمشكلة في القانون الإنجليزي هو أن إنشاء ضمان متعلق بأحد الأصول مملوك للمؤسسة كما هو الحال بالنسبة للضمانات يجب أن يكون بدوره محلا للإشهار طبقا للمادة (860 الفقرة 01) من قانون الشركات (Companies Act 2006)⁴، وفي حالة تخلف هذا الإشهار فإن المادة (874 الفقرة 01) من قانون الشركات تنص على أن الضمان يكون باطلا لإفتقاده هذا الشرط الشكلية، وأن هيئة التوريق لا يمكنها أن تحصل من القضاء على تنفيذ عقد حوالة الحقوق الذي يعاد تكييفه إلى عقد تمويل مضمون.

¹- Burnat Florian et al : op.cit, pp. 153-154.

²- ibid, p.154.

³- Burnat Florian et al : op.cit, p. 154.

⁴- Companies Act 2006, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents> , (consulter Le 27.07.2017).

ومن وجهة نظر الإجتهد القضائي فإن خطر إعادة التكييف يعتبر ضئيلا، ولكن لا يجب مع ذلك التناضي عنه¹.

2 – الخطر المتعلق بالإفلاس:

إن بعض الأحكام المتعلقة بقانون الإفلاس الإنجليزي (1986) *Insolvency Act*² يمكن أن ينتج عنها أثر يتمثل في بطلان حوالة الحقوق مثلما هو الأمر في حالة ما إذا كانت هذه الحوالة قد تمت بسعر أقل من القيمة الحقيقية، أو إذا كان أحد الدائنين للمؤسسة قد حصل على معاملة تفضيلية خلال فترة ما قبل الإفلاس، أو إذا كانت الحوالة تشبه عقد قرض باهظ، أو إذا كانت الحوالة قد حصلت نتيجة تدليس³.

رابعا: إفلاس هيئة التوريق:

إستبعد المشرع الفرنسي هيئات التوريق في فرنسا سواء أكانت في شكل صندوق مشترك للتوريق أو في شكل شركة توريق من الخضوع لإجراءات الإفلاس المنصوص عليها في الكتاب (06) من القانون التجاري الفرنسي، وهو ليس نفس الأمر في القانون الإنجليزي، فهيكلة العملية هي التي تسمح بعزل هيئة التوريق عن مثل هذا الخطر، ومن أجل ذلك فإن هيئة التوريق يجب أن تركز نشاطها على عمليات توريق تتم بصورة يتم الإحتفاظ فيها بأصول جاهزة تفوق الخصوم الواجبة الدفع، وأن يكون لديها هيكل لإتخاذ قرار منفصل ومستقل عن المحيل، وأن تتضمن شروطا في عقودها تمنع المتعاقدين من اللجوء إلى طلب الإفلاس⁴.

وقد عمد المشرع الفرنسي من أجل تقوية الضمانات القانونية لحوالة الحق في حالة التوريق إلى النص في المادة (L.214-169-4) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أنه بغض النظر عن إفتتاح أية إجراءات جماعية ضد المحيل في تاريخ لاحق على الحوالة فإن هذه الحوالة تبقى محتفظة بآثارها حتى بعد الحكم بإفتتاح هذه الإجراءات⁵.

¹- Burnat Florian et al : op.cit, p. 154.

²- *Insolvency Act 1986*, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45/contents> , (consulter Le 27.07.2017).

³- Burnat Florian et al : op.cit, p. 155.

⁴- *ibid*, pp. 155.156.

⁵- Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 557.

خامسا: بالنسبة لإفلاس المؤسسة المكلفة بالتحصيل:

يجيز القانون الفرنسي في المادة (L.214-172-1) من القانون النقدي والمالي الفرنسي أن تبقى المؤسسة المحيلة في التوريد مكلفة بتحصيل الحقوق في إطار الشروط المحددة في الإتفاق المبرم مع شركة التسيير. والفائدة من وراء هذا النص هي أنه من الأفضل بقاء المدينين في علاقة مباشرة مع المؤسسة التي منحتم القرض فهي التي تكون أقدر على تنظيم شروط التحصيل، وكذلك فإن من مصلحة هيئة التوريد ومن ثم مصلحة حاملي السندات المصدرة أن يستمر التحصيل حسب الشروط الموضوعية من طرف المؤسسة المحيلة، وهو ما يحقق الإستقرار لعملية التوريد، كما أن من مصلحة المؤسسة المحيلة أن تتكفل بهذه العملية لأنها تسمح لها بالإحتفاظ بالإتصال بعملائها، إضافة إلى أنها تقبض مقابلا لذلك أجرا من هيئة التوريد¹.

ولقد أخذ القانون الجزائري بهذه الطريقة أيضا وهو يتتبع خطوات المشرع الفرنسي في مجال التوريد، وتحقيقا لنفس الغاية من وراء الأخذ بهذا الإجراء فقد نصت المادة (22) من قانون توريد القروض الرهنية على: (يمكن مؤسسة التوريد أن تكلف المؤسسة المتنازلة أو أية مؤسسة أخرى بإسترداد القروض الرهنية التي تم التنازل عنها، وإستخدام رفع اليد وكذا كل المهام الأخرى المتعلقة بالتسيير لحسابها وفقا للشروط المحددة في إتفاقية تسيير القروض المبرمة بين الطرفين وإستردادها).

ويمكن في عملية التوريد أن يتم الإتفاق على نقل مهمة تحصيل الحقوق كليا أو جزئيا إلى الغير، ولكن القانون يفرض لأجل ذلك القيام ببعض الشكليات، فيوجب إعلام المدينين ولو برسالة عادية، وهو ما نصت عليه المادة (L.214-172-2) من القانون المالي والنقدي الفرنسي، وبالمقابل فإنه لم يبين النتائج المترتبة على مخالفة هذا الإلتزام. وهذا الغير يوكل المحيل من أجل ضمان تحصيل هذه الحقوق، وفي حالة حصول نزاع فإنه يكون من حقه إنهاء هذه الوكالة².

وفي هذه المسألة أيضا فإن المشرع الجزائري وهو يقتفي أثر المشرع الفرنسي، ولنفس المبررات المفيدة أيضا، وحتى لا يتعرض المدين لخطر الوفاء مرتين، فقد نص في المادة (24) من قانون توريد القروض الرهنية على: (يمكن نقل المهام المنصوص عليها في المادة 22 أعلاه، من قبل مؤسسة التوريد

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 559.

² - ibid, p. 559.

إثر مباشرة الإجراءات القضائية المذكورة في المادة 23 أعلاه إلى كل مؤسسة مالية معتمدة على أساس إتفاق يوقع عليه الطرفان.

وفي هذه الحالة يبلغ المدين الذي له دين التنازل عنه بتحويل تسيير القروض وإستردادها عن طريق رسالة مضمونة من مؤسسة التوريق.
يلزم المدين بدفع الأقساط الشهرية بصفة منتظمة للمؤسسة الجديدة المكلفة بإسترداد القروض).

والسؤال الذي يثور بمناسبة التحصيل عندما يسند إلى مؤسسة أخرى غير هيئة التوريق هو: ما هو تأثير إفلاس هذه المؤسسة التي تتولى التحصيل على المبالغ التي حصلتها والتي من المفروض أن تعود إلى هيئة التوريق؟

فبالنسبة للنظام الأنجلوسكسوني وكمثال عنه في القانون الإنجليزي فإن مؤسسة الترسست تتجنب تماما كل خطر للإفلاس، فالكيان المكلف بالتحصيل يتلقى المبالغ التي تعود إلى منشأة التوريق في إطار الترسست. بمعنى أن المبالغ المحصلة يكون في إطار ذمة تخصيص (*ad hoc*) منفصلة عن الذمة المالية الخاصة للمحصل، وهو ما يحول ضد كل إمكانية للتنفيذ على هذه المبالغ من طرف الدائنين للكيان المكلف بالتحصيل¹.

وبالمقابل فإن القانون الفرنسي لا يعرف الترسست، ولأجل تفادي هذا العيب الذي يمكن أن يضر بفعالية التوريق في النظام الفرنسي فقد أنشأ لأجل ذلك نظام حساب التخصيص الخاص (*compte d'affection spéciale*) وهو ما نصت عليه المادة (L.214-173) من القانون النقدي والمالي الفرنسي والتي تنص على أن كل المبالغ المسددة في حساب يفتح بإسم هيئة التوريق في سجلات مؤسسة إئتمانية أو في سجلات كيان مكلف بتحصيل هذه الحقوق، لا يمكن أن تكون عرضة لإجراءات التنفيذ الجبري. فحساب التخصيص الخاص يجب أن يمسك من طرف مؤسسة إئتمان لدولة عضو في المنطقة الإقتصادية الأوروبية (*European Economic Area*) (*EEA*) أو منظمة التعاون والتنمية الإقتصادية (*Organisation For Economic Co-operation and Development*) (*OECD*)، ولأجل ذلك فإنه يتوجب توقيع إتفاقية بين شركة التسيير لهيئة التوريق والمؤسسة المؤتمنة و الكيان المكلف بالتحصيل

¹ - Burnat Florian et al : op.cit, p. 156.

والمؤسسة الماسكة للحساب دون أن تكون هناك حاجة لأي إجراء شكلي آخر، وهذه الإتفاقية يذكر فيها الطابع الخاص لتخصيص هذا الحساب. وميكانيزم حساب التخصيص الخاص يقترب كثيرا من الترت، وقد إستطاع أن يعوض غياب الترت في القانون الفرنسي، ومن ثمة تجنب خطر الخلط بين هذه المبالغ، فالمادة (L.214-173) من القانون النقدي والمالي الفرنسي تنص على أن المبالغ المسجلة في الجانب الدئن لهذا الحساب تكون حصريا لفائدة هيئة التوريق¹.

أما بالنسبة للمشرع الجزائري فلم يأخذ بفكرة الحساب الخاص، وإكتفى بالنص في المادة (23) من قانون توريق القروض الرهنية على أنه: (عند توقف المؤسسة المتنازلة المسيرة أو أي مؤسسة أخرى مكلفة بإسترداد القروض عن ممارسة نشاطها أو أصبحت خاضعة للرقابة على التسيير أو لإجراء قضائي مثل الإفلاس أو التصفية أو لأي سبب آخر، يحق لمؤسسة التوريق المطالبة فورا بالمبالغ المستردة أو في طريق الإسترداد لحسابها قبل مباشرة هذه الإجراءات.) ولكن حق المؤسسة في المطالبة بإسترداد المبالغ المسددة لحسابها لا يحول دون الخلط بين هذه المبالغ والمبالغ التي تعود للمؤسسة التي تتولى الإسترداد، ومن ثمة تكون عرضة للتنفيذ عليها من طرف دائي المؤسسة المكلفة بإسترداد هذه المبالغ، وهو ما يتطلب من المشرع تدارك هذه المسألة في حالة تعديل وإصلاح الإطار القانوني للتوريق، من أجل تحقيق حماية أكبر للمستثمرين، لأن هذه الحماية هي مصدر ثقة المستثمرين في التوريق، والدافع للإستثمار فيه، وبدونها سيفقد التوريق جاذبيته الإستثمارية وفائدته الإقتصادية.

الفرع الثاني: أثر الحوالة في مواجهة الغير:

وستتناول فيه أثر الحوالة فيما يخص: الإحتجاج بها على كل من المدينين والغير.

أولا: أثر الحوالة من ناحية الإحتجاج بها على المدينين:

حسب القواعد العامة لحوالة الحق فإن المدينين ليسوا أطرافا في عقد الحوالة فالحوالة تنعقد حتى دون رضا المدين بالحوالة²، ومن ثمة فهم بالنسبة للحوالة من الغير، ولكن المدين له مصلحة جوهرية في العلم بالحوالة، فيجب أن يعرف من هو دائئه حتى لا يتعرض لخطر السداد مرتين (لأن من يسيء

¹ - Burnat Florian et al : op.cit, p. 156.

² - السنهوري عبد الرزاق أحمد: مرجع السابق، ص. 471.

الوفاء يوفي مرتين *Qui paie mal, paie deux fois* ولهذا فإن القانون يحميه، لذا نصت المادة (1690) من القانون المدني الفرنسي (وتقابلها المادة 241 مدني جزائري) على أنه لا يحتج بهذه الحوالة في مواجهة المدين أو في مواجهة الغير إلا إذا رضي بها هذا المدين، أو أخبر بها. فإن لم يخبر بها فمن حقه أن يتجاهلها، فإذا وفي الدين للمحيل فإن هذا الوفاء يكون صحيحا ويحلله من إلتزامه وهو ما نصت عليه المادة (1691) من القانون المدني الفرنسي¹. وعلى ذلك فإنه يوجد طريقتان لتحقيق علم المدين بالكفالة: إما إعلانه بها، أو قبوله بها، ولا فرق بين الطريقتين، فأى منهما يجعل الحوالة نافذة في حق المدين²، وإعلان المدين بالحوالة لم يعد القانون الفرنسي يشترط أن يتم هذا الإعلان بعقد رسمي عن طريق محضر قضائي، بل يمكن أن يتم بمجرد رسالة عادية³

ويوجد إتجاه فقهي قوي في فرنسا ينتقد موقف المشرع في إستلزامه علم المدين بالحوالة، ويذهب إلى أن دور هذا العلم بالحوالة بالنسبة للمدين لا يمكن أن يفهم إلا بالنسبة للآثار التي تنتجها الحوالة في مواجهة الغير، ومن هذه الناحية فإنه يمكن التفرقة بين ثلاث حالات: إما أن وضعية هذا الغير لم تتغير نتيجة عقد الحوالة بالنظر لوضعيته السابقة، أو أنه طراً عليها تغيير بسيط، أو أن الحوالة جعلت وضعه أكثر سوءاً، وعليه فبالنسبة للحالة الأولى فإن العلم بالحوالة من طرف المدين سيكون عديم الفائدة عندما لا تغير الحوالة من وضعيته، كما في حالة نقل الحقوق إلى الصندوق المشترك للحقوق بمناسبة التوريق⁴.

وفي النظام الأنجلوأمريكي يتوجب أن تقوم منشأة التوريق بإعلان المدين بالحوالة سواء كانت حوالة قانونية أو إنصافية، لأنه لو لم يعلم بأمر حوالة الحق فإنه سيستمر في الوفاء للمؤسسة المالية البادئة بالتوريق، ولن يكون من الممكن إلزامه بالوفاء مرة أخرى في حالة عدم الوفاء بالمبالغ لمنشأة التوريق، إلا إذا حصل من هذا المدين غش أو خطأ، وعلى سبيل المثال تنص المادة (36 فقرة 01) من قانون الملكية الإنجليزي لسنة 1925 على شروط الحوالة القانونية ومن بينها وجوب تسليم إعلان صريح ومكتوب للمدين أو للمؤمن بهذه الحوالة، ويهدف هذا الحكم أيضا إلى تفادي مشكلة حصول حوالات

¹- Mazeaud Henri et al : op.cit, p. 1279.

²- السنهوري عبد الرزاق أحمد: مرجع السابق، ص ص. 472-473.

³- Allouche René : op.cit, pp. 53-54.

⁴- Ghestin Jacques et al : « *Trite de Droit Civil – Les Obligation – Les effets du contrats* », 2° édition, L.G.D.G, 1994, pp. 453-454.

متعددة لنفس الحق من طرف المحيل فتكون الأولوية في وفاء المدين للحوالة المعلنة له، كما أن إعلان المدين بالحوالة يحول بينه وبين التمتع بأي حق جديد في التمسك بالمقاصة أو بأي حق مقابل لحق المحيل¹.

وفي القانون الجزائري إذا كان المشرع لا يشترط قبول المدين بالحوالة الصادرة، فإن من حق هذا المدين العلم بما حتى تكون نافذة في حقه وفقا لما تنص عليه المادة (241) من القانون المدني، لأن له مصلحة أكيدة في معرفة التغيير الحاصل في شخص الدائن الذي يتوجب عليه الوفاء له. وأكدت وجوب العلم بالحوالة وفي حالة عدم قيامها بذلك فإن هذا التنازل لا يكون ملزما للمدين، وهو ما نصت عليه المادة (12 فقرة 03) من قانون توريق القروض الرهنية على: (ويمكن المدين أن يتحرر قانونا من كل التزام تجاه المؤسسة المتنازلة طالما لم يكن على علم بهذا التنازل).

وتأكيدا لهذا الأثر فقد ألزم المشرع الجزائري المؤسسة المتنازلة إعلان المدين بهذه القروض الرهنية بالحوالة الحاصلة، وهو ما نصت عليه المادة (19 فقرة 02) من قانون توريق القروض الرهنية بقولها: (ولا يلزم مثل هذا التنازل المدين المعني بالقروض الواردة في المجموعة أو الكتلة إلا ابتداء من تاريخ التبليغ عن طريق رسالة مضمونة مع إشعار بالإستلام ترسله المؤسسة المتنازلة، على أن يكون هذا التنازل مؤشرا عليه في هامش النسخة الأصلية ليصبح نافذا). ويكون المشرع الجزائري قد أتبع نفس موقف المشرع الفرنسي في التخفيف من صرامة القواعد الشكلية لحوالة الحق التي تقررها القواعد العامة بالنسبة لوجوب إخبار المدين بالحوالة الحاصلة، وإكتفى بأن يتم هذا الإعلام في التوريق بمجرد رسالة عادية مضمونة، حتى يخفف من تكلفة التوريق ويجعله مجديا من الناحية الإقتصادية.

وفي مجال التوريق فإنه من المنطقي أن المشرع لا يستلزم إخبار المدين بالحوالة في الحالة التي تكون فيها المؤسسة المحيلة هي نفسها المكلفة بتحصيل الحقوق المحالة، وفقا لما يتم الإتفاق عليه مع شركة تسيير هيئة التوريق، ولكن بالمقابل فإن إعلان المدين بالحوالة يكون واجبا (ولو عن طريق رسالة عادية) في الحالة التي يكون فيها كل أو جزء من التحصيل قد عهد به إلى كيان آخر مثل مؤسسة من مؤسسات الإئتمان أو صندوق إيداع². وفي هذه الحالة أيضا لا يمكن الاحتجاج بالحوالة في مواجهة

¹ - غانم محمد أحمد: مرجع سابق، ص ص. 50-51.

² - Couret Alain et al : op.cit, p. 591.

المدينين إلا بإستيفاء شكلية الإعلان التي يقررها نظام التوريق، أما قبل ذلك فإن المدين يتحرر من إلتزامه بالوفاء للمحيل، و بمجرد إستيفاء هذه الشكلية فإن المدينين يصبحون ملزمين تجاه المحال له المالك الوحيد لتلك الحقوق، وبالتوازي مع ذلك لا يمكن للمحيل أن يطالب المدين بالوفاء، كما لا يمكن للمدين بدوره أن يلزم المحيل بتسليم الوفاء، وذلك بسبب إنقضاء العلاقة التي كانت تجمعهما¹. ويغلب عمليا أن يتم إعلان المدين بالحوالة من طرف المحال له (هيئة التوريق) لأنه هو من يهمله أكثر، و له مصلحة في نفاذ الحوالة في حق المدين أو الغير.

وعلى هذا فإنه يمكن الإحتجاج بالحوالة في مواجهة المدينين بإعتبارهم من الغير في هذه الحوالة إبتداء من التاريخ المذكور على جدول الحوالة عند تسليمه، وهو ما نصت عليه المادة (L.214-169-4) من القانون النقدي والمالي الفرنسي، وحاليا فإنه فقط في حالة تغيير الشخص المكلف بالتحصيل يتوجب إعلان المدين بالحوالة برسالة عادية، حتى في حالة عدم النص على ذلك².

أما بالنسبة لتاريخ نفاذ الحوالة في القانون الجزائري فإن المشرع إعتبر الحوالة نافذة إبتداء من التاريخ المبين في الجدول، كما أن مؤسسة التوريق تحل محل المؤسسة المتنازلة بقوة القانون إبتداء من هذا التاريخ، كما أن الضمانات بدورها تنتقل من ذلك التاريخ دون أن يكون قبول المدين لازما لنفاذ هذه الحوالة، وهو ما نصت عليه المادة (15 فقرة 01 و 02) من قانون توريق القروض الرهنية بقوله: (يسري مفعول التنازل عن القروض من المؤسسة المتنازلة لفائدة مؤسسة التوريق إبتداء من التاريخ المبين في الجدول المذكور في المادة 13 أعلاه).

تحل مؤسسة التوريق محل المؤسسة المتنازلة بقوة القانون فيما يخص القروض المتنازل عنها وكل أشكال الضمانات المتعلقة بها إبتداء من هذا التاريخ دون أن يكون قبول الطرف الثالث لازما).

ثانيا: الإحتجاج بالحوالة في مواجهة بقية الغير:

نقصد بالغير هنا هم دائني المحيل، فهم يعتبرون من الغير بالنسبة لهذه الحوالة، وبالنتيجة فإنه مادامت الحوالة لم تعلن للمدين فإن من حق هؤلاء الدائنين أن يعتبروا أن هذه الحقوق لم تخرج بعد من

¹ - Forti Valerio : op.cit, p. 332.

² - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 558.

الذمة المالية للمحيل، و مازالت جزء من الضمان العام المقرر لهم حتى في حالة إفتتاح إجراءات جماعية ضد هذا المحيل¹.

و بمجرد إعلان الحوالة ينتج عنها بالنسبة لدائني المحيل إنقضاء أي حق لهم في الحقوق المحالة، التي تكون قد خرجت فعليا من الذمة المالية للمؤسسة المحيلة من تاريخ تسليم جدول الحوالة، ولا يمكنهم مباشرة أي إجراء للتنفيذ عليها، وتعتبر الحماية التي يقرها القانون الفرنسي والجزائري في مثل هذه الحالة حماية شبه مطلقة. ولكن الطابع المطلق لهذه القاعدة المتعلقة بالإحتجاج بالحوالة يثير مسألة ما إذا كان يمكن تطبيقها أيضا في مرحلة الريبة المحددة من طرف المحكمة في حالة التوقف عن الدفع من طرف المؤسسة المحيلة فتدخل الحوالة في فئة التصرفات المريبة التي يمكن إبطالها (كما لو كانت شركة التسيير تعلم بحالة التوقف عن الدفع للمؤسسة المحيلة)، إضافة إلى أنه يمكن لدائن المؤسسة المحيلة عن طريق الدعوى البوليصية (دعوى عدم نفاذ تصرفات المدين) أن يطلب عدم نفاذ أي تصرف يقوم به مدينه (المؤسسة المحيلة) إذا كان هذا التصرف الذي تم مع شركة التسيير أو المؤسسة المؤتمنة ينطوي على غش تجاه هذا الدائن، وذلك تطبيقا للقواعد العامة وهو ما تنص عليه المادة (1167) من القانون المدني الفرنسي²، (التي تقابلها المادة (191) من القانون المدني الجزائري). كما أن القانون الأمريكي يقرر نفس هذه القواعد بالنسبة لنفاذ الحوالة في مواجهة دائني المحيل أو عدم نفاذها إعتقادا على مدى حسن أو سوء النية، فإذا ثبت سوء نية المحيل فإن الأصول تبقى في ذمة المحيل أما في حالة حسن النية فإن هذه الأصول يتم تحصيلها في حدود الفرق بين سعر السوق والسعر المدفوع³.

ولقد إتبع المشرع الجزائري أيضا موقف المشرع الفرنسي بالنسبة لنفاذ الحوالة في مواجهة الغير (من غير المدينين) فجعل التنازل ملزما في مواجهة الغير، حيث نصت المادة (19 فقرة 01) من قانون توريق القروض الرهنية على: (تصبح عملية التنازل عن مجموعة أو كتلة من القروض المضمونة بالرهون العقارية من الرتبة الأولى لفائدة مؤسسة التوريق، ملزمة للغير وتأخذ الرتبة بمجرد تسجيلها في المحافظة العقارية.) ومن ثمة لا يستطيع دائني المؤسسة المتنازلة مزاحمة مؤسسة التوريق أو حملة

¹ - Mazeaud Henri et al : op.cit, p. 1280.

² - Granier Thierry, Jaffeux Corynne : op.cit, p.101.

³ - Hubert Justin : op.cit, p. 83.

السندات المورقة التي تصدرها مؤسسة التوريق لاحقا في التنفيذ على العقارات التي تقع عليها تلك الرهون الرسمية الضامنة للقروض الممنوحة.

إن المهم في أية عملية توريق هو أن تهيكل بصورة تجعل المبالغ التي يجب أن تعود للمستثمرين ليست عرضة لخطر الإخفاء من أي من المتعاملين. ذلك أن التعثر الذي يمكن أن يتعرض له المحيّل لا يجب أن يكون له تأثير يمس بحوالة الحقوق التي تمت إلى هيئة التوريق، وإلا فإن عملية التوريق ستفقد أهميتها ومبرر وجودها، وفي نفس الوقت فإن هيئة التوريق لا يجب أن تخضع أو أن تكون عرضة لأي إجراء من إجراءات الإفلاس، كما أن إفلاس الشخص المعنوي المكلف بتحصيل الحقوق لا يجب أن يكون له تأثيرا سلبيا على المبالغ التي من المفروض أن تعود للمستثمرين في إطار عملية التوريق¹.

المبحث الثاني

تحويل الحقوق المحالة إلى أوراق مالية

تحويل الحقوق المورقة إلى أوراق مالية هي المرحلة الثانية في هيكلية بنية التوريق، وهي العملية التي تنشأ جسرا للربط بين الأوراق المالية والمستثمرين الذين يشترون هذه الأوراق المالية، ومن ثمة تحقيق الهدف الإقتصادي المرجو من التوريق، وسنتناول في هذا المبحث عملية إصدار الأوراق المالية في التوريق، وقد قمنا بتقسيمه إلى ثلاثة مطالب كالتالي:

المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية.

المطلب الثاني: إنشاء الأوراق المالية في التوريق.

المطلب الثالث: آثار تحويل الحقوق إلى أوراق مالية في التوريق.

المطلب الأول

مفهوم الأوراق المالية

للأوراق المالية أهمية كبيرة في النظام المالي والإقتصادي الحر القائم على المنافسة الحرة، فهي عصب الحياة للأسواق المالية، كما أنها تعتبر إبداعا رائعا للرأسمالية إلى جانب شركات المساهمة،

¹ - Burnat Florian et al : op.cit, p. 153.

وأن زيادتها وإنتشارها في العصر الحديث نجح في إنشاء ثروات جديدة¹. وقد تزايدت هذه الأهمية بصورة بارزة منذ سنوات 1990 بتضاعف المنتجات المالية المهيكلة المصدرة من طرف الشركات التي تلجأ إلى التمويل عن طريق السوق المالي، كما أن تنوع القيم المنقولة أصبح أمراً بارزاً في الوقت الحالي².

الفرع الأول: تعريف الأوراق المالية:

الأوراق المالية (*Securities*) هي صكوك تصدرها منشآت الأعمال، تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما أو الحقين معا، وتصنف الأوراق المالية حسب ماهيتها إلى: أوراق مالية تمثل جزء من ملكية وهي الأسهم، و أوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات³.

وقد عرفها القانون الأمريكي في القسم الثاني (*sec 2*) من قانون الأوراق المالية الأمريكي لسنة 1933 (*Securities Act of 1933*) المعدل بتاريخ 05 أبريل 2012 عن طريق تعداد هذه الأوراق المالية بالقول: (الأوراق المالية يقصد بها كل: مذكرة، سهم، أسهم خزينة، سند، شهادة مساهمة، سند دين، أوراق مستقبلية، شهادات تصويت في الترس، شهادة إيداع، خيارات، حق شراء، حق بيع، حق إمتياز.....) وهو ما سبقت الإشارة إليه من قبل.

أما المشرع الفرنسي فقد أخذ في البداية بمفهوم القيم المنقولة، والتي تتولى إصدارها شركات المساهمة حسب الشروط المنصوص عليها في القانون التجاري، حيث عرفتها المادة (L.228-1) من القانون التجاري بأنها: (— القيم المنقولة هي أوراق مالية على معنى المادة (L.211-1) من التقنين النقدي والمالي الفرنسي والتي تمنح حقوق متماثلة حسب الفئة — القيم المنقولة المصدرة من طرف شركات المساهمة تأخذ شكل سندات لحاملها أو سندات إسمية، ماعدا بالنسبة للشركات التي يفرض القانون أو نظامها الأساسي شكل السندات الإسمية لكل أو جزء من رأس المال).

¹ - Granotier Julien : « *Le transfert de propriété des valeurs mobilières* », Economica, 2010, p. 1.

² - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 481.

³ - هندي منير إبراهيم: « الأوراق المالية وأسواق رأس المال »، مرجع سابق، ص.5.

وبذلك فإن المشرع الفرنسي إعتبر القيم المنقولة وهي المفهوم الوارد في القانون التجاري أوراقا مالية حسب المفهوم الوارد في القانون النقدي والمالي، ولكنها أوراق مالية خاصة لأنها تمنح حقوقا متماثلة حسب كل فئة منها¹.

ولكن المشرع الفرنسي عاد فأخذ بفكرة الأوراق المالية بعد التعديل الحاصل بالأمر 2009-15 بتاريخ 08 جانفي 2009 حيث نص في المادة (L.211-1) من القانون النقدي والمالي الفرنسي، والتي عدلت مرة أخرى بالمادة 02 من الأمر 2016-520 بتاريخ 28 أفريل 2016 من القانون النقدي والمالي الفرنسي، حيث عرف فيها الأوراق المالية بعد التخلي عن فكرة القيم المنقولة التي كانت سائدة ومدرجة قبل ذلك في القانون التجاري،² عن طريق تعدادها بالقول:

(ثانيا: الأوراق المالية هي:

1 – الأوراق المالية الممثلة لرأس المال الصادرة عن شركات المساهمة.

2 – سندات الدين

3 – حصص وأسهم هيئات الإستثمار الجماعي).

ولقد قام المشرع الجزائري في إطار التحولات الإقتصادية الكبرى إبتداء من سنوات 1990 بتعديل وإتمام القانون التجاري عن طريق إصدار المرسوم التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 25 أبريل 1993³، الذي أعطي أهمية كبيرة للأوراق المالية وخصص لها جزء كبيرا من قواعد هذا المرسوم، وأطلق عليها تسمية (القيم المنقولة)، وقد عرفها في المادة (715 مكرر 30) من القانون التجاري المعدلة بالمرسوم التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 25 أفريل 1993) بقوله: (القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف وتسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها).

¹- Boneau Thierry : « *Valeurs mobilières et titres financiers en droit français* », Revue du Droit Bancaire et Financier, n° 2, 2009, Paris, p. 75.

²- Boneau Thierry : « *L'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers* » Revue de Droit des Sociétés , Février 2009, Paris, p. 15.

³ - المنشور في الجريدة الرسمية رقم 27 بتاريخ 27 أفريل 1993.

ثم عددت المادة (715 مكرر 33) هذه الأوراق المالية بقولها: (يمكن شركات المساهمة أن تصدر ما يأتي:

1 - سندات كتمثيل لرأسمالها،

2 - سندات كتمثيل لرسوم الديون على ذمتها،

3 - سندات تعطي الحق في منح سندات أخرى تمثل حصة معينة لرأسمال الشركة عن طريق التحويل أو إلى تسديد أو أي إجراء آخر).

كما أن القيم المنقولة تصدر أيضا عن هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة التي أصدرها المشرع الجزائري بالأمر 96-08 مؤرخ في 10 يناير 1996¹، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، والتي تشمل كلا من شركة الإستثمار ذات رأس المال المتغير التي تأخذ شكل شركة مساهمة، التي تصدر أسهما، والصناديق المشتركة للتوظيف التي تصدر حصصا.

الفرع الثاني: أنواع الأوراق المالية:

تعدد الأوراق المالية وتختلف بين التشريعات، ولكن عموما يمكن القول أن هذه الأوراق إما أن تكون أوراق مالية تمثل جزء من ملكية وهي الأسهم، و أوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات، إضافة إلى وجود نوع ثالث هو الحصص التي تصدرها هيئات الإستثمار الجماعي والتي من ضمنها هيئات التوريق.

أولا: الأسهم (Titres de Capital):

هي صكوك ملكية متساوية القيمة وغير قابلة للتجزئة، قابلة للتداول في السوق المالي تمثل مشاركة في رأس مال إحدى الشركات². وقد عرفها المشرع الجزائري في المادة (715 مكرر 40) من القانون التجاري بأنها: (السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها).

¹ - المنشور في الجريدة الرسمية رقم 03 بتاريخ 14 جانفي 1996.

² - الشواور فيصل محمود: « الإستثمار في بورصة الأوراق المالية »، الطبعة الأولى، 2008، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص.78.

ثانيا: سندات الدين (Titres de Créances):

وهي سندات يمثل كل واحد منها حق دائنية على الشخص المعنوي أو منشأة التوريد التي تصدرها، وقد أطلق عليها المشرع الجزائري تسمية "سندات الإستحقاق" (Les Obligations)، وقد عرفت المادة (715 مكرر 81 المعدلة بالمرسوم التشريعي رقم 08-93) من القانون التجاري بقولها: **(سندات الإستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الإسمية).** فهي أوراق مالية تتضمن قيمة إسمية مسجلة على أصل السند أو في حساب تمثل ديناً، تصدرها الدولة أو المؤسسات الإقتصادية والمالية عن طريق للإكتتاب العام، في صورة وحدات متساوية القيمة وغير قابلة للتجزئة تكون قابلة للتداول في السوق المالي يلتزم بموجبها المصدر عند الإستحقاق بسداد قيمتها الإسمية والفوائد المترتبة عليها لحامل أو مالك السند وفقاً لشروط الإصدار. وهو نفس المفهوم الذي جاء في المادة (L.213-1A)¹ من القانون النقدي والمالي الفرنسي المعدلة بالمادة (42) بالأمر 1691-2016 بتاريخ 09 ديسمبر 2016 حيث نصت على: **(سندات الدين يمثل كل واحد منها حق دائنية على الشخص المعنوي أو الصندوق المشترك للتوريد الذي يصدرها.)**، ويمكن أن تكون:

1 — سندات الدين القابلة للتداول (titres de créances négociables) (TCN).

2 — سندات الدين التي لا تخول الحق في الدخول إلى رأس المال المقبولة للتداول في سوق منظم.

ثالثا: الحصص أو الأسهم في هيئات الإستثمار الجماعي:

وهي فئة خاصة نصت عليها في فرنسا المادة (L.211-1-3-3°) من القانون النقدي والمالي الفرنسي. وهيئات الإستثمار الجماعي (organismes de placement collectif) (OPC) تشمل هيئات الإستثمار الجماعي في القيم المنقولة (OPCVM) وهو ما تنص عليه المادة (L.214-1-1-S) من القانون النقدي والمالي الفرنسي، وهيئات التوريد وهو ما تنص عليه المادة (L.214-42-1S) من القانون النقدي والمالي الفرنسي وكذلك الشركات المدنية للإستثمار العقاري وهيئات الإستثمار العقاري وشركات الإدخار الغايبية.

¹ « Les titres de créance représentent chacun un droit de créance sur la personne morale ou le fonds commun de titrisation qui les émet. »

وما تجب ملاحظته في هذا المجال هو أن الأوراق التجارية (Les effets de commerce) لا تندرج ضمن مفهوم الأوراق المالية، وأنه لا ينبغي الخلط بينهما، على الرغم من وجود تشابهه في بعض خصائصهما مثل التداول، وهذه الأوراق التجارية لم نجد لها أي تعريف في التشريعات، وقد إكتفى المشرع الجزائري بتعدادها في الكتاب الرابع من القانون التجاري، فالأوراق التجارية هي صكوك مكتوبة وفق شكل حدده القانون تتضمن إلزاما بدفع مبلغ معين من النقود يستحق الأداء بمجرد الإطلاع أو في أجل قصير، وقابل للتداول بالطرق التجارية، ويقبله العرف كأداة للوفاء تقوم مقام النقود¹، كما أن الأوراق التجارية تبقى على العلاقات الأصلية عندما تنقضي العلاقات الناشئة عن الورقة التجارية² وهو الأمر الذي لا يتصور بالنسبة للأوراق المالية. وقد حرصت بعض التشريعات على عدم الخلط بين الأوراق المالية والأوراق التجارية من ذلك المشرع الفرنسي الذي بعد أن عدد الأوراق المالية في المادة الفقرة (02) من المادة (L.211-1) المعدلة بالأمر 520-2016 بتاريخ 28 أبريل 2016 من القانون النقدي والمالي الفرنسي نص مؤكدا في الفقرة (04) منها على أن: (الأوراق التجارية و سندات الصندوق (Bons de Caisse) ليست أدوات مالية) ومن ثمة فهي ليست أوراقا مالية.

وتنقسم سندات الدين بدورها تقسيمات عديدة من أهمها:

1- تقسيم السندات من حيث جهة الإصدار: فتنقسم إلى:

أ - سندات حكومية: تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد

في السوق أو لتمويل مشاريعها الإستثمارية.

ب - سندات غير حكومية: تصدر عن الشركات المساهمة العامة لتلبية إحتياجاتها التمويلية

المختلفة³.

2 - تقسيم السندات من حيث الضمان:

فتصدر السندات إما مضمونة بأصول عينية معينة أو بإيرادات قد تكون أصولا عقارية تعطي

للحامل الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان كما في حالة الرهون العقارية، و قد تكون هذه

¹ - العكيلي عزيز: « القانون التجاري »، مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع، 1995، عمان، الأردن، ص.392.

² - راشد راشد، مرجع سابق، ص.3.

³ - الشواور فيصل محمود: مرجع سابق، ص. 77.

الأصول آلات أو تجهيزات، أو دخول مستقبلية، وتعتبر أغلب سندات التوريق من نوع السندات المضمونة، كونها تصدر مسندة بهذه الأصول. وقد تصدر هذه السندات غير مضمونة بأصول معينة، فتعتمد على تعهد المصدر بالوفاء، وتكون السندات في هذه الحالة مضمونة فقط ضمانا عاما بكامل الذمة المالية للمدين المصدر¹.

3 — تقسيم السندات من حيث المدة: فتقسم إلى:

أ — **سندات قصيرة الأجل:** هي السندات التي لا يزيد أجلها عن عام واحد، وتعتبر أداة تمويل قصيرة الأجل، يتم تداولها في السوق النقدي، وتتميز بأنها ذات مخاطر أقل، وبالمقابل فإن الفائدة المتولدة عنها تكون منخفضة. وأبرز أنواع هذه السندات هو أذونات الخزينة، وشهادات الإيداع، وأذونات الصندوق ويطلق عليها تمييزا لها عن السندات مصطلح أدوات الدين القابلة للتداول (TCN) (Titres de Créances Négociables).

ب — **سندات متوسطة الأجل:** وهي السندات التي يزيد أجلها عن عام واحد، ولا يتجاوز أجلها (5) سنوات، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من فوائد السندات القصيرة الأجل، وتكون ذات مخاطر أعلى منها أيضا نظرا لتفاقم حالة عدم التأكد.

ج — **سندات طويلة الأجل:** وهي السندات التي تصدر لمدة تزيد عن (5) سنوات، وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل، ويتم تداولها في السوق الرأسمالي، وتتميز بمخاطرها العالية، ونسبة فائدة مرتفعة تزيد عن فوائد السندات المتوسطة.

4 — تقسيم السندات حسب شكل الإصدار: فتقسم إلى:

أ — **سندات لحاملها (To the Bearer Bond):** وهي سندات لا تحمل إسم المستفيد، ومن ثمة تكون قابلة للتداول بالبيع والشراء، فتنتقل ملكية السند بمجرد التسليم أو الحيازة، فيكون الحامل هو المالك.

¹ - الشواور فيصل محمود: مرجع سابق، ص.78.

ب — سندات إسمية أو مسجلة (Nominal Bonds): وفي هذه الحالة فإن السند يحمل إسم صاحبه أو يكون هذا الإسم مسجلا في سجل خاص بملكية الإصدار لدى الجهة المصدرة، وعلى هذا فلا يصرف كلا من أصل السند أو الفوائد المترتبة عليه إلا لصاحب هذا السند فقط، ومن ثمة يتميز بأنه يوفر لصاحبه حماية ضد السرقة، ويكون قابلا للتداول¹. وفي هذا نصت المادة (715 مكرر 34 فقرة 01) من القانون التجاري المعدلة بالمرسوم التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 25 أفريل 1993 على: (**تكتسي القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة شكل سندات للحامل أو سندات إسمية. ويمكن أن يفرض الشكل الإسمي للقيم المنقولة عن طريق أحكام قانونية أو أحكام القانون الأساسي.**)

الفرع الثالث: خصائص الأوراق المالية:

تتشرك الأوراق المالية عموما في مجموعة من الخصائص الرئيسة، منها²:

1— أنها تسجل أو يمكن أن تسجل في حساب:

وهو ما نصت عليه المادة (715 مكرر 37) من القانون التجاري بقولها: (**يمكن أن تكتسي القيم الصادرة بالجزائر إما شكلا ماديا بتسليم سند أو أن تكون موضوع تسجيل في الحساب.**)

2 — أنها قابلة للتداول:

والتداول هو عملية مبسطة لنقل الحق من شخص لآخر تتطلبه السرعة التي تقوم عليها المعاملات التجارية تمكن حامل الورقة المالية من التنازل عنها بكل سهولة عندما يجد مشتريا لها، دون اشتراط القيام بأية إجراءات أخرى مثل تلك الواجبة في التنازل عن الحصص في شركات الأشخاص، وهو ما نصت عليها المادة (715 مكرر 30) من القانون التجاري.

¹ - مطر محمد، فايز تيم : « إدارة المحافظ الإستثمارية »، الطبعة الأولى، 2005، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، ص.101-

² - Couret Alain et al : op.cit, p. 238.

3 — أنها تنتقل بالتحويل من حساب إلى آخر:

فالأوراق المالية أصبحت لامادية (Dématiser) وهو ما نصت عليه المادة (715 مكرر 38) من القانون التجاري بقولها: (يجوز السند للحامل عن طريق مجرد تسليم أو بواسطة قيـد في الحسابات. ويجوز السند الإسمي إزاء الغير وإزاء الشخص المعنوي المصدر عن طريق نقله في السجلات التي تمسكها الشركة...).

4 — أنها أوراق متشابهة (متماثلة):

عندما تنتمي لنفس الصنف وصادرة عن نفس الجهة، فيكون لأصحابها نفس الحقوق، وعليهم نفس الإلتزامات، وهو ما يسهل تسعيرها وتداولها في السوق المالي.

5 — تمنح لأصحابها مداخيل يمكن أن تكون ثابتة أو متغيرة:

ثابتة كما في أصل السند، ومتغيرة كما في السهم أو الفائدة المترتبة على السهم أو السند.

الفرع الرابع: الهدف من إصدار الأوراق المالية في التوريق:

تتوقف كل الأهداف الإقتصادية للتوريق على إستثمار قيمة الأصول المورقة، وهذا الإستثمار لا يتحقق إلا عن طريق آلية وحيدة هي تحويل قيمة تلك الأصول إلى أوراق مالية تطرح للتداول في السوق المالي ليشتريها المستثمرون، وبدون هذه المرحلة الأخيرة من التوريق المتمثلة في إصدار الأوراق المالية لن يكون للتوريق أي جدوى من الناحية الإقتصادية.

ومن الناحية القانونية فإن تحويل محفظة الحقوق إلى أوراق مالية، الهدف منه هو الإنتقال من العلاقات الشخصية بين الدائن والمدين في الحق الشخصي إلى نظام الأموال الموحدة القابلة للتداول في السوق المالي. فالأوراق المالية المصدرة لا تدمج فيها هذه الحقوق، وإنما تعوضها. فهي نوع جديد من الأموال المنقولة وغير المادية تخضع لنظام الأموال المنقولة، ليس بالنسبة لعملية واحدة كما هو الحال عندما يتم نقل الحقوق من المؤسسة الممولة إلى مسير منشأة التوريق، ولكن أيضا في كل عملية تمم الغير، وتأخذ الأوراق المالية في الأنظمة القانونية المختلفة أشكالا متنوعة تختلف باختلاف المنشأة المستخدمة من أجل تخصيص الحقوق لمصلحة المستثمرين المكتتبين. فتكون شهادات (Certificats) ترست في حالة

النموذج الأنجلوسكسوني، وحصصا في حالة الصندوق المشترك، أو أسهما وسندات دين في القانون الفرنسي، وعلى الرغم من تنوع الأشكال المختلفة لهذه الأوراق المالية إلا أنها تشترك في نفس الوظيفة وهي منح المستثمرين حصة من القيمة الاقتصادية لمجموع الحقوق المورقة¹.

ومن الناحية الاقتصادية يحقق التوريق تحويل هذه الحقوق إلى أوراق مالية تمثل تدفقات نقدية متولدة من إسترداد الحقوق المورقة المطروحة للتداول في السوق المالي. ومن الناحية القانونية فإن التوريق يمكن من إيجاد أوراق مالية مطروحة للمستثمرين هذه الأوراق تمنح الحق في حصة متناسبة (quote-part) من القيمة الاقتصادية لمجموعة الذمة المالية التي تمثلها مجموعة الحقوق المورقة. ففي نظام الشريعة العامة الأنجلوسكسوني يترجم هذا عن طريق إصدار شهادات (Certificats) تمنح صفة الاستفادة من الترس، بحيث تكون الملكية الإنصافية للحقوق قد إنتقلت إلى المستثمرين، في حين أن الملكية القانونية تبقى بين أيدي أمين الترس. أما في دول النظام الروماني الجرمانى فإن الأوراق المالية التي يمكن أن تأخذ عدة أشكال قانونية تمنح الحق في المبالغ التي يتم سدادها من طرف المدينين، مع إستبعاد كل خطر يمكن أن يجعلها محل حجز من طرف آخر. فالحقوق ليست مدمجة في السندات وإنما حولت إلى سندات. فالهدف من هذه المرحلة الثانية من عملية التوريق هو تطبيق نظام الأموال العينية على هذه الحقوق، ومن أجل ذلك فإن تحويل الحقوق التي محلها هو علاقات شخصية (علاقة دائنية) إلى أموال نمطية (des bien standardisés) هي الأكثر ملائمة للعمليات في السوق المالي، وتحمي إمتيازات المستثمرين. وهذا المسار له نتائج كبرى من الناحية القانونية. فملكية الحقوق وهي الفكرة المسلم بها على نطاق واسع في نظام الشريعة العامة الأنجلوسكسوني تصبح أيضا القاعدة في مجال التوريق في دول النظام الروماني والجرماني². وهو ما يمكن إعتباره بمثابة تقارب بين نظامي الملكية والعقود، وهو تقارب حديث نسبيا، فإعتبار العقد مالا يحتل مكانة هامة في التفكير القانوني لقانون الإلتزامات في الوقت الحاضر ذلك أن ظاهرة الأعمال في القانون المدني (le phénomène « d'affairisation » du droit) هي أيضا فكرة حديثة جعلت البعض يقول بإمكانية قبول فكرة ملكية العقد (l'appropriation du contrat) التي يمكن أن تجد أحد تطبيقاتها في تقنية التوريق³.

¹ - Forti Valerio: op.cit, p. 365.

² - ibid, pp. 364.

³ - Mainguy Daniel : « *Propriété et contra* », Revue droit et patrimoine, n° 91, Mars 2001, pp. 74-75.

المطلب الثاني

إنشاء الأوراق المالية

إن إنشاء السندات وطرحها في السوق المالي يمر بمرحلتين: الأولى هي إصدار السندات من طرف مسير هيئة التوريق، أما الثانية فهي الإكتتاب فيها من طرف المستثمرين.

وفي هذا المجال فقد نصت المادة (03) من قانون توريق القروض الرهنية الجزائري على أنه تخضع الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسة التوريق، وفقا لعملية التنازل عن القروض الحالية أو المستقبلية بمبادرة من المؤسسة المتنازلة وفقا للتشريع المعمول به، لا سيما المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة. ومن ثمة يتعين الرجوع إلى تطبيق القواعد العامة في إصدار القيم المنقولة بالنسبة لهذه الأوراق المالية المصدرة بمناسبة التوريق. والواردة أيضا في القانون التجاري المتعلقة بالقيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة. وسنقوم بتقسيم هذا المطلب كالتالي:

الفرع الأول: أنواع الأوراق المالية المصدرة بمناسبة التوريق.

الفرع الثاني: قواعد إصدار هذه الأوراق المالية.

الفرع الثالث: الإكتتاب في الأوراق المالية المصدرة.

الفرع الأول: أنواع الأوراق المالية المصدرة في التوريق:

تختلف الأوراق المالية المصدرة في عملية التوريق بحسب الشكل الذي تأخذه منشأة التوريق، فيمكن أن تكون حصصا أو أسهما، أو سندات دين، أو شهادات ترست، كما في النظام الأنجلوسكسوني وسنتناول في هذا المطلب أهم هذه الأوراق المالية.

أولا: الحصص التي تصدرها الصناديق المشتركة للتوريق:

لقد إعتبر الجهاز الفرنسي في التوريق في بدايته أسلوبا فرنسيا أصيلا يشكل نموذجا مختلفا للتوريق وضعه المشرع الفرنسي من أجل التمكن من إجراء عملية التوريق التي لم يكن بالإمكان إجرائها في ظل القواعد العامة، وهو ما إستلزم وضع بنية خاصة من أجل تجسيد عملية التوريق هي الصندوق المشترك للحقوق، و هو ملكية مشتركة لا تتمتع بالشخصية القانونية، هذه البنية غير المسبوقة تصدر حصصا (parts) تعتبر سندات غير معروفة كثيرا في مجال الأدوات المالية المعتادة المتداولة في الأسواق

المالية. فالمتعاملون يعرفون أكثر الأسهم والسندات بأنواعها المختلفة على إعتبار أن أغلبية الدول قد وضعت أنظمة خاصة لهذا النوع من الأوراق المالية. ولكنهم يعرفون بدرجة أقل الحصص التي يصدرها الصندوق المشترك للحقوق، والتي تتميز بطابعها المهجين الذي يحمل بعض خصائص الأسهم ولكن أيضا بعضا خصائص السندات. ثم جاء القانون 2003-706 بتاريخ 01 أوت 2003 فعدل من غرض الصندوق المشترك للحقوق فنص في المادة (L.214-43) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن الصندوق يمكنه إصدار سندات الدين المشار إليها في المادة (L.211-1) من القانون النقدي والمالي الفرنسي¹. ثم أكد المشرع الفرنسي أخيرا في المادة (L.214-169-2) وكذلك المادة (L.214-181) من القانون النقدي والمالي الفرنسي أن الصندوق المشترك للتوريق يمكنه إصدار حصص أو سندات، كما إعتبر القانون بصورة واضحة أن هذه الحصص التي يصدرها الصندوق المشترك للتوريق تعتبر أوراقا مالية. و لم ينص المشرع الجزائري على إصدار مثل هذا النوع من الأوراق المالية، وأن شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) إقتصرت عند قيامها ببعض عمليات التوريق بين سنتي 2001 و 2006 قامت بإصدار سندات دين.

والحصص التي يصدرها الصندوق المشترك للتوريق في فرنسا هي أدوات مالية، وبالتالي ينطبق عليها النظام القانوني لهذه الأدوات المالية، وبصفة أساس قابليتها للتداول ولكن مع بعض التحديد².

وتقرر هذه الحقوق لأصحابها حقوقا، كما تضع عليهم إلتزامات:

1: بالنسبة لحقوق أصحاب الأوراق المالية:

تمثل هذه الحقوق في حقوق مالية، والحق في الإعلام، والحق في التقاضي.

أ — الحقوق المالية:

وهي حقوق يحددها بدقة نظام الصندوق المشترك للتوريق، و يمنحها الصندوق لحملة هذه الحصص، وتتشابه وضعية صاحب هذه الحصص مع وضعية صاحب الأسهم، في أن كلاهما يستحق عائدا على حسب النتائج التي يحققها الصندوق، ومن جهة أخرى تتشابه مع وضعية حامل سندات الدين لأن صاحبها سيحصل على فوائد³.

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, pp. 573-574.

² - Granier Thierry, Jaffoux Corynne : op.cit, p. 106.

³ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 568.

ب – الحق في الإعلام:

يلزم القانون في حالة طرح حصص للجمهور الجهة المصدرة بإعلام المكتتبين بمعلومات مخصصة في العادة للمدخرين الذين إشتروا سندات من الأسواق المالية، وذلك عن طريق وثيقة محددة بالمادة (L.214-170) من القانون النقدي والمالي الفرنسي ومؤشر عليها من طرف سلطة الأسواق المالية، توضع تحت تصرف المستثمرين، كما أن هناك وثائق أخرى تبين خصائص تلك الحصص معدة من طرف مؤسسة للتصنيف الائتماني تلحق بمذكرة إعلام يتوجب على الصندوق تبليغها للمكتتبين في هذه الحصص¹.

ج – الحق في التقاضي:

يمكن لحاملي الحصص اللجوء إلى القضاء من أجل إقامة أي دعوى للمطالبة بالتعويض عن الأضرار اللاحقة بهم بسبب المخالفات المرتكبة من طرف شركة التسيير أو المؤسسة المؤتمنة وفقا للترتيبات القانونية أو التنظيمية أو حتى لشروط نظام الصندوق، وذلك تطبيقا للقواعد العامة للمسؤولية وهو ما أكدته صراحة المادة (L.214-185) من القانون النقدي والمالي الفرنسي عندما نصت على أن حاملي الحصص يمكنهم ممارسة الحقوق المقررة للمساهمين بنص المواد (L.225-231) و (L.823-6) من القانون التجاري الفرنسي² التي تقرر لهم هذا الحق في اللجوء إلى القضاء.

2: بالنسبة لإلتزامات حاملي الحصص:

وتتمثل هذه الإلتزامات في إلتزامات مالية وإلتزام بعدم التدخل في تسيير الصندوق:

أ – الإلتزامات المالية:

يكون حاملي الحصص ملتزمين بديون الصندوق وهو ما نصت عليه المادة (L.214-184) من القانون النقدي والمالي الفرنسي من أن حاملي الحصص لا يكونون ملزمين بديون الصندوق أو أجنبته إلا في حدود قيمة الحصص المصدرة، فالمرشع نص بذلك على المبدأ الموجه لتحديد مدى مسؤولية المستثمرين، كما أن هذه المسؤولية محدودة، ولكن تجب الملاحظة أن هذه القاعدة لا يمكن أن تطبق إلا داخل نفس فئة الحصص، فالإلتزامات المالية لحاملي الحصص تتنوع بحسب نوع المنتجات

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 569.

² - ibid, p. 570.

التي إشتروها، من ذلك أن الأشخاص الذين إكتتبوا في حصص يتحمل أصحابها المخاطر الناتجة عن عدم السداد، كما يتحملون إلتزامات أوسع مدى من المكتتبين الحائزين على الحصص التي تكون محل طرح عام¹. كما يعتبر أيضا من الإلتزامات المالية لحاملي هذه الحصص الإلتزامات الضريبية حسب المبالغ التي توزع عليهم².

ب — الإلتزام بعدم التدخل في تسيير الصندوق:

إن المشرع الفرنسي جعل تسيير الصندوق المشترك للتوريق من مهمة شركة التسيير وعمل على ضمان عدم تدخل حاملي الحصص في هذا التسيير، فالمستثمرون هم شركاء في الملكية ولكن بدون أن تكون لهم سلطات، ومن ثمة فهم ليسوا من المبادرين بتأسيس الصندوق، وليس من حقهم المطالبة بقسمة الحقوق المشاعة كما أنه ليس من حقهم تسيير الصندوق حيث نصت المادة (L.214-180) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على إستبعاد تطبيق القواعد المتعلقة بالشيوع (القسمة والتسيير) عليها³.

ثانيا: الأسهم التي تصدرها شركات التوريق:

وهي الأسهم التي تصدرها هيئة التوريق التي تكون في شكل شركة، من أجل تمويل شرائها الأصول المورقة المحالة لها من المؤسسة المحيلة، وقد إعتبر المشرع الفرنسي هذه الأسهم أوراق مالية على غرار الحصص التي يصدرها الصندوق المشترك للتوريق. والأوراق المالية حسب المادة (L.211-1) من القانون النقدي والمالي الفرنسي هي أوراق تمثل رأس المال صادرة عن شركات المساهمة وكذلك الحصص التي تصدرها هيئات الإستثمار الجماعي⁴. وفي القانون الجزائري لم يحصل إصدار لمثل هذه الأسهم في عمليات التوريق المحدودة التي جرت في الجزائر، والتي إقتصرت على إصدار سندات الدين في عمليات التوريق المحدودة التي قامت بها شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) بين سنوات 2001 و 2006.

¹- Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 570.

²- Granier Thierry, Jaffeux Corynne : op.cit, p. 112.

³- Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 571.

⁴- Forti Valerio : op.cit, p. 371.

ثالثا: سندات الدين القابلة للتداول:

سندات الدين القابلة للتداول هي النوع الأكثر شيوعا من الأوراق المالية التي تصدر بمناسبة عمليات التوريق، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تعتبر (ABS، MBS، CMBS، RMBS، CDO) سندات دين، وهي السندات التي أصدرت عند إنطلاق التوريق في بداية سنوات 1970 عندما تم توريق محافظ حقوق الرهن العقاري من طرف الوكالتين المتخصصةين (Fannie Mae) و (Freddie Mac) كما سبقت الإشارة إليه، وفي فرنسا يمكن لهيئات التوريق أن تصدر سندات دين إلى جانب إصدارها إما لحصص أو أسهم، وسند الدين قابلة للتداول أو سندات صادرة إستنادا لقانون أجنبي تمثل حق دائنية على الهيئة التي تصدره وأن تداولها هو أمر ممكن عن طريق التسجيل في حساب أو بالطرق المتعارف عليها¹.

تصدر هذه السندات على شكل دفعات وتكون متماثلة كل واحدة منها تمنح لحاملها جزء من نفس حق الدائنية قبل الهيئة المصدرة. وهي سندات يمكن تقسيمها وإلا فإنه لا يمكن تسعيرها في السوق المالي. إن سندات الدين القابلة للتداول هي سندات مالية مصدرة وفقا لرغبة المصدر، و تكون قابلة للتداول في سوق منظم أو عن طريق التعاقد المباشر، وكل واحدة منها تمثل حق دائنية. وبغض النظر عن الشكل الذي تأخذه هذه السندات فإنها يجب حتما أن تمثل حق دائنية على الهيئة التي أصدرتها وأن تكون قابلة للتداول عن طريق التسجيل في الحساب أو حسب الطرق المتعارف عليها².

ويطلق المشرع الجزائري على سندات الدين القابلة للتداول تسمية سندات الإستحقاق، وهي ما نصت عليه المادة (715 مكرر 81 المعدلة بالمرسوم التشريعي 08-93) بقولها: (سندات الإستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول، بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الإسمية). وهو النوع من الأوراق المالية الذي قامت بإصداره شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) بمناسبة عمليات التوريق التي قامت بها فعليا في الجزائر في سنة 2003³.

وسندات الدين القابلة للتداول (Les titres de créances négociables) (TCN) التي تصدرها

هيئات التوريق تتميز بخصائص منها:

¹- Forti Valerio : op.citd, p. 372.

²- ibid, p. 373.

³- Beltas Abdelkader : op.cit, p. 247.

1 – أدوات تمويل وسط بين الأوراق التجارية التقليدية والقيم المنقولة:

إن إدراج سندات الدين القابلة للتداول ضمن فئة الأدوات المالية ينفي كل إرتباط أوتشبيه لها بالأوراق التجارية¹، وهو ما كرسته بشكل صريح وقاطع المادة (L.211-1) من القانون النقدي والمالي الفرنسي، فسندات الدين القابلة للتداول تمثل تشابها واضحا مع الأوراق التجارية، لأنها مثل الأوراق التجارية تصدر في إطار إعادة التمويل. ومن ناحية جوهرية فإنها لا تختلف إذن عن الأوراق التجارية وتحديدًا عن السند لأمر، وأن تقاربها يكون أكثر مع أدوات الصندوق، وبالرغم من هذا التشابه النسبي في الوظائف فإن سندات الدين القابلة للتداول لا يجب الخلط بينها وبين الأوراق التجارية، ولا مع أدوات الصندوق وذلك بسبب الشكل المختلف لكل منهما، فهذا الشكل يعتبر شرطًا أساسيًا في مجال الأوراق القابلة للتداول، لأنه يحدد شروط تداول هذه الأوراق. فالأوراق التجارية وأدوات الصندوق هي حتماً أوراق مجسدة في شكل مادي، وهي بالأساس ما تكون سندات لأمر. على الرغم من أنه يمكن أن تشترط للحامل. وعلى العكس من ذلك فإن سندات الدين القابلة للتداول يتم تسجيلها في حساب سندات (compte-titres) أي أنها جردت من تابعها المادي، ولزما يجب أن تكون مشترطة للحامل، ومن ثمة فإنها تخرج منطقياً عن كل قواعد قانون التعامل في الأسواق المالية².

2 – سندات الدين القابلة للتداول يمكن أن تكون سندات ذات أجل غير محدد:

كانت سندات الدين القابلة للتداول في فرنسا إلى غاية دخول الأمر رقم 2009-15 المؤرخ في 08 جانفي 2009 حيز التطبيق تعتبر أن كل واحد من هذه السندات يمثل حق دائنية لمدة محددة، حيث قام المشرع بحذف التفصيل الذي مفاده أن هذه الحقوق يجب أن تصدر لمدة محددة، وهو ما نصت عليه المادة (L.213-1) من القانون النقدي والمالي، وبالتالي فلم يعد هناك ما يمنع إصدار سندات دين قابلة للتداول لمدة غير محددة³.

ويلزم القانون في حالة طرح حصص للجمهور الجهة المصدرة بإعلام المكتتبين بمعلومات محددة عن الإصدار، وهو ما نصت عليه المادة (41) من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة التي ألزمت كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر أوراقاً مالية

¹ - Couret Alain et al : op.cit, p. 490.

² - ibid, pp. 490-491.

³ - ibid, pp. 493-494.

عن طريق اللجوء العلني للإدخار أن تنشر مسبقا مذكرة موجهة لإعلام الجمهور تؤشر عليها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والتي تتحدد كميّات تطبيقها عن طريق النظام رقم 96-02 المؤرخ في 22 جوان 1996¹، المتعلق بالإعلام الواجب نشره عند إصدار القيم المنقولة والمتمم بالنظام رقم 04-01 المؤرخ في 08 جويلية 2004².

رابعا: الأوراق المالية المصدرة من طرف الترسّ:

فيما يتعلق بتوريق الحقوق الرهنية توجد في الولايات المتحدة فئتان كبيرتان للسندات: الأولى تمنح لأصحابها حق ملكية غير قابل للإنقسام على الحقوق المورقة، والثانية تمثل إلتزامات مضمونة بمحفظّة الحقوق التي تسندها. فالنوع الأول من التوريق يستخدم الترسّ كوسيلة لكي ينقل للمستثمرين المكتتبين في الأوراق المالية جزء من الملكية الإنصافية لحزمة الحقوق التي تعود للترسّ، أما النوع الثاني فيستخدم فيه الترسّ كوسيلة من أجل أن ينشئ لفائدة المستثمرين تأميننا من طبيعة عينية لفائدة أمين الترسّ³.

أولا: السندات التي تمثل حقا غير قابل للإنقسام على محفظة الحقوق:

(*pass-through securities*) أو (*certificates*):

وهنا يتوجب أولا تعيين المنتجات المالية قبل القيام بعمل تركيبها القانوني.

1 – بالنسبة للمنتجات المالية:

إن السندات التي تمنح لأصحابها حقا غير قابل للإنقسام على محفظة الحقوق يطلق عليها تسمية شهادات (*pass-through securities*) أو (*certificates*)، فالمؤسسة المبادرة بالتوريق تقوم بتجميع حزمة (*pools*) من الحقوق الرهنية تتصف بتجانسها من حيث نوعيتها ونسبة الفائدة وتاريخ الإستحقاق، ثم بعد ذلك تنقل هذه المحفظة إلى الترسّ الذي يصدر مقابلا لها لفائدة الجمهور شهادات تمثل حق ملكية إنصافية غير قابل للإنقسام. وإصدار هذه الشهادات التي تعتبر قيما منقولة لا تمثل دينا

¹ - المنشور في الجريدة الرسمية العدد 36 بتاريخ 1997.06.01.

² - المنشور في الجريدة الرسمية العدد 22 بتاريخ 2005.03.27.

³ - Ferry Claude : op.cit, p. 244.

(*dette*) في ميزانية المبادرة بعملية التوريق، ولكنها مجرد حوالة أصول (لأمين الترتست من أجل الملكية القانونية ولأصحاب الشهادات من أجل الملكية الإنصافية). وفي الولايات المتحدة الأمريكية فإن سوق هذه الأوراق المالية شبه محتكر من قبل الوكالات الفدرالية شبه الحكومية (Fannie Mae) و (Freddie-Mac) التي تحصل في الغالب على تصنيف جيد لمنتجاتها نتيجة جودة القروض والحقوق المكونة لمخافظها، في حين أن المؤسسات الخاصة تستطيع أن تحصل كذلك على تصنيف جيد لمنتجاتها ولكن بإستعمال عدة طرق من أجل تأمين وضمان هذه الأوراق.¹

2 — بالنسبة للتركيب القانوني:

إن التركيب القانوني يتكون كالتالي²:

أ — يقوم المصدر بتحرير تصرف منشأ لترتست غير قابل للعدول يكون هو نفسه المنشئ وأمين الترتست، ولا يمكنه أن يستقيل من وظيفته كأمين للترتست طوال مدة العملية. وأن كل ترتست ينشأ إستنادا لهذا التصرف تكون أمواله هي حقوق عملية التوريق. فالتصرف المنشئ للترتست يتضمن إما حوالة لنفسه من طرف مصدر الملكية القانونية لأموال الترتست وإما إعلانا إنفراديا للترتست (*self-declaration of trust*) من طرف المصدر يعلن فيه عن أنه سيكون أمينا للترتست لفائدة المكتتبين المستقبليين وهو ما يقتضي خاصة الإلتزام بتحويل التسديدات المحصلة لأصحاب الشهادات (*pass-through*)³.

ب — يقوم المصدر بتوزيع نشرة موجهة لإعلام المستثمرين بشروط إصدار الشهادات القابلة للتداول، فنشرة الإصدار تشير إلى السند المنشئ للترتست حيث تتناول أهم شروطه الأساس⁴.

ج — إبرام عقد إكتتاب مع كل مستثمر إستنادا للنشرة المصدرة من قبل، وبالتالي وبطريقة غير مباشرة لكل الوثائق القانونية التي تحكم العملية.

د — يشكل المصدر المحفظة ويصدر الشهادات، وأن الحقوق المتضمنة في المحفظة يمكن أن تكون ناتجة من قروض رهن عقاري مبرمة من طرف المصدر نفسه، أو من شراء حقوق من عند هيئات إقراض أخرى، أو منهما معا.

¹ - Ferry Claude : op.cit, p. 244.

² - ibid, p. 244.

³ - ibid, p. 244.

⁴ - ibid, p. 244.

هـ — يمكن للمصدر في مقابل عمولة ضمان خدمة القرض بمعنى تولي إدارة القروض المكونة للمحفظة (التحصيل، الإسترداد الجبري، العلاقات المختلفة مع المقترضين).

وهناك حالات أخرى ممكنة، يمكن أن يكون فيها الترتب في صورة هيئة أخرى وعلى الغالب (مثل البنوك أو أية هيئات أخرى تقبل الإيداع تتصرف من أجل تفادي أحكام قانون (Glass-Steagall Act) فالمصدر يمكن أن يكون شركة ذات غرض خاص (ad hoc) (single-purpose corporation) التي يكون غرضها إصدار شهادات (وتأدية دور الترتب) تمثل حقوق ملكية إنصافية غير قابلة للإنقسام على حقوق ناتجة من قروض ممنوحة من طرف الشركة الأم.

إن اللجوء للترتب يوفر ضمانات مثلى للمستثمرين، وفي الحقيقة أن المصدر حتى ولو كان هو أمين الترتب، فإن الحقوق لا يمكن أن تكون قابلة للحجز عليها من طرف دائنيه الشخصيين وأصحاب الشهادات، بوصفهم مالكين ملكية إنصافية لحق من طبيعة عينية لهم عليها حق أولوية مطلق. إضافة إلى ذلك فإن حق أصحاب الشهادات من طبيعة شخصية ويسمح لهم بمطالبة أمين الترتب تنفيذ الإلتزامات المشروطة لفائدتهم في السند المنشئ للترتب¹.

وإلتزامات المبادرة بالتوريق في مواجهة أصحاب الشهادات هي ذات طبيعة متنوعة عندما يكون في نفس الوقت هو نفسه المصدر، وأمين للترتب، ومسير للقروض (servicer)، وهي الحالة الأكثر شيوعاً في العمل، فالإلتزام بالدفع لأصحاب الشهادات المبالغ المسددة من المقترضين هو إلتزام ناتج من السند المنشئ للترتب، في حين أن الإلتزام بضمان السداد مستحقات الشهادات حتى ولو كان المقترضين عاجزون هو إلتزام تعاقدى بإعتباره مصدراً. أما عن الإلتزام بالإستمرار في تسيير القروض أو الضمانات فإن هذا التسيير يعهد به إلى محيل هذه الحقوق، فهو ناتج من تعهد خاص للمبـادر و غير مرتبط لا بصفته كأمين للترتب ولا بصفته كمصدر أي بصفته كمسير للقروض.

¹ - Ferry Claude : op.cit, pp. 244-245.

ثانيا: السندات التي تمثل ديناً للمصدر مضمون بتأمين منشأ عن طريق الترس:ت:

1 – فبالنسبة للمنتجات المالية:

ويتعلق الأمر بكل من سندات الرهن العقاري المسندة برهونات (*Mortgage-backed bond*) أو (*pay-through*)، والسندات المضمونة برهونات عقارية (*collateralized mortgag obligations*) (*CMO*):

أ – سندات الرهن العقاري المسندة برهونات (*Mortgage-backed bond*):

إن هذه السندات تشكل ديون للمصدر الذي يحتفظ بكامل ملكية الحقوق التي تستند إليها (*sous-jacentes*)، والتي تكون مرهونة عن طريق الترس الذي يمكن أمين الترس أن يكون مالكا للتأمين لفائدة أصحاب السندات، وأنه يشبه في الحقيقة السندات المصدرة من طرف الشركة التجارية، ومهما يكن فإن المصدر يلتزم بأن يسدد حتى في حالة السداد المسبق للحقوق المسندة لهذه السندات. فسندات (*MBB*) هي سندات لا تحصى بضمان الحكومة الفدرالية. وهي سندات أكثر مرونة من شهادات (*pass-through*) لكون التدفقات المالية للسندات لا تعتمد في تحديد أسعار الفائدة عليها، وتواريخ الإستحقاق، وشروط الدفع على الحقوق التابعة لها.

ب – سندات "الدفع من خلال سندات" (*pay-through bonds*) (*PTB*):

إن سندات (*PTB*) هي أيضا سندات تمثل ديون على المصدر ولكن على خلاف (*MBB*) فإن التدفقات المالية لهذه السندات تكون مرتبطة بالحقوق التي تستند إليها (على الرغم من أن المصدر يضمن الدفع في حالة عجز المقترضين) وخاصة السداد المسبق الذي يحمل للمستثمرين حيث تسدد لهم جزء من إستثماراتهم قبل تاريخ الإستحقاق المتفق عليها.

ج – السندات المضمونة برهونات عقارية

(*collateralized mortgag obligations*) (*CMO*):

إن عيب (*PTB*) بالمقابل لـ (*MBB*) يكمن في أن خطر السداد المسبق ينعكس على مالكي القيم المنقولة. ومن أجل تفادي الشك الحاصل وإرضاء أكبر عدد من المستثمرين الممكنين ظهرت في سنة 1983 سندات (*CMO*) والتي تسمى أيضا (*Multiclass pay-through bonds*) فالمصدر يقوم

يُصدر عدة مجموعات من السندات و استخدام الأموال المحصلة من وراء ذلك من أجل شراء حقوق الرهن العقاري أو (*pass-through certificates*) التي ترهن لفائدة أصحاب سندات (*CMO*) في نفس الشروط (*PTB*) و (*MTB*)¹.

2 — بالنسبة للتركيب القانوني:

إن الفئات الثلاث السابقة من السندات المسندة برهن عقاري (*MBS*) تستعمل الترتيب كوسيلة من أجل إنشاء تأمينات لفائدة أصحاب هذه السندات الحاليين والمستقبليين، ولكن بالنسبة لهذه القيم المنقولة الثلاث فإن أمين الترتيب ليس هو المالك القانوني للحقوق (التي تبقى مملوكة للمصدر) ولكنه يكون مالكا للرهن الذي يكون على هذه الحقوق لفائدة المستثمرين².

وقانونيا فإن هذه العملية تهيكل بالطريقة التالية: فقبل إصدار السندات فإن المصدر يتحصل على حقوق رهن عقاري أو شهادات (*pass-through certificates*) تمثل المواصفات المشترطة في نشرة الإصدار، ثم بعد ذلك يقوم برهن المحفظة بإسم أمين الترتيب ولكن لفائدة حاملي السندات (*Obligataires*). بموجب السند المنشئ للترتيب المرفق بنشرة الإصدار. ويتعلق الأمر هنا بترتيب تقليدي لفائدة حاملي السندات (*trust for the benefit of bondholders*) فكل حامل للسندات يكون إذن مستفيدا من رهن على حصة متناسبة من المحفظة، في حين أن التأمين يكون بإسم أمين الترتيب الذي يديره (وهذه الوظيفة تقترب من تلك التي يقوم بها ممثل مجموع حاملي السندات في القانون الفرنسي)³. وفي حالة عجز أحد المدينين بإحدى هذه الحقوق المكونة للمحفظة عن السداد فإن المصدر يتعهد بتعويض ذلك الحق بحق آخر من نوعية مماثلة و بنفس الإستحقاق سواء تعلق الأمر بأصل الدين أو الفوائد⁴.

وأن أمين الترتيب يتلقى المبالغ المتحصلة من الوفاء بالحقوق وهذه المدفوعات تحل محل الحقوق في وعاء الرهن إلى غاية دفعها لحاملي السندات توافقا مع عقد الإصدار وأحكام السند المنشئ للترتيب. وعلى هذا فإن أمين الترتيب يكون له في آن واحد مهمة: مسير للتأمينات العينية، و وكيلا في السداد.

¹ - Ferry Claude : op.cit, pp. 245-246.

² - ibid, p. 246.

³ - ibid, p. 246.

⁴ - ibid, p. 246.

على خلاف القانون الفرنسي الذي لا يقبل دعوى الدائن ضد الوكيل في الوفاء بالقوانين ذات الأصل الأنجلوسكسوني تسمح بدعوى شخصية لحاملي السندات ضد أمين الترتست في حالة ما إذا لم ينفذ هذا الأخير إلتزاماته¹.

وعندما يكون المصدر هو نفسه أمين الترتست فإنه يستلم بصفته أمين الترتست الحقوق المرهونة وفي كل الأحوال فإن هذه الحقوق تكون معزولة من أجل تفادي أي خلط لها مع الأصول الأخرى لأمين الترتست. ويستمر المصدر في تسيير القروض، ولكن يمكنه تفويض هذه المهمة إلى محيل الحقوق المكونة للمحفظة، ولكنه يبقى مسؤولاً في مواجهة حاملي السندات في حالة سوء تسيير المحفظة. ويقبض المصدر الحقوق بصفته مسيراً للقروض (*servicer*) وينقل الأموال المستلمة لأمين الترتست (أو إلى نفسه بصفته في حالة كونه أميناً للترتست). وأن الوفاء يتم لفائدة حاملي السندات المسجلين على دفتر تحويل الأوراق المالية المسوك من طرف أحد البنوك لفائدة المصدر².

الفرع الثاني: قواعد إصدار الأوراق المالية:

يتطلب إصدار الأوراق المالية القابلة للتداول من طرف هيئات التوريق وجوب إستيفاء بعض الشروط القانونية³، أهمها أن يكون هذا الإصدار عن طريق عرض عام للإكتتاب، وقد عرفت المادة (L.411-1) من القانون النقدي والمالي الفرنسي المعدلة بالمادة 01 من الأمر رقم 2009-80 بتاريخ 22 جانفي 2009 العرض العام للإكتتاب في الأوراق المالية بأنه يتم بإحدى الصورتين التاليتين:

1 — إعلان موجه بأشكال معينة وعن طريق أي وسيلة إعلام لأشخاص تعرض من خلالها معلومات كافية عن شروط العرض و عن السندات المزمع إصدارها بطريقة تجعل أحد المستثمرين قادر على إتخاذ قرار الشراء أو الإكتتاب في هذه الأوراق المالية.

2 — توظيف لأوراق المالية عن طريق وسيط مالي.

¹ - Ferry Claude : op.cit, p. 246.

² - ibid, p. 246.

³ - Couret Alain et al : op.cit, p. 647.

و يمكن أن يستخلص من هذا التعريف:

- 1— أن هذا العرض العام يمكن أن يكون بأية طريقة مكتوبة أو مسموعة أو مرئية عن طريق مختلف وسائل الإعلام كالراديو والجرائد والنشرات والإعلانات والأترنت...إلخ.
- 2— أن يكون موضوع الدعوة أو العرض هو أوراق مالية بمختلف أنواعها.
- 3— أن يوجه هذا العرض العام من هيئات مصدرة، من بينها هيئات التوريق.
- 4— الموجه لهم الإعلان هم مستثمرون محتملون¹.

فالقانون المالي شهد تطور كبيرا في مجال الإلتزام بالإعلام. بمناسبة الدعوة العلنية للإكتتاب العام أو قبول أوراق مالية للتداول في سوق منظم وإلزامهم بتقديم وثائق محددة للمستثمرين متوافقة مع القواعد التنظيمية المعمول بها²، وهذه المعلومات المقدمة أهمية قانونية ذلك أنها تحدد الحقوق المرتبطة بهذه الأوراق المالية المتعلقة بهذه العملية وكذلك الضمانات المحتملة³، وأهم وثيقة يتم إعدادها في هذا المجال هي نشرة الإصدار (Prospectus) التي يجب أن تعرض للتأشير عليها من طرف سلطة الأسواق المالية. وهذه النشرة تتضمن وثيقة مرجعية ومذكرة بالعمليات وملخصا، كما يجب أن تستوفي هذه النشرة القواعد المقررة لمثل هذا النوع من الإصدار. أما من حيث طبيعتها فالنشرة هي وثيقة إفصاح (divulgate) تجارية وفي نفس الوقت وثيقة قانونية بحتة. فدور سلطة الأسواق المالية في تحرير هذه الوثيقة يدخل في إطار مهمة هذه السلطة في مراقبة المعلومات المعلنة للمستثمرين وحسن سير سوق الأدوات المالية. فيكون لهذه السلطة قبول أو رفض منح التأشيرة لنشرة معينة، وهو قرار إداري فردي. ويكون الشروع في عملية إصدار حصص أو أسهم أو سندات دون الحصول على هذه التأشيرة مخالفة يعرض الهيئة المصدرة لعقوبات من طرف سلطة الأسواق المالية⁴. كما أن هذا الإلتزام بالإعلام يبقى مستمرا بصورة دورية طوال مدة عملية التوريق يتم فيه إعلام المستثمرين والسوق المالي بكل التطورات الحاصلة بخصوص العملية، وهي معلومات تحكمها التنظيمات المعمول بها⁵.

¹- Couret Alain et al : op.cit, p. 162-165.

²- ibid, p. 1.73

³- ibid, p. 177.

⁴- Forti Valerio: op.cit, p. 376.

⁵- Couret Alain et al : op.cit, p. 182 et s.

وفيما يتعلق بإصدار الأوراق المالية في القانون الجزائري فإن قانون توريق القروض الرهنية أحال فيها على وجه الخصوص إلى المرسوم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، وهو ما نصت عليه المادة (03) بقولها: (تخضع الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسة التوريق، وفقا لعملية التنازل عن القروض الحالية أو المستقبلية بمبادرة من المؤسسة المتنازلة وفقا للتشريع المعمول به، لا سيما المرسوم التشريعي رقم 93-03 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم).

وبالرجوع إلى هذا المرسوم وإلى التشريعات المقارنة نجد أنه يشترط في هذا الإصدار:

أولاً: أن تقوم به مؤسسة مالية: فالمشرع الجزائري حصر الأشخاص المعنويين المخولين باللجوء إلى الإدخار العلني بصفة عامة، وفي مجال التوريق فإن المؤسسة الذي تقوم به هي مؤسسة توريق وهي مؤسسة مالية، والمؤسسة التي قامت به فعليا في الجزائر هي شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) وهي مؤسسة لها صفة مالية.

ثانياً: أن يكون الإصدار عن طريق اللجوء العلني للإدخار:

ثالثاً: الإصدار المسبق لمذكرة موجهة للجمهور: تسمى مذكرة الإصدار، وهو ما نصت عليه المادة (41) المعدلة بالقانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 أوجبت على مؤسسة التوريق التي تريد إصدار الأوراق المالية: بقولها: (يجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر أوراقا مالية أو أي منتج مالي آخر مذكور في المادة 30 أعلاه، باللجوء العلني للإدخار، أن تنشر مسبقا مذكرة موجهة إلى إعلام الجمهور، تتضمن تنظيم الشركة ووضعيتها المالية وتطور نشاطها.

يجب على كل شركة تطلب قبول سنداتهما للتداول في البورصة، أن تنشر مسبقا مذكرة.

يجب أن تؤشر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على هذه المذكرة قبل نشرها).

وبالنسبة لمذكرة الإصدار فإن المادة (42) من القانون 03-04 قررت أن هذه المذكرة تخضع

لدراسة مسبقة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها قبل منح التأشيرة وتشير اللجنة عند الضرورة إلى البيانات الواجب، أو المعلومات الإضافية الواجب إدراجها فيها، كما أنه يمكن للجنة أن تطلب أي إيضاح أو تبرير يخص المعلومات الواردة في مشروع المذكرة.

وهذا الإجراء يدخل في إطار مراقبة هذه عمليات اللجوء إلى الإدخار العام من أجل حماية الجمهور، فإذا لم تستوف المذكرة المقدمة الشروط المطلوبة أو لطلبات التعديل يحق للجنة أن ترفض منح التأشيرة للمذكرة على أن تمهل مقدمها شهرين من أجل إجراء التعديلات أو تقديم المعلومات الإضافية، وهو ما نصت عليه المادة (42 فقرة 03) من القانون 03-04.

كما أن النظام العام لبورصة القيم المنقولة نص في المادة (16) منه على أنه يجب أن يكون قبول القيم المنقولة في عمليات التداول في البورصة محل طلب قبول لدى اللجنة وإيداع مشروع مذكرة إعلامية يخضع لتأشيرة اللجنة. ويجزر مشروع المذكرة الإعلامية وفق الشروط المحددة في تعليمة تصدر عن اللجنة.

كما نصت المادة (22) من هذا النظام على أن قبول القيم المنقولة في عمليات التداول في البورصة يكون عن طريق مقرر تصدره اللجنة.

ونصت المادة (28) من هذا النظام على أن الشركة التي تطلب قبول قيمها المنقولة في التداول في البورصة أن ترسل إلى اللجنة كل البلاغات والإعلانات ذات الطابع المالي والنشرات التي تتولى الشركة توزيعها وكذا كل وثيقة للإعلام الإقتصادي أو المالي الذي قد تنشره الشركة.

وبالنسبة لإعلام المستثمرين بالمذكرة نصت المادة (40) أنها توضع المذكرة الإعلامية المقدمة تحت تصرف المستثمرين لدى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بالإدخال.

كما أن نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-02 المؤرخ في 22 جوان 1996¹ المعدل والمتمم المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والمهينات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة نصت في المادة (03) على الشروط الواجب توفرها في هذه المذكرة بقولها: (على كل شركة أو مؤسسة عمومية تقوم بإصدار قيم منقولة باللجوء العلني إلى الإدخار وضع مذكرة ترمي إلى إعلام الجمهور. تتضمن هذه المذكرة العناصر الإعلامية التي من شأنها أن تمكن المستثمر من إتخاذ قراره عن دراية.

¹ - المنشور في الجريدة الرسمية العدد 36 بتاريخ 01 جوان 1997.

علاوة على العناصر الإجبارية المنصوص عليها في القانون التجاري تتضمن المذكرة

الإعلامية معلومات عن:

— تقديم مصدر القيم المنقولة وتنظيمه.

— وضعيته المالية.

— تطور نشاطه.

— موضوع العملية المزمع إنجازها وخصائصها.

— يؤرخها ويوقعها الممثل الشرعي للمصدر وكذا محافظ (و) الحسابات).

رابعا: أوجب المشرع قيام مؤسسة التوريق بتسجيل الأوراق المالية التي قامت بإصدارها لدى

المؤتمن المركزي على السندات وهو ما نصت عليه المادة (04) من قانون توريق القروض الرهنية.

ولكن قانون توريق القروض الرهنية جاء ناقصا إذ لم ينص على كثير من المسائل المهمة التي

يتطلبها عمل آلية التوريق، من ذلك أنه لم ينص على أي دور للمؤسسات التصنيف الإئتماني في تصنيف

الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسة التوريق، وهو ما يعتبر نقصا فادحا في القانون، لا يمكن النظام

القانوني للتوريق من تأدية دوره، إذ أنه لا يمكن بأي حال من الأحوال الإستغناء عن دور مؤسسات

التصنيف الإئتماني في تصنيف الأوراق المالية، ذلك أن نوعية هذا التصنيف هي التي تجذب المستثمرين

للإستثمار في هذه الأوراق المالية، وتساعدهم في إتخاذ قرارهم الإستثماري. ولا يمكن للمستثمرين أن

يعتمدون على أنفسهم في تصنيف هذه الأوراق المالية لعدم قدرتهم على القيام بذلك، كما لا يمكنهم أن

يعتمدون في ذلك على تصنيف المؤسسات المتنازلة أو تصنيف المصدر، لأن هذه المؤسسات لا يمكن

تصور أن تكون خصما وحكما في نفس الوقت.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية أيضا لا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل نشرة

(Prospectus) يقدم إلى هيئة الأوراق المالية والأسواق الأمريكية (SEC)، والتي يقع على عاتقها

مسؤولية التأكد من أن البيانات الموضحة بالطلب كافية للحكم على جودة الإصدار، ومن بين تلك

البيانات: الهدف من الإصدار، والسعر المحدد للبيع، وميزانية عمومية تفصيلية، وقائمة دخل تفصيلية عن

الثلاث سنوات السابقة، ونسخة من العقد المبرم¹.

¹ - هندي منير إبراهيم: « الأوراق المالية وأسواق رأس المال »، مرجع سابق، ص.5.

الفرع الثالث: الإكتتاب في الأوراق المالية المصدرة:

إن الإصدار الذي يقوم به مسير هيئة التوريق ليس هو نهاية عملية التوريق، بل يجب أن يتبعه إكتتاب من طرف المستثمرين في الأوراق المالية المصدرة، وإلا فإن كل عملية التوريق ستكون بلا معنى، ولذلك سنقسم هذا الفرع كالتالي:

أولاً: التصرف القانوني المتعلق بالإكتتاب.

ثانياً: آثار عقد الإكتتاب.

أولاً: التصرف القانوني المتعلق بالإكتتاب:

تكون السندات المالية التي تصدرها هيئة التوريق محل إكتتاب من طرف المدخرين فكل سند يتم إقتناؤه في مقابل مبلغ نقدي. ومن ناحية قانونية فالإصدار يعتبر بمثابة إيجاب، والإكتتاب يعتبر قبولا، ينشأ عنهما عقد إكتتاب بين المستثمر و منشأة التوريق، يلتزم بمقتضاه شخص يسمى المكتتب بشراء حصة أو سهم أو سند، ويدفع قيمته الإسمية وفقاً للشروط المحددة في عقد الإكتتاب. وهذا العقد يخضع من حيث إبرامه للقواعد العامة في الإنعقاد من تراضي ومحل وسبب، ومن ناحية مالية فإن الإكتتاب في الأوراق المالية له آثار، فالمكتتبون يتحصلون على أصل مالي على أمل أن هذا الأصل ستزداد قيمته بعد ذلك. وعلى ذلك فإن الإكتتاب هو تصرف إستثمار يندرج ضمن طائفة العقود وليس تصرفاً بالإستهلاك، فقصد المستثمر يكمن في عكس الإستهلاك، فتسييل الأصل المالي الغرض منه هو الأمل في تزايد قيمته وهو بهذا يستبعد تماماً فكرة الإستهلاك. إضافة إلا أنه في الإستهلاك فإن مصلحة كل من الطرفين أي المستهلك والمحترف تكون مستقلة عن بعضها، فمصلحة الأول هو معيشي (domestique) الهدف منه هو الرفاه في حين أن مصلحة الثاني تجارية، في حين أنه وعلى العكس من ذلك بالنسبة للإكتتاب في سندات التوريق فإن الطرفين يشتركان في نفس المصلحة¹.

ثانياً: آثار عقد الإكتتاب:

ينتج عن هذا التصرف حقوق وإلتزامات، بالنسبة للمكتتب، فيكون من حقوقه في النهاية الحصول على أصل السهم أو السند أو الحصة التي إكتتب فيها عند نهاية العملية، كما يكون له الحصول

¹ - Forti Valerio : op.cit, pp. 378- 379.

على التدفق النقدي الدوري الذي تولده هذه الأوراق المالية وفقا لشروط الإكتتاب. وزيادة على ذلك تشمل حقوق المستثمرين كل أصول مؤسسة التوريق، وهو ما نصت عليه المادة (06) من قانون توريق القروض الرهنية الجزائري.

كما أنه من الآثار الأخرى الناتجة عن عقد الإكتتاب هو حق المكتتبين في الإعلام، وهو حق أساس، زادت أهميته مع تطور عمليات التوريق، وذلك من أجل حماية المستثمرين، وهو إعلام مستمر، يشمل إحاطة المستثمرين بكل التطورات المتعلقة بإستثمارهم طوال المدة التي تستغرقها عملية التوريق.

فبالنسبة للإلتزامات يعتبر إلتزام المكتتبين بعدم التدخل في تسيير هيئة التوريق عندما تكون في شكل صندوق مشترك للتوريق كما هو الحال بالنسبة للقانون الفرنسي هو أهم هذه الإلتزامات. فالمستثمرون هم شركاء في الملكية ولكن بدون أن تكون لهم سلطات، ومن ثمة فهم ليسوا من المبادرين بتأسيس الصندوق، وليس من حقهم المطالبة بقسمة الحقوق المشاعة، كما أنه ليس من حقهم التدخل في تسيير الصندوق وهو ما نصت المادة (L.214-180) من القانون النقدي والمالي¹. ونفس الأمر بالنسبة للقانون الجزائري فالمكتتبين في سندات الدين لا يجوز لهم التدخل في تسيير مؤسسة التوريق، وهو ما نصت عليه المادة (715 مكرر 91) من القانون التجاري الصادرة بالمرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 بأنه لا يجوز لأصحاب سندات الإستحقاق وممثلي الجماعة التدخل في تسيير شؤون الشركة، وهو ما ينطبق على شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) وهي شركة مساهمة تتولى إصدار سندات الإستحقاق في إطار عمليات التوريق في الجزائر، ومع ذلك تعطي المادة المذكورة لممثلي جماعة أصحاب سندات الإستحقاق من حضور الجمعيات العامة للمساهمين بصفة إستشارية.

المطلب الثالث

آثار تحويل الحقوق إلى أوراق مالية في التوريق

إن تحويل الحقوق المالية إلى أوراق مالية يستوجب البحث في مسألة الطبيعة القانونية للأوراق المالية المكتتب فيها، وهو ما سنتناوله في فرع أول، ثم مسألة تكييف العلاقات التعاقدية الناتجة عن عملية التوريق في فرع ثان.

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 570.

الفرع الأول: الطبيعة القانونية للأوراق المالية المكتتب فيها:

إن تاريخ النظام القانوني للقيم المنقولة تميز بوجود مراحل كبرى: وقد كانت أكبرها إثارة بالنسبة للقانون الفرنسي هي إصدار القانون رقم 81-1160 بتاريخ 30 ديسمبر 1981 الذي نظم لامادية الأوراق المالية، وسمح بإنشاء قيم منقولة لا إسمية، ثم تلاها إصدار العديد من القوانين عملت على تسهيل إصدار القيم المنقولة¹. وقد تبني المشرع الجزائري بدوره لاحقا نظام لامادية الأوراق المالية عند إصداره المرسوم التشريعي 08-93 المؤرخ في 25 أبريل حيث نصت المادة (715 مكرر 37 فقرة 01) من القانون التجاري على: (يمكن أن تكتسي القيم الصادرة بالجزائر شكلا ماديا بتسليم سند أو أن تكون موضوع تسجيل في الحساب)، كما نصت المادة (715 مكرر 34) على: (تكتسي القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة شكل سندات للحامل أو سندات إسمية).

فالتبيعة القانونية للقيم المنقولة أصبحت تتحدد حسب مضمون الحق وليس حسب غلافه المادي (son enveloppe matérielle) التي تسمح بتحديد طبيعتها². والتساؤل هنا هو: هل القيم المنقولة تأخذ وضع الملكية؟ للإجابة على هذا السؤال يوجد مفهومين لقانون الملكية: المفهوم الأول تقليدي يرفض ذلك ويعتبر أن موضوع الملكية يرد فقط على الأموال المادية، أما المفهوم الثاني فيأخذ بلامادية قانون الملكية على أساس أن كل ما يمكن أن يحول إلى نقود يعتبر مالا فالقيمة الاقتصادية أصبحت بالتالي أمرا أساسا في هذا المجال، فالحدود التقليدية بين الحقوق الشخصية والعينية تراجعت لفائدة المنطق الاقتصادي للتبادل³.

إن الإعراف بالطابع اللامادي للقيم المنقولة ليس عائقا لإعتبارها من الأشياء تمثل قيمة اقتصادية. وإن القول بأن الملكية لا يمكن أن تقع إلا على الأشياء المادية أصبحت أثرا من القانون الروماني وأن ملكية الأموال اللامادية لم تعد مسألة محل خلاف، فالنتيجة التي يمكن أن نحصل عليها من وراء حق الدائنية الوارد على هذه القيم المنقولة والذي يمثل قيمة اقتصادية ملائمة لتكوين مال، فملكية القيم المنقولة يصبح أمرا ممكن التصور، فمصطلح قيمة (valeur) هي مفهوم اقتصادي يعتبر

¹ - Allegaert Véronique : « De la propriété des valeurs mobilières », Bulletin Joly Sociétés, Mars 2005, p. 340.

² - ibid, p. 343.

³ - ibid, p. 348.

أساسا لفكرة الأموال، وهذه الفكرة التي كانت محل إهتمام من الإقتصاديين والفلاسفة لم تدرس من طرف رجال القانون، ومثلما يرى الأستاذ (Jean-Marc Mousseron) إن فكرة القيمة لا يمكن أن تأخذ كامل معناها إلا إذا كان العنصر الذي يدعم هذه القيمة يمثل فائدة ما للشخص الذي يعيـش في المجتمع. فقيمة أي شيء تترجم بالحق في التصرف. بمعنى أنه "قيمة للتبادل" فكل شيء هو قيمة، ولكن القانون فقط عندما يهتم بقيمة ما عن طريق الإعتراف بها، أو أن يضع لها نظام حماية عندها تصبح هذه القيمة مالا¹. وإن التقريب بين الملكية والحقوق الشخصية أصبح أمرا ممكنا، ومفيدا فإذا قبلنا أن موضوع الحق هو القيمة الإقتصادية التي يستند إليها الحق، وأن القيم المنقولة تمثل مثل هذه القيمة الإقتصادية فيكون من المتصور قبول وجود حق الملكية على هذه القيم المنقولة². ولكنها ملكية تقع على أموال غير مادية.

وهكذا فإن تطبيق نقل الملكية على القيم المنقولة لم يتم دون صدام أو إستثناءات من المبادئ العامة للقانون المدني، فالعوائق الأساس تم التغلب عليها بفضل إعادة قراءة هذه المبادئ التي أصبحت ضرورية نتيجة تطور المجتمع منذ إصدار القانون المدني الفرنسي، فاللامادية أخذت أهمية أساس أدت شيئا فشيئا إلى تطويع مجال الملكية الذي كان من قبل مستبعدا، بحيث أن تلك العوائق المرتبطة بالطبيعة اللامادية للقيم المنقولة لم تعد في النهاية حاسمة من أجل تطبيق نقل الملكية على القيم المنقولة، وقد ساعد على ذلك التطور الإقتصادي³. وهكذا إستقرت في الفقه الفكرة القائلة بأن حق الملكية يمكن أن ينصب على القيم المنقولة أو على حقوق الدائنية التي تنشأ أموالا لامادية، وأصبح من الممكن تصور أن حق الملكية يمكن أن يرد على الأموال اللامادية⁴.

وفي القانون الفرنسي فقد نصت المادة (L.214-169-3) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن السندات التي تصدرها هيئات التوريق يمكن أن تكون (سندات دين يمثل كل سند منها حق دائنية على الهيئة التي تصدرها يكون قابلا للتداول عن طريق التسجيل في حساب أو بالطرق المتعارف عليها)، و قد نص عليها القانون الجزائري في المادة (715 مكرر 81) من القانون التجاري الصادرة بالمرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 بقولها: (**سندات الإستحقاق هي**

¹- Allegaert Véronique : op.cit, p. 350.

²- ibid, p. 355 .

³- Granotier Julien : op.cit, p. 30.

⁴- ibid, p.48 .

سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الإسمية، وهو ما أكدته لاحقا المادة (L.214-182) بخصوص الصندوق المشترك للتوريق حيث نصت على: (يمكن للصندوق أن يصدر سندات دين قابلة للتداول و إلتزامات أو سندات دين مصدرة إستنادا لقانون أجنبي)¹.

ولذلك يذهب الفقه الغالب في فرنسا إلى إعتبار أن المالك له على القيمة المنقولة حقا يندرج في فئة الحقوق العينية، ومن الصواب القول بأنه مالك، إلا أن ملكيته هي حق وارد على قيمة وهو ما يؤيده الفقيه الفرنسي (René Roblot) عندما يؤكد أن المالك لقيمة منقولة له نوعين من الحقوق: فله على القيمة حق خاص يخوله الإستغلال والتصرف، ومن جهة أخرى يكون له حقوق الشريك أو الدائن وهو الحق الذي يمارسه في علاقته مع الشخص المعنوي الذي أصدر هذه القيمة، إن الإعتراف بالقيمة هو بكل تأكيد أفضل وسيلة من أجل جعل هذه الحقوق "شيعية" (عينية) (objectiver) وتسهيل فهمها كموضوع للحق، وهذا الطرح يلقي القبول لأنه يسمح بالفهم الصحيح لهذه الوضعية².

والتوريق يعطي توضيحا كبيرا لهذه الظاهرة. فالحقوق يتم تحويلها للمسير الذي يحولها إلى أوراق مالية . والهدف الحقيقي لهذه التقنية ليس منح قابلية التداول للحق. وإنما هو أداة للتمويل. و يجب تفادي كل الخطوات التي تهدف إلى تحديد ما إذا كانت الأوراق المالية تتضمن حق المستثمرين قبل هيئة التوريق لكونها لا تمثل سوى معبر، فالإهتمام يجب أن ينصب على العلاقة بين الحقوق المورقة (التي يتم نقل التدفق الإقتصادي الذي تولده إلى المستثمرين)، و على الأوراق المالية المصدرة من أجل إتمام هذه العملية. ومن ثمة تنشأ أموال لا مادية وليست مادية، وبالتالي فنحن أمام فكرة توريق لهذه الحقوق وليس إدماجها لها (Incorporation). فحسب نظرية الإدماج فإن لحظة نشوء الحق هي نفسها اللحظة المصادفة لنشوء السند، أما في التوريق فإن الحق يوجد قبل السند. وأيضا فإن المدين بالإلتزام المدمج هو وحده الذي يمكن أن ينشأ هذا الدمج. ففي التوريق فإن المسير ليس هو المدين وإنما هو الدائن (ولو من الناحية الشكلية) بالحقوق المورقة. وأخيرا فإن الهدف من الدمج هو تسهيل تداول الحقوق في حين أن التوريق يسمح بالقيام بعملية مالية³.

¹ - Couret Alain et al : op.cit, p. 645 .

² - Trébulle François Guy : « *L'émission de valeurs mobilières* », Economica, 2002, p. 479.

³ - Forti Valerio : op.cit, p. 397.

يعتبر تحويل الحقوق إلى أوراق مالية هو أحد المقومات الأساس للتوريق، وهنا يجب عدم التركيز على العلاقة بين حق المستثمرين تجاه مسير هيئة التوريق والأوراق المالية التي يمتلكونها، ولكن على العكس من ذلك فإنه يجب التركيز على العلاقة بين الحقوق المورقة والأوراق المالية التي لدى المستثمرين. فالمؤسسة الممولة (المبادرة بالتوريق) تنقل الحقوق المورقة والأوراق المالية التي لدى المستثمرين، وهذا المسير يصدر بدوره أوراقا مالية موجهة للمستثمرين، وبالتالي فهو يحول لهم المخاطر والعوائد المتعلقة بمحفظه الحقوق. فالحقوق تخرج من ميزانية المؤسسة المالية المبادرة وتعوض بالمبالغ المسددة من طرف المستثمرين في مقابل تلقيهم أوراقا مالية. إن تفعيل عملية التوريق ينتج ما يمكن وصفه (من الناحية الإقتصادية) إنهاء حقوق لتأتي هذه السندات المالية لتعوضها، فالتوريق يتمثل في تحويل حقوق شخصية (دائنية) إلى أوراق مالية، ولكنها لا يمكن أن تختصر في الانتقال من مال غير مادي إلى مال مادي. فالتوريق لا يؤدي إلى تحويل الحقوق إلى أموال مادية، بل يؤدي إلى إنشاء أموال جديدة غير مادية. وبذلك يمكن أن ترد الملكية وهي حق عيني على الحقوق الشخصية (الدائنية)، أي يمكن أن يكون الحق الشخصي محلا للحق العيني¹. و بذلك يحصل التقريب بين نظام الملكية في القانون الفرنسي ذي الأصول الرومانية مع نظام الملكية في نظام الشريعة العامة الأنجلوسكسوني.

الفرع الثاني: تكيف العلاقات التعاقدية في عملية التوريق:

عندما يرتبط عدد من العقود بخصوص موضوع واحد أو شيء واحد أو خدمة تبرم بصورة متتابعة فإنه يمكن إبداء ملاحظتين بشأنها. فالمجموعة المتكونة من هذه العقود نتجت بلا جدال عن العقد الأول، ثم العقد الثاني، ثم العقد الثالث... بطريقة متسلسلة ومن ثمة تكتسب بنية خطية (Linéarité)، وفي هذه المجموعة من العقود يلاحظ غياب شخص يلعب دورا محوريا فيها لكونه مرتبط تعاقديا مع كل مشارك من المشاركين في هذه المجموعة من العقود، فلا يوجد من يضمن تنظيمها وهذه السمة ناتجة من الطبيعة الخاصة لهذه السلسلة من العقود. إن هذه العقود المنشئة لمثل هذا التركيب يتم إبرامها وفقا لترتيب زمني، فتحليل هذه السلسلة من العقود يكشف أن العقد الثاني لا يتصل بالعقد الأول وإنما يتبعه، وهو يدخل في فترة زمنية تفتتح بإبرام العقد الأول وتغلق بإبرام عقد ثالث أو رابع، فالتتابع في إبرام وتنفيذ هذه العقود هو ما يميز هذه السلسلة الناتجة عن ظاهرة الجمع بين هذه العقود².

¹ - Bonneau Thierry : « *Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil* », oo.cit, p. 11.

² - Teysseie Bernard : « *Les groupes de contrats* », LGDJ , 1975, p. 1.

وفي مجال التوريق فإن الهيكلة التعاقدية لعملية توريق الحقوق تتكون من عدد من العقود، فمختلف المتدخلين في عملية التوريق يعقدون فيما بينهم سلسلة متصلة من العلاقات التعاقدية بهدف إتمام مختلف النشاطات الضرورية لإنجاح عملية التوريق. وهذه العقود تتميز بعددها الكبير وتنوعها. إذ يمكن أن تشمل عقد القرض، تقديم الخدمات والإسشارة، وحوالة الحقوق، وتعزيز القروض، والتصنيف الائتماني، والتسيير، والتحصيل وغير ذلك. من جهة أخرى فإن الأطراف نادرا ما يكونون هم أنفسهم: فالمتدخلون الأساس ونعني بهم المؤسسة الممولة، والمسير والمستثمرين يبرمون عقودا فيما بينهم ومع المتدخلين الإضافيين، بدون مشاركة جميع المتدخلين في إبرام نفس العقد. فكل هذه العقود تهدف إلى تحقيق نفس الغرض في نهاية المطاف أي إتمام عملية التوريق بتخصيص الحقوق المورقة لفائدة المستثمرين، ومن ثمة فإن ترابطها له ما يبرره. فالآثار التي ينتجها العقد المبرم ستفتقر إلى كل أهمية إقتصادية إلا إذا تم التنسيق بينها وبين الآثار التي تنتجها عقود أخرى. فالمتدخلون في التوريق يستهدفون بكل تأكيد الآثار النموذجية للعقد الذي يبرمونه، ولكنهم يسعون علاوة على ذلك إلى أثر ينتج من التنسيق بين مختلف هذه العقود. فشبكة العلاقات المنشئة في عملية التوريق تتكون من عناصر مع أنها مستقلة من الناحية الهيكلية إلا أنها مترابطة من الناحية الوظيفية. فالعلاقات التي تنشأ في عملية التوريق تشهد في نفس الوقت على وجود تعدد وترابط تعاقدي¹.

إن تحليل الطبيعة القانونية للتوريق تصطدم بصعوبة كون التوريق بنية مركبة، ذلك أنه يتضمن تعددا في المراحل وكل مرحلة يحكمها عقد أو عدة عقود. وتجزئة العملية الإقتصادية إلى عدة مراحل مترابطة تفرض البحث عن مدى وجود وحدة إقتصادية للعملية. وهذا يكون ممكنا نتيجة الأخذ بفكرة مجموعة العقود التي تسمح بتفسير وجود مجموعة من العقود في عملية التوريق².

إن المفهوم الذي مفاده أن كل عقد له وجود مستقل خال من أية تبعية لعقد آخر يستند إلى مبدأ نسبية العقد وهي الفكرة التي يتقاسمها كلا من نظام الشريعة العامة الأنجلوسكسوني والنظام الروماني الجرمانى. إن محدودية هذه النظرة الحاسمة ظهرت بسرعة وتعاضمت عندما بدأت في الإبتعاد عن حقيقة العلاقات الإقتصادية التي هي دائما أكثر تداخلا. ففي الحقيقة فقد ظهر أنه في القطاعات التجارية والصناعية أو المالية فإنه يمكن لنفس العلاقة أن تحكم عن طريق عدة عقود. وهذا التركيب يتميز بأن

¹ - Forti Valerio : op.cit, p. 73.

² - ibid, p. 94.

بنيته ودرجة تعقيده هي غالبا غاية في عدم التجانس، وهو ما دفع الفقه إلى تطوير نظريات بخصوص العقود المترابطة. وهذه الظاهرة ظهرت في نظام الشريعة العامة كما في النظام الروماني الجرمانى¹.

إن فكرة مجموعة العقود قائمة على فرضية أن صحة أحد العقود يتوقف على إبرام عقد آخر والذي يرتبط معه بعلاقة من طبيعة اقتصادية، و يشكل معه مجموعا تعاقديا، من ذلك أن فعالية أي عقد ابتدائي أو عقد بيع قد يكون بناء على إرادة المتعاقدين أو إرادة المشرع نفسه يتوقف على إبرام عقد آخر يكون ضروريا من أجل تمويله، وهذا الترابط الإقتصادي للعقدين سواء كان نتاج إرادة المتعاقدين أو إرادة المشرع يتجسد في إدخال شرط فاسخ هو الذي يمثل اللحمة التي تربط المجموعة المكونة من العقد الممول وعقد التمويل². ومن آثار هذا الترابط المكون لمجموعة العقود أن القضاء في فرنسا حكم بإبطال عقد مقاوله مع الشركة التي تتولى البناء بعد إبطال عقد القرض الذي بواسطته يتولى صاحب العمل تمويل هذا البناء³، كما يعطيه الحق في إبطال عقد شراء الأرض، كما يعطي الحق للمقترض في طلب إبطال عقد بيع الأرض المقرر بناء المسكن المتحصل على تمويله من البنك كل ذلك على أساس أن هذه العقود تكون مجموعا غير قابل للتجزئة مع العقد الأول المحكوم بإبطاله، والتي لم يكن بالإمكان إبطالها منظورا إليها كل على حدة، ومن ثمة فإن الوحدة الإقتصادية التي تنتج عن هذه المجموعة من العقود تبرر وجود هذا النظام القانوني لمجموعة العقود⁴. وإضافة إلى الوحدة الإقتصادية فإن هناك أساسا قانونيا آخر لفكرة مجموعة العقود يتمثل في أن موضوع كل عقد من هذه العقود يتطلب وجود العقد الآخر، ومن حيث السبب فإن كل عقد من هذه العقود لم يبرم إلا بسبب الأخذ بعين الاعتبار وجود العقد الآخر، ولهذا فإن إبطال أحد هذه العقود ينتج عنه إبطال كل مجموعة العقود⁵.

إن عقود عملية التوريد تنظم التركيبة المالية فتربط المتدخلين في عملية التوريد ببعضهم، فتأخذ عملية التوريد شكل حلقة كما يتبين ذلك في عملية نقل السيولة، فهذه الحلقة مؤلفة من المتدخلين

¹ - Forti Valerio : op.cit, p. 95.

² - Mazeaud Denis : « **Les groupes de contrats** », Les Petites Affiches, N° 90, Février 2000, p. 65.

³ - (Attendu qu'en se déterminant ainsi, alors que, du fait de l'effet rétroactif de l'annulation du contrat de construction, ce contrat était censé n'avoir pas été conclu dans le délai fixé par la loi, de sorte que le prêt souscrit pour assurer globalement le financement de l'ensemble de l'opération se trouvait annulé de plein droit, la cour d'appel, qui a statué par des motifs inopérants, a violé le texte susvisé .), Cass civ 01 ch 07.07.1998, 96-15098,

<https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000007039930> ,

(consulter le 17.05.2017).

⁴ - Mazeaud Denis : op.cit, p. 71.

⁵ - ibid, p.72.

وتربطهم " أنابيب " لانتقال السيولة من فريق إلى آخر، وبسبب هذه الهيكلية في التوريد، فكل طرف يقع عليه إلتزام يتوقف تنفيذه على قيام طرف آخر بتنفيذ إلتزام آخر، ونتيجة لهذه العلاقات المشروطة فإن تأخير أو عدم تنفيذ أحد العقود يؤدي إلى تعليق تنفيذ باقي العقود وبالتالي يؤدي إلى إتهيار العملية المالية برمتها¹.

إن مجموعة العقود يمكن أن تكون قابلة أو غير قابلة للإلتزام حسب العملية نفسها التي يراد القيام بها، وحسب إمكانية تقسيمها أم لا ؟ وفي الفرضية التي لا يمكن فيها إلا القيام بالعملية بصورة كاملة أو عدم القيام بها كلياً لأنه لا يمكن القيام بها مجزئة أو جزئياً، هنا من الممكن أن تعتبر المجموعة غير قابلة للتجزئة².

إن هذا الترابط الوظيفي بين هذه العقود هو ترابط موضوعي بالقدر الذي هو في نفس الوقت ترابط ذاتي. فهناك علاقة إقتصادية تجمع هذه العقود المختلفة التي يطمح أطراف العملية إلى التنسيق بينها من أجل الوصول إلى نفس الهدف. فترابط العقود التي توجد التوريد مرتبط بوجود سبب واحد تسعى هذه العقود جميعاً لتحقيقه يمكن أن نسميه سبب التوريد. والذي يبرز في كل هذه العقود والذي يكون موضوعه هو إصدار أوراق مالية يكون إستردادها مضموناً على وجه الحصر عن طريق التدفقات النقدية التي تتولد عن هذه الحقوق. كما أن أطراف كل عقد من هذه العقود يسعون أيضاً إلى تحقيق الآثار النموذجية للعقد الذي يبرمونه، وأثر آخر ناتج عن التنسيق بين كل الأطراف الذين يكونون هذا المجموع. فوجود ترابط في العقود يتأكد بالنظر إلى النتائج التي تنتج من تكيف هذا المجموع التعاقدية. فكل عيب في إجراءات إصدار الأوراق المالية يؤدي إلى إلغاء الإصدار سيؤدي منطقياً إلى إفتقاد حوالة الحقوق إلى المسير مرر وجودها³.

إن الآثار الرئيسة الناتجة عن تكيف عملية التوريد بأنها مجموعة عقود تنصب وتؤسس على فكرة الزوال المتتالي لهذه العقود. فزوال أحد هذه العقود ينعكس على العقود الأخرى المكونة للمجموع إذ يتم اللجوء إلى أعمال الشرط الواقف أو الفاسخ، كما في حالة لو أن أجر أحد وكلاء الأعمال كان مرتبطاً بإبرام العقد الذي من أجله تم اللجوء لهذا الوكيل. وفي ذلك فإن القانون الفرنسي لا ينص على

¹ - فواز كريم: مرجع سابق، ص.57-58.

² - Teyssie Bernard : op.cit, p. 97.

³ - Forti Valerio : op.cit, pp.105-106.

مصير حوالة الحق في الحالة التي لا يتم فيها الإكتتاب في الأوراق المالية المصدرة من أجل تمويل العملية. وإذا كانت هذه الفرضية لم تأخذ بعين الإعتبار، فإن مصير الأصول المتبقية عند تصفية هيئة التوريق قد تم تصورها. فالمادة (L.214-169-IV) من القانون النقدي والمالي الفرنسي تنص على إمكانية أن يتضمن إتفاق الحوالة النص على المطالبة بعائد تصفية هيئة التوريق لفائدة المحيل مما يؤكد فكرة الترابط بين هذا المجموع من العقود. فحوالة الحقوق وإصدار الأوراق المالية تكون مترابطة، وأن جميع العقود المبرمة من طرف مختلف المتدخلين في عملية التوريق تشكل بصورة عامة روابط لنفس المجموع التعاقدية الذي تستند عليه عملية التوريق. فالكلي يبحث عن إتمام نفس العملية الإقتصادية. وأن زوال أحد هذه العقود يجعل من المستحيل تحقيق أثاره على باقي العقود الأخرى¹.

¹ - Forti Valerio : op.cit, pp.108-109.

خلاصة الفصل الثالث:

إن تقنية التوريق تعمل كآلية، وككل آلية فإنها تتكون من أجزاء مترابطة تعمل من أجل أن تؤدي وظيفة معينة، فالتوريق يقوم على جمع مجموعة من الأصول تمثل حقوقا، وتصنيفها من أجل تكوين محفظة حقوق، يتم نقلها بعد ذلك إلى منشأة التوريق التي تقوم بإصدار أوراق مالية تطرح للمكتبيين في السوق المالي، وإذا كان إعمال هذه الآلية في الولايات المتحدة الأمريكية قد تم دون الحاجة إلى وضع نظام قانوني خاص، اعتمادا على مرونة القواعد الأنجلوسكسونية في مجال الملكية والترست، فإن الأمر كان مختلفا في دول القانون المدني ذات الأصل الروماني الجرمانى بسبب الصعوبات التي تثيرها القواعد العامة لحوالة الحق المدنية من وجوب إعلان المدين بالحوالة والتي تجعل من هذه الحوالة أمرا عسيرا ومكلفا، وهو ما تطلب وضع قواعد خاصة من أجل القيام بهذه الحوالة كان أهمها اعتماد طريقة حوالة الجدول، وقد كان من نتائج دخول التوريق في أنظمة القانون المدني قبول فكرة أن الملكية يمكن أن ترد على الأموال اللامادية.

الفصل الرابع

مراقبة عملية التوريد

تقوم عملية التوريق على إصدار أوراق مالية تطرح للجمهور من أجل الإستثمار فيها، إذ يعتبر الإستثمار في الأوراق المالية أهم أنواع الإستثمار المالي، وكأية عملية موجهة للجمهور فإنه يكون من الضروري إخضاعها لرقابة عالية ومتواصلة ومتعددة من أجل حماية جمهور المستثمرين من المخاطر أو الإنحراف الذي يمكن أن يشوب هذه العملية. وهذه الحماية لا يكفي أن تتحقق وفقا لقواعد حماية المستهلك وحدها، ذلك أن الإكتتاب في الأوراق المالية هو تصرف إستثمار يندرج ضمن طائفة العقود وليس تصرفا بالإستهلاك، فقصد المستثمر يكمن في عكس الإستهلاك، فالمادة (03 فقرة 01) من القانون 09-03 المؤرخ في 25 فيفري 2009 المتعلق بحماية المستهلك وقمع الغش¹ عرفت المستهلك بأنه: **(المستهلك هو كل شخص طبيعي أو معنوي يقتني، بمقابل أو مجانا، سلطة أو خدمة موجهة للإستعمال النهائي من أجل تلبية حاجاته الشخصية أو تلبية حاجة شخص آخر أو حيوان متكفل به).** وتحتل مراقبة التوريق جانبا مهما من البحث في النظام القانوني للتوريق. ذلك أن نجاح عملية التوريق يعتمد بالأساس على ثقة هؤلاء المستثمرين في نظام التوريق حتى يقدموا على إستثمار أموالهم فيه، وبدون هذه الثقة فإن التوريق لن يحقق الهدف المرجو منه، ولذلك عمل المشرعون المختلفون على تأمين عملية التوريق من أجل حماية المستثمرين الذين يكتسبون في شراء الأوراق المالية المصدرة بمناسبة عملية التوريق، وذلك عن طريق وضع آليات فعالة لمراقبة هذه العملية حتى تحقق أهدافها، وهي آليات مختلفة المراقبة تقوم بها هيئة السوق المالي، ومحافظ الحسابات، ومراقبة مؤسسات التصنيف الائتماني، ولكن هذه المراقبة لم تمنع الإستهلاك المفرط للتوريق و الإنحراف في إستخدامه من أجل المضاربة في ظل بيئة تميزت بتحرير النظام المالي من الكثير من القواعد التنظيمية وهيئات الضبط تحت تأثير الأفكار النيوليبرالية، وهو ما جعل البعض يعتبره المتسبب في حدوث الأزمة المالية لسنة 2007 التي إعتبرت أكبر أزمة مالية عرفها النظام المالي، كانت لها نتائج كارثية على مجموع النظام المالي العالمي، في حين دافع عنه البعض الآخر، معتبرين أنه لم يكن السبب الرئيس في حدوث الأزمة، بل أن الأزمة تعود إلى فشل النظام المالي ككل، وتحديدًا فشل القواعد التنظيمية وهيئات الضبط التي تحكمه، ولذلك سارع المشرعون في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا إلى القيام بإصلاحات مالية و قانونية عميقة وشاملة على هذه

¹ - المنشور في الجريدة الرسمية العدد 15 بتاريخ 08 مارس 2009.

القواعد التنظيمية وهيئات الضبط التي تحكمه بصفة عامة، والتوريق بصورة خاصة من أجل تعزيز الرقابة عليه لمنع الإنحراف في إستخدامه مرة أخرى.

وعلى هذا سنتناول في هذا الفصل مراقبة عملية التوريق، وسنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كالتالي:

المبحث الأول: آليات مراقبة عملية التوريق.

المبحث الثاني: تعزيز مراقبة التوريق بعد الأزمة المالية لسنة 2007.

المبحث الأول

آليات مراقبة عملية التوريق

إلى جانب كون عملية التوريق عملية معقدة، فإنها تعتبر أيضا عملية خطيرة إذا وقع الإنحراف في إستخدامها من أجل المضاربة، وهذه المراقبة لا تكفي أن تتحقق وفقا لقواعد حماية المستهلك وحدها، وإنما يجب وضع قواعد خاصة متعلقة بحماية المستثمرين في التوريق، لذلك حرص المشرعون في مختلف الأنظمة على وضع آليات لمراقبة هذه العملية ومرافقتها من بدايتها إلى غاية إختتامها، وتتحقق هذه المراقبة بطرق مختلفة، وسنتناول في هذا المبحث كيفية حصول هذه المراقبة، ونسقسمه إلى ثلاثة مطالب كالتالي:

المطلب الأول: مراقبة السوق المالي.

المطلب الثاني: مراقبة محافظ الحسابات.

المطلب الثالث: مراقبة مؤسسات التصنيف الإئتماني.

المطلب الأول

مراقبة هيئة الأسواق المالية

تعتبر رقابة هيئة الأسواق المالية لعملية التوريق مسألة حيوية في عملية التوريق، وتحتل جزءا مهما من النظام القانوني للتوريق، ولذلك خصصت قوانين التوريق جزءا كبيرا من قواعدها لتنظيم هذه الرقابة التي تقوم بها الهيئة المسؤولة عن السوق أو الأسواق المالية.

وتتولى هذه الرقابة في الولايات المتحدة الأمريكية هيئة الأوراق المالية والأسواق (SEC)، أما في فرنسا فتتولاها سلطة الأسواق المالية (AMF)، حيث تعمل كلا الهيئتين على مراقبة وحماية الإدخار المستثمر في الأدوات المالية، ومن أجل تحقيق هذا الهدف تعمل هيئة الأسواق المالية كسلطة ضبط مالي وتمتع بسلطات واسعة¹ في مراقبة تأسيس منشأة التوريق، أما هيئة السوق المالي في الجزائر التي تقابل الهيئتين الأمريكية والفرنسية السابقتين فهي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) (la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse).

وبالرجوع إلى القانون المقارن نجد أن مراقبة هيئة الأسواق المالية تنصب بصورة أساس أولاً على تأسيس وعمل الفاعل الرئيس في العملية وهو المسير أو شركة تسيير هيئة التوريق بغض النظر عن الشكل الذي تأخذه هذه المؤسسة سواء أكانت في شكل ترست كما هو الحال في النموذج الأنجلوسكسوني أو الصندوق المشترك للتوريق أو شركة التوريق في النموذج الفرنسي، كما تنصب هذه المراقبة ثانياً على إصدار الأوراق المالية، وعلى هذا سنقوم بتقسيم هذا المطلب كالتالي:

الفرع الأول: مراقبة هيئة السوق المالي لتأسيس وتسيير هيئة التوريق.

الفرع الثاني: مراقبة إصدار الأوراق المالية.

الفرع الأول: مراقبة تأسيس وتسيير هيئة التوريق:

بالرجوع إلى هيئة التوريق في النموذج الفرنسي التي تعتبر نموذجاً لهيئات التوريق في قوانين الدول ذات الأصول الرومانية والجرمانية فإننا نجد أنها تأخذ إما شكل صندوق مشترك للتوريق، وإما شكل شركة توريق. وفي كلاهما تتولى سلطة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) مراقبة تأسيس وتسيير هذه الهيئات طوال فترة وجودها².

ولقد كانت النصوص السابقة للقانون النقدي والمالي في فرنسا توجب إخضاع الشركة التي تقوم بتسيير الصندوق المشترك للحقوق (FCC) الذي كان يمثل هيئة التوريق في فرنسا قبل سنة 2008 للحصول على اعتماد تمنحه سلطة الأسواق المالية، وكذلك إخضاع نشاط هذه الشركة التي تقوم

¹ - Couret Alain et al : op.cit, p. 201 et s.

² - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 589.

بالتسيير إلى مراقبة نشاطها بصورة دائمة من طرف سلطة الأسواق المالية¹، وقد تركزت هذه الصورة من الرقابة من حيث وجوب منح الإعتماد ومراقبة النشاط وهو ما جاء في التعديلات التي جرت على القانون النقدي والمالي لاحقا من أجل إصلاح الإطار القانوني للتوريق في فرنسا.

أما في الجزائر فإن قانون توريق القروض الرهنية لم يتضمن أية أحكام متعلقة بتأسيس مؤسسة (هيئة) التوريق، ومن ثمة فلا وجود لأية قواعد متعلقة بمراقبة هذا التأسيس من طرف هيئة السوق المالي ممثلة في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB). ثم إن القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة كان قد صدر سنة 1993 ثم عدل بعد ذلك بمقتضى القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 أي قبل صدور قانون توريق القروض الرهنية سنة 2006، ومن ثمة فلا توجد أية قواعد خاصة بمراقبة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للتوريق، وإن عدم وجود مثل هذه القواعد يعتبر فراغا ونقصا كبيرا في رقابة مؤسسة التوريق الجزائرية عن طريق آلية السوق المالي، وهي الرقابة التي تعتبر أمرا جوهريا في التشريعات المقارنة، وهو ما نوصي بإستدراكه من طرف المشرع لاحقا عند تعديل أو إصلاح قانون الإطار القانوني للتوريق.

ولكن من جهة أخرى فإن المشرع الجزائري نظم مراقبة البنوك والمؤسسات المالية في الكتاب السادس من قانون النقد والقرض وهو القانون رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالقرض والنقد المعدل والمتمم بالأمر رقم 09-01 المؤرخ في 22 جويلية 2009 والأمر 10-04 المؤرخ في 26 جويلية 2010، ولما كانت مؤسسة التوريق هي مؤسسة مالية حسب نص المادة (02 فقرة 02) من قانون توريق القروض الرهنية، وعليه فإنه تنطبق عليها كل القواعد الواردة في هذا الأمر بخصوص مراقبة البنوك والمؤسسات.

و بالرجوع إلى هذا القانون وتحديدًا فيما يتعلق بالمخاطر، والسيولة والقدرة على الوفاء ومركزية المخاطر وحماية المودعين نجده:

1 — نص في المادة (97) من قانون النقد والقرض على أنه يتعين على البنوك والمؤسسات المالية وفق الشروط المحددة بموجب نظام يتخذه مجلس القرض والنقد، إحترام مقاييس التسيير الموجهة لضمان سيولتها وقدرتها على الوفاء تجاه المودعين والغير وكذا توازن بنيتها المالية.

¹ - Granier Thierry, Jaffeux Corynne : op.cit, pp. 132- 133.

2 — نص في المادة (97 مكرر المعدلة بالأمر رقم 10-04) المؤرخ في 26 أوت 2010 على أنه تلزم البنوك والمؤسسات المالية، ضمن الشروط المحددة بموجب نظام يصدره المجلس، بوضع جهاز رقابة داخلي ناجع، يهدف إلى التأكد على الخصوص من التحكم في نشاطاتها والإستعمال الفعال لمواردها. والسير الحسن للمسارات الداخلية و لاسيما تلك التي تساعد على المحافظة على مبالغها وتضمن شفافية العمليات المصرفية ومصادرها وتتبعها، وصحة المعلومات المالية، والأخذ بعين الإعتبار، بصفة ملائمة، مجمل المخاطر بما في ذلك المخاطر العملية.

3 — نص في المادة (97 مكرر 02) من القانون المتعلق بالنقد والقرض الصادرة بالأمر 04-10 المؤرخ في 26 أوت 2010 بأن البنوك والمؤسسات المالية ملزمة ضمن الشروط المحددة بموجب نظام يصدره المجلس بوضع جهاز رقابة المطابقة ناجع يهدف إلى التأكد من مطابقة القوانين والتنظيمات وإحترام الإجراءات.

4 — كما أن هذه المراقبة تتم أيضا عن طريق اللجنة المصرفية لبنك الجزائر التي تعمل وفقا لما نصت عليه المادة (105) من الأمر المتعلق بالنقد والقرض على مراقبة مدى إحترام البنوك والمؤسسات المالية للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليها، وتوقيع الجزاءات على المخالفات التي تتم معابقتها، كما تفحص شروط إستغلال البنوك والمؤسسات المالية وتسهر على نوعية وضعياتها المالية، والسهر على إحترام قواعد حسن سير المهنة.

أولا: الرقابة على تأسيس شركة التسيير:

تشمل الرقابة على تأسيس شركة التسيير في فرنسا وجوب حصول شركة التسيير عند إنشائها على تصديق سلطة الأسواق المالية، التي تفرض من أجل منح هذا الإعتماد وجوب إستيفاء مجموعة من الإجراءات الشكلية. فبالنسبة لشركة التوريق فقد نصت المادة (L.214-177) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أنه يتولى تسيير شركة التوريق شركة تسيير وفقا لما تنص عليه المادة (L.532-9) من القانون النقدي والمالي الفرنسي والمعدلة بالقانون 2014-01 بتاريخ 02 جانفي 2014، وبالنسبة للصندوق المشترك للتوريق فقد نصت المادة (L.214-183-1) من القانون النقدي والمالي الفرنسي أيضا على أنه تتولى تسيير هذا الصندوق نفس شركة التسيير المشار إليها في المادة (L.214-177)

من القانون النقدي والمالي الفرنسي والتي تحيل بشأنها أيضا إلى المادة (L.532-9) من القانون النقدي والمالي الفرنسي، وبالرجوع إلى الفقرة الأولى من المادة (L.532-9) من القانون النقدي والمالي الفرنسي نجد أنها تنص على أن شركة التسيير هي شركة تختص بتسيير المحافظ، وهي مؤسسات إستثمارية تقوم بشكل أساس بتقديم خدمات الإستثمار للغير، ونصت الفقرة الثانية على أن شركات التسيير هي شركات معتمدة من طرف سلطة الأسواق المالية¹.

ثم تضيف الفقرة الثانية بأنه يجب على سلطة الأسواق المالية عند منحها هذا الإعتماد لشركة التسيير أن تقوم بمراقبة:

- 1 — أن يكون مقرها الإجتماعي موجود فعليا في فرنسا.
- 2 — أن تملك رأسمال أساس كاف، وكذلك وسائل مالية ملائمة وكافية.
- 3 — أن تقدم هويات المساهمين بصورة مباشرة أو غير مباشرة، سواء أكانوا أشخاص طبيعية أم معنوية، وكذلك قيمة مبالغ مشاركتهم، كما أن هذه السلطة تقدر جودة هؤلاء المساهمين بالنظر إلى ضرورة ضمان تسيير سليم ومحترس.
- 4 — أن تسيير فعليا من طرف شخصين على الأقل يتوفران على التزاهة الضرورية والخبرة الكافية لهذه الوظيفة بالنظر لضمان تسييرهم السليم والمحترس.

وهذا الإعتماد يخضع لإيداع طلب لدى سلطة الأسواق المالية وهذا الطلب يحدد فيه حدود هذا الإعتماد إضافة إلى ملف نموذجي يتحدد مضمونه من طرف السلطة الضابطة². وأن سلطة الأسواق المالية تراقب الوثائق وفي الواقع إحترام كل الاعلانات والتعهدات المشككة في ملف طلب الإعتماد. فشرط الإعتماد يعتبر شرطا أساسا لا يمكن لشركة التسيير أن تمارس عملها قبل تبليغها به من طرف سلطة الأسواق المالية و إلا تعرضت لعقوبات جزائية³.

أما بالنسبة للقانون الجزائري فإن ما ذكرناه بالنسبة لتأسيس هيئة التوريق ينطبق على تأسيس شركة التسيير، إذ لم توجد أية قواعد خاصة بالهيئة التي تتولى تسيير مؤسسة التوريق مما يتعين معه الرجوع إلى القواعد العامة لتأسيس المؤسسات المالية.

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 589.

² - ibid, p. 589.

³ - Granier Thierry, Jaffeux Corynne : op.cit, p. 133.

ثانيا: الرقابة الدائمة على عمل شركة التسيير:

في فرنسا تخضع شركة التسيير في عملها للرقابة الدائمة من طرف سلطة الأسواق المالية فتنبص هذه المراقبة على تعديل الشروط التي تخضع للإعتماد الممنوح لشركة تسيير المحفظة، إذ يجب على شركة التسيير أن تحصل على إذن مسبق من سلطة الأسواق المالية من أجل القيام بهذه التعديلات أو إعلان تبليغ ضمن الشروط المحددة في النظام العام لسلطة الأسواق المالية. فإذا أحلت شركة التسيير بالتزاماتها أو عندما تمارس عملها في أجل 12 شهرا أو لا تمارس عملها منذ (06) أشهر، أو إذا حصلت على الإعتماد بطريق التدليس أو عن أي طريق آخر غير قانوني فإن سلطة الأسواق المالية يمكنها أن تسحب منها الإعتماد الممنوح. وينتج عن هذا السحب منعها من مواصلة نشاطها بإستثناء الأنشطة الضرورية منها، بقصد تصريف أعمال هيئة التوريق ونقل التسيير إلى شركة أخرى تختارها المؤسسة المعتمدة¹. ولكن سلطة الأسواق المالية يمكنها قبل إتخاذ أي إجراء ضد شركة التسيير أن تطلب منها التوضيحات اللازمة، أو أن توجه إليها إعدارا من أجل تسوية وضعيتها².

وبالرجوع للقانون الجزائري فإننا نجد أن قانون توريق القروض الرهنية نجده قد أسند في المادة (02 فقرة 04) إدارة الأوراق المالية للمؤتمن المركزي للسندات، وبالرجوع إلى إختصاصات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها نجد أن المادة (31) من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة تنص على أن هذه اللجنة تتولى تنظيم:

1 — الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته.

2 — القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للسندات.

3 — شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات.

وبالنسبة للتسيير فإننا نجد أن قانون توريق القروض الرهنية قد أسند في المادة (02 فقرة 04) إدارة الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسة التوريق إلى المؤتمن المركزي للسندات، وبالرجوع أيضا

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 590. (39)

² - Granier Thierry, Jaffeux Corynne : op.cit, p. 133.

إلى إختصاصات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها نجد أن المادة (31) من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة تنص على أن هذه اللجنة تتولى تنظيم:

1 — الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته.

2 — القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للسندات.

3 — شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات.

إضافة إلى أنه بالرجوع للمادة (35) من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة نجد أنها تنص على أنه تتأكد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من أن الشركات المقبول تداول قيمها المنقولة في بورصة القيم المنقولة تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها ولاسيما في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة، وتشكيلة أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية. وبذلك فإن اللجنة تتولى مراقبة مؤسسة التوريق فيما لو أنشئت طبقا لهذا القانون، وبذلك فهي تتولى مراقبة شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) التي تولت فعليا القيام بعمليات توريق حتى قبل صدور قانون توريق القروض الرهنية نفسه بين سنوات 2001 و 2006.

وعلى غرار إختصاصات سلطة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) يمكن للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في القانون الجزائري أن تجري عن طريق مداولة خاصة وقصد ضمان تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة (La surveillance) والرقابة (Le contrôle)، تحقيقات لدى الشركات التي تلتجئ إلى التوفير علنا والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة، أو المنتجات المالية المسعرة أو يتولون إدارة مستندات سندات مالية وهو ما نصت عليه المادة (37) من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ولكن هذا النص وغيره من النصوص الواردة في القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة لا يتعلق تحديدا بمؤسسات التوريق وإنما ينطبق على كل الشركات والمؤسسات المالية المدرجة في السوق المالي، أو التي تقوم باللجوء إلى الإدخار العام، إضافة إلى أن لجنة تنظيم عملية البورصة ومراقبتها لها إختصاصات واسعة في مجال تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، فتتولى مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها، فتكون لها وظيفة تنظيمية، ووظيفة المراقبة والرقابة، ووظيفة تأديبية وتحكيمية.

الفرع الثاني: مراقبة إصدار الأوراق المالية الموجهة للجمهور:

تعتبر عملية إصدار الأوراق المالية وطرحها للجمهور عملية تنطوي على مخاطر كبيرة، ولذلك يتوجب مراقبتها مراقبة عالية لحماية لهذا الجمهور حسن النية، ولذلك حرصت التشريعات المختلفة على مراقبة هذه المرحلة الحساسة والخطيرة من عملية التوريق، والتي تعتبر من المهام التقليدية الأساس لهيئات مراقبة الأسواق المالية التي تتولى مراقبة عملية إصدار الأوراق المالية في كافة التشريعات، كما تراقب صحة المعلومات المقدمة للمكثتين في هذه السندات طوال مرحلة حياة هيئات التوريق.

ففي الولايات المتحدة الأمريكية لا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل (*Prospectus*) يقدم إلى هيئة الأوراق المالية والأسواق (*SEC*)، والتي يقع على عاتقها مسؤولية التأكد من أن البيانات الموضحة بالطلب كافية للحكم على جودة الإصدار، ومن بين تلك البيانات: الهدف من الإصدار، والسعر المحدد للبيع، وميزانية عمومية تفصيلية، وقائمة تفصيلية بدخل الثلاث سنوات السابقة، ونسخة من العقد المبرم¹.

أما في فرنسا فتتولى سلطة الأسواق المالية (*AMF*) مراقبة إصدار الأوراق المالية وطرحها للجمهور في إطار عمليات التوريق وذلك من أجل حماية الإذخار، وهي عملية مراقبة سابقة ولاحقة معا، ذلك أن هذه السلطة يتوجب عليها وضع تأشيرتها على نشرة الإعلام السابقة على طرح الأوراق المالية للجمهور وممارسة مراقبة مستمرة على المعلومات المقدمة للجمهور².

1 — فبالنسبة لمراقبة طرح الأوراق المالية للجمهور في سوق منظم من طرف هيئة من هيئات التوريق فهو يخضع للقواعد العامة المعمول بها، وفي هذا الإطار نصت المادة (L.214-170) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أنه في حالة طرح عام للجمهور لخصص أو أوراق مالية من طرف هيئات التوريق فإن وثيقة تتضمن تقديرا لخصائص هذه الحصص أو سندات الدين التي تعتمزم إصدارها والحقوق التي تقترح شرائها أو العقود المنشئة لأدوات مالية آجلة أو ناقلة لمخاطر التأمين التي تقترح إبرامها وتقدير المخاطر التي تنطوي عليها. ويتم إعداد هذه الوثيقة من طرف هيئة تدرج ضمن قائمة

¹ - هندي منير إبراهيم: « الأوراق المالية وأسواق رأس المال »، مرجع سابق، ص.5.

² - Granier Thierry, Jaffeux Corynne : op.cit, p. 134.

معدة من طرف الوزير المكلف بالإقتصاد بعد أخذ رأي سلطة الأسواق المالية. وهذه الوثيقة تلحق بالوثيقة المشار إليها في الفقرة الأولى من المادة (L.412-1) من القانون النقدي والمالي الفرنسي بتاريخ 09 ديسمبر 2016، وبالرجوع لهذه المادة نجد أنها تنص على أن الأشخاص أو المنشآت التي تقوم بطرح عام للأوراق المالية أو قبول أوراق مالية للتداول في سوق منظم يجب عليهم مسبقا نشر وتمكين كل الأشخاص المعنيين من وثيقة موجهة لإعلام الجمهور، تنصب على موضوع وترتيبات العملية التي يقومون بها وكذلك على التنظيم والوضعية المالية وتطور نشاط المصدر و الضامنين المحتملين للأوراق المالية. وهذه الوثيقة تسمى نشرة الإصدار وهي موجهة لإعلام الجمهور وتتكون من وثيقة مرجعية ومن مذكرة للعملية ومن ملخص. وعمليا فان مشروع نشرة يقدم لسلطة الأسواق المالية من طرف ممثلي هيئة التوريق وهذا المشروع يكون مرفقا بالوثائق الضرورية لتكوين الملف. وأن محتوى النشرة والإجراءات الواجب إتباعها يكون محدد في النظام العام لسلطة الأسواق المالية التي تقوم بإستكمالها عن طريق وضع تعليمات. وعندما تكون الشروط المطلوبة قد إستوفت من طرف طالب الإصدار فإن الضابط ممثلا في سلطة الأسواق المالية يضع تأشيرته على النشرة، كما يمكنه بمناسبة منح هذه التأشير أن يطلب توضيحات إضافية من المراقبين القانونيين أو مراجعة يقوم بها مكتب خارجي مختص معين بموافقتة عندما تعتبر سلطة السوق أن يقظة المراقبين القانونيين غير كافية. وفي بعض الحالات فإن سلطة الأسواق المالية يمكنها تعليق العملية وفي الحالات القصوى يمكن حتى منعها¹.

وسلطة الأسواق المالية الفرنسية لا تكتفي بالمراقبة السابقة بل إنها تشرف أيضا على ترتيبات إنجاز الإصدار فمثلا تنص المادة (7-212) من النظام العام لسلطة الأسواق المالية الفرنسي على أن هذه النشرة يجب أن تعد حسب أحد المخططات و النماذج المنصوص عليها في المواد من 04 إلى 20 من نظام اللجنة الأوروبية رقم 809-2004 بتاريخ 29 أبريل 2004 أو إحدى الحالات المنصوص عليها في نفس النظام بالنسبة لكل فئة من فئات الأوراق المالية، ففي الواقع فإن هذا النظام ينص في ملحقاته على عناصر المعلومات التي يتوجب تقديمها حسب نوع المصدر والأوراق المالية المعنية. فسلطة الأسواق المالية تسهر على تطبيق هذه الترتيبات أخذا بعين الإعتبار التوصيات المنشورة من طرف اللجنة الأوروبية لأسواق القيم المنقولة التي أصبحت تسمى بعد سنة 2011 (*European Securities and Markets*)

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 592.

(Authority) (ESMA). وعمجرد إتمام الإصدار فإن سلطة الأسواق المالية تقوم بمراقبة المعلومات المقدمة لحاملي الأوراق المالية¹.

2 — أما بالنسبة لمراقبة المعلومات المقدمة لحاملي الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوريق فإن هذه الهيئات تلتزم دوريا بتقديم المعلومات اللازمة للمستثمرين والمحددة من طرف سلطة الأسواق المالية. فالنظام العام لسلطة الأسواق المالية يفرض على شركة التسيير أن تعد وتنشر تحت رقابة المؤسسة المؤتمنة وبعد مراجعة محافظ الحسابات المحاضر المتعلقة بنشاط الشركة لكل سنة إحداها يكون بعد (04) أشهر من إغلاق السنة والأخر(03) أشهر بعد إغلاق السداسي الأول من السنة. وأن المحضر السنوي يجب أن يتضمن الوثائق المحاسبية التي تتضمن جرد أصول ووصف الحسابات السنوية. كما يجب عليها أن تضمنه تقريرا عن التسيير يصف كل العمليات المنجزة من طرف هيئة التوريق. والمعلومات الواجب تقديمها للمستثمرين يجب أن تعطي صورة صادقة عن أصول وخصوم الهيئة. إضافة لذلك فإن تقرير التسيير يجب أن يسجل كل التعديلات الحاصلة في وثيقة التصنيف الائتماني وعلى العناصر المميزة لمذكرة الإعلام وكذلك كل الحوادث المشكوك في تأثيرها على الأوراق المالية المصدرة. وهذه المحاضر يجب أن تعلن لحملة الأوراق المالية الذين يطلبونها بدون مصاريف. كما يمكن للمستثمرين الحصول عليها لدى شركة التسيير والمؤسسة المؤتمنة. وهذه الوثائق يتم إعلانها عن طريق البريد أو بأية وسيلة أخرى تنص عليها نشرة الإصدار. كما أن هذه الوثائق ترسل أيضا لسلطة الأسواق المالية التي يمكنها مراقبة توافقها مع القواعد القائمة².

كما أن المادة (12-421) من النظام العام لسلطة الأسواق المالية الفرنسية تنص على أن هيئات التوريق تخضع للقواعد العامة في الإعلام الدائم والمطبقة على المنشئات التي تصدر أوراق مالية تتداول في سوق منظم أو في نظام متعدد الأطراف منظم وفقا لمفهوم المادة (1-524) من نفس هذا النظام. وعلى سبيل التوضيح فالمعلومات المقدمة للمستثمرين من طرف المصدر يجب أن تكون صحيحة، وصادقة. فالمصدر يجب عليه أيضا أن ينقل إلى علم الجمهور كل المعلومات الخاصة كما تحددها المادة (1-621) من النظام العام بصورة عامة³.

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 592.

² - ibid, p.593.

³ - ibid, p.593.

ولا تكتفي سلطة الأسواق المالية بمراقبة عملية الإصدار فقط، ولكنها تراقب أيضا شركة تسيير هيئة التوريق، ذلك أنها هي من تعتمد عليها، ويكون بإمكانها أن تسحب منها هذا الإعتماد عند الضرورة¹. وبدوره فإن القانون الجزائري وعلى غرار القانون الفرنسي وضع القواعد المتعلقة بمراقبة الأوراق المالية الموجهة للجمهور من ذلك:

1 — توجب لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر أوراقا مالية أو أي منتج مالي آخر عن طريق اللجوء العلني للإدخار، أن تنشر مسبقا مذكرة موجهة إلى إعلام الجمهور، تتضمن الشركة ووضعيتها المالية وتطور نشاطها، كما أوجب على كل شركة تطلب قبول سنداها للتداول في البورصة أن تنشر مسبقا مذكرة، يجب أن تؤثر عليها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها قبل نشرها، وهو ما نصت عليه المادة (41) من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

2 — تدرس لجنة تنظيم عمليات البورصة مشروع المذكرة الخاضعة للتأشيرة المسبقة وتشير عند الإقتضاء إلى البيانات الواجب تعديلها، أو المعلومات الإضافية الواجب إدراجها فيها، كما يمكن للجنة أن تطلب أي إيضاح أو تبرير بخصوص المعلومات الواردة في مشروع المذكرة. كما يمكن للجنة أن ترفض التأشير على المذكرة ما لم تستجيب لطلبات التعديل، وهو ما نصت عليه المادة (42) من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

3 — تتخذ لجنة تنظيم عمليات البورصة قراراتها بشأن قبول القيم المنقولة في المفاوضات وشطبها، وهو ما نصت عليه المادة (45) من المرسوم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وهو قرار يمكن الطعن فيه أمام القضاء الإداري.

4 — تعمل اللجنة من أجل حماية السوق على مراعاة قواعد أخلاقيات المهنة التي تفرض نفسها على المتعاملين في السوق، وتحدد قواعد أخلاقيات المهنة الواجب مراعاتها في لائحة تصدرها اللجنة والتي تحدد المبادئ العامة مثل وجوب معاملة جميع الزبائن على قدم المساواة، وأن الأولوية يجب إعطائها لمصلحة الزبون، وتنفيذ أوامر السحب التي يصدرها الزبائن بأحسن شروط السوق، وعدم

¹ - Boneau Thierry: « Droit Bancaire », 11 édition, op.cit, p.781.

تسريب معلومات سرية في غير محلها، وهو ما نصت عليه المادة (49) من المرسوم التشريعي 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

وبالنسبة للوظيفة التأديبية التحكيمية: فإنه يكون للجنة غرفة تأديبية وهو ما نصت عليه المادة (51) من المرسوم التشريعي 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وتختص هذه الغرفة التأديبية بدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة، فتتدخل بين الوسيط فيما بينهم وبين الوسيط ومختلف المتعاملين في البورصة مثل شركة تسيير بورصة القيم والشركات المصدرة للأسهم، والآمرين بالسحب في البورصة وهو ما نصت عليه المادة (52) من المرسوم التشريعي 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

كما تكون الغرفة المذكورة أعلاه مختصة في المجال التأديبي لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب الوسيط في عمليات البورصة وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم. وهو ما نصت عليه المادة (53) من المرسوم التشريعي 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

وتصدر الغرفة عقوبات تتراوح ما بين الإنذار والتوبيخ، وحظر النشاط كلياً أو جزئياً، مؤقّتا أو نهائياً وحتى سحب الإ اعتماد، إضافة إلى غرامات مالية وهو ما نصت عليه المادة (55) من المرسوم التشريعي 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

المطلب الثاني

مراقبة محافظي الحسابات

تعتبر مراقبة محافظ الحسابات لعملية التوريق جزءاً هاماً من مراقبة عملية التوريق من أجل جعل هذه العملية مطابقة للقوانين والأنظمة المعمول بها، وقد إزدادت هذه الأهمية بمرور الوقت بفضل تطور مهنة محافظ الحسابات نتيجة زيادة عدد المؤسسات والأشخاص المعنوية الخاضعة لمراقبة محافظي الحسابات¹، وكذلك عولمة المراقبة القانونية التي عززت في المنشآت التي تلجأ للطرح العام للأوراق المالية. وأن وضع ميكانيزم التوريق يتطلب إنشاء كيانات جديدة و يترافق ذلك أحياناً بإصدار أوراق

¹ - Granier Thierry, Jaffaux Corynne : op.cit, p. 135.

مالية تطرح للجمهور وهي عملية يمكن أن تتجاوز إطار الدولة الواحدة. وفي ظل هذه الظروف فإن من الطبيعي أن يعتبر المشرع أن اللجوء إلى المراقبة القانونية من شأنه المساهمة في قانونية وشفافية عملية التوريق. ولهذا فإن التشريعات تشترط تعيين محافظ حسابات يتولى ضمان عملية المراقبة لدى هيئة التوريق بغض النظر عن شكلها القانوني، وهو ما يمكن أن يرتب مسؤوليته في حالة وجود أية إختلالات¹.

وستقوم بتقسيم هذا المطلب إلى ثلاثة فروع كالتالي:

الفرع الأول: تعيين محافظ الحسابات.

الفرع الثاني: تحديد الدور الذي يقوم به محافظ الحسابات في مراقبة عملية التوريق.

الفرع الثالث: مسؤولية محافظ الحسابات.

الفرع الأول: تعيين محافظي الحسابات لدى هيئات التوريق:

لم ينص قانون توريق القروض الرهنية الجزائري على وجوب تعيين محافظ حسابات لمؤسسة (هيئة) التوريق، ومن ثمة ففي هذا المجال فإن مؤسسة التوريق التي تتولى التوريق في الجزائر فعلياً هي شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) وهي شركة مساهمة، من ثمة تخضع لما تخضع له شركات المساهمة بصورة عامة، وبالرجوع إلى المادة (100) من الأمر رقم 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010 المتعلق بالنقد والقروض بنحدها تنص على أنه يجب على كل بنك أو مؤسسة مالية وعلى كل فرع من فروع بنك أو مؤسسة مالية أجنبية أن يعين بعد رأي اللجنة المصرفية وعلى أساس المقاييس التي تحددها محافظين (02) للحسابات على الأقل، مسجلين في قائمة نقابة الخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات.

أما بالنسبة للمشرع الفرنسي فقد أوجب القانون النقدي والمالي على وجوب تعيين محافظ حسابات لهيئات التوريق، وهو ما نصت عليه المادة (L.214-179-1-4) بالنسبة لشركة التوريق، والمادة (L.214-185) بالنسبة للصندوق المشترك للتوريق.

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 594.

وعليه سنقوم بتقسيم هذا الفرع كالتالي:

أولاً: شروط تعيين محافظي الحسابات.

ثانياً: الترتيبات القانونية التي تتبع في تعيين محافظي الحسابات.

ثالثاً: رد وإستبدال محافظ الحسابات.

أولاً: شروط تعيين محافظي الحسابات:

في فرنسا عندما تأخذ هيئة التوريق شكل صندوق مشترك للتوريق فإن تعيين محافظ الحسابات يخضع لتطبيق القواعد العامة الواردة في الباب الثاني من الكتاب الثامن من القانون التجاري المعنون بـ (في محافظ الحسابات). من ذلك أن الأشخاص الممارسين لمهنة محافظ الحسابات يجب أن يكونوا مسجلين بصورة منتظمة في قائمة معدة لدى كل محكمة إستئناف من طرف اللجنة الجهوية للتسجيل التي هي السلطة المختصة في هذا المجال. ويعطي القانون أهمية كبيرة للإلتزام بتعيين محافظ الحسابات ولذلك فإنه يفرض عقوبات جزائية خاصة مقررة في حالة عدم تعيين محافظ الحسابات وهو ما نصت عليه (L.213-4) من القانون النقدي والمالي الفرنسي التي تنص على عقوبة الحبس لمدة سنتين وغرامة تقدر بـ (15.000) أورو على المسييرين لشركة التسيير الذين لم يقوموا بتعيين محافظ الحسابات للصندوق المشترك للتوريق، وهو ما تعاقب عليه أيضاً المادة (L.820-4) من القانون التجاري الفرنسي عند عدم تعيين محافظ الحسابات عندما يكون ذلك إلزامياً وهو ما يطبق على هيئة التوريق التي تأخذ شكل شركة التوريق¹.

وبممارسة محافظ الحسابات مهمته في مراقبة هيئات التوريق بكل إستقلالية، وهو ما يجعل هذه المهمة تتنافى مع كل نشاط أو تصرف من طبيعته أن يمس بإستقلاله مثل القيام بنشاط مأجور أو تجاري. زيادة على أنه لا يمكن تعيين محافظ الحسابات مسيراً للأشخاص المعنوية التي كان قد تولى مراقبتها منذ أقل من (05) سنوات بعد إتمام وظيفته. ومن جهة أخرى فإن الأشخاص الذين كانوا من ضمن مسيري أو إجراء الشخص المعنوي لا يمكن تعيينهم محافظي حسابات لهذا الشخص المعنوي في أقل من (05) سنوات بعد إنتهاء عملهم فيه. وتفسير هذه النصوص يجب أن يأخذ بعين الإعتبار أن الصندوق المشترك للتوريق ليس له شخصية معنوية ومن ثمة فإن شركة التسيير هي من تكون معنوية. ولذا فإنه من المناسب

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, pp. 594-595.

تعيين مراقب قانوني من أجل ممارسة وظيفته بكل إستقلالية. وأن إحترام مبدأ الإستقلالية أصبح محورا مهما في الممارسة المهنية للمجلس الأعلى لمحافظي الحسابات، وهي السلطة المنشأة بالقانون المؤرخ في 01 أوت 2003 المتعلق بالأمان المالي وخاصة من أجل مهمة السهر على إحترام أخلاقيات واستقلال محافظي الحسابات¹.

وبالنسبة للمشرع الجزائري فقد نصت المادة (07) من نفس القانون رقم 10-01 المؤرخ في 29 جوان 2010²، المتعلق بمهنة الخبير المحاسب ومحافظ الحسابات والمحاسب المعتمد على وجوب أن يكون محافظ الحسابات مسجلا في جدول الغرفة الوطنية لمحافظي الحسابات، بعد أن يكون قد حصل على الإعتماد من طرف الوزير المكلف بالمالية.

ثانيا: ترتيبات تعيين محافظي الحسابات:

إن الذي يختص بتعيين محافظ الحسابات في النموذج الفرنسي إستنادا للقواعد العامة وتحديدًا للمادة (L.823-1) من القانون التجاري الفرنسي هو الجمعية العامة العادية بالنسبة للأشخاص المعنوية الذين تكون لهم هذه الهيئة أو من طرف جهاز يمارس وظيفة مماثلة إستنادا للقواعد المطبقة على الأشخاص الآخرين أو الكيانات الأخرى. بمعنى آخر فإن محافظي الحسابات يعينون من طرف المساهمين في الشركة مع الإشارة هنا إلى أنه في عند التأسيس فإن تعيين المراقب القانوني يتم النص عليه في عقد التأسيس أو يتم في الجمعية العامة التأسيسية بالنسبة للشركات التي تقوم بطرح أوراق مالية للجمهور، ونظرا للدور السلي للمالكين المشتركين بالنسبة للصندوق المشترك للتوريق فإنه من الصعب تصور منحهم تعيين محافظ الحسابات، وهذا ما يفسر أن المادة (L.214-185) من القانون النقدي والمالي الفرنسي تنص على أن تعيين محافظ الحسابات يتم من طرف مجلس الإدارة أو المسير أو مجلس المديرين لشركة التسيير. أما بالنسبة لشركة التوريق فإن مجلس الإدارة أو مجلس المديرين لهذه الشركة هو من يقوم بتعيين المراقب القانوني وليس المساهمين³.

ويشترط القانون الفرنسي أيضا أن تعلم سلطة الأسواق المالية بمقترح تعيين محافظ الحسابات أو التجديد له في كل حالة تتعلق بشخص يقوم بطرح عام للأوراق المالية، ولسلطة الأسواق المالية الحق

¹ - Le Canu Paul, et al : op.cit, pp. 595-596.

² - المنشور في الجريدة الرسمية العدد 36 بتاريخ 01 جوان 1997.

³ - Le Canu Paul, et al : op.cit, p. 596.

في إبداء ما تراه ضروريا من ملاحظات بشأن هذا الاقتراح، وهي ملاحظات تبلغ إلى علم الجمعية العامة أو الجهاز المكلف بالتعيين وأيضا إلى محافظ الحسابات، كما أن على محافظ الحسابات إعلام سلطة الأوراق المالية بإقتراح ترشيحه لتولي هذه الوظيفة التي يكون لها إبداء تحفظات على هذا الترشيح. كما أن تعيين محافظ الحسابات يجب أن يعلن إلى سلطة الأسواق المالية في الحالة التي تقوم فيها هيئة التوريق بطرح عام للأوراق المالية في سوق منظم، وهو أمر منطقي لأن محافظ الحسابات له دور في حماية المستثمرين (وهم الذين لم يشاركوا في تعيينه) ومن جهة أخرى من أجل السهر على قانونية مجموع العملية. فالأمر يتعلق بمهمة ذات نفع عام تتجلى من خلال مختلف المهمات التي يقوم بها¹.

أما في القانون الجزائري وفي غياب أية نصوص خاصة لتنظيم عمل محافظ الحسابات في مؤسسة التوريق فإنه يتعين الرجوع إلى القواعد العامة الموجودة في قانون النقد والقرض المتعلقة بتعيين محافظ الحسابات بالنسبة للمؤسسات المالية (ومؤسسة التوريق هي مؤسسة مالية) فقد نصت المادة (100) من قانون النقد والقرض المعدلة بالأمر رقم 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010 نصت على أنه: (يجب على كل بنك أو مؤسسة مالية وعلى كل فرع من فروع بنك أو مؤسسة مالية أجنبية أن يعين، بعد رأي اللجنة المصرفية وعلى أساس المقاييس التي تحددها، محافظين (02) للحسابات على الأقل مسجلين في قائمة نقابة الخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات).

ولما كانت الهيئة التي تولت القيام ببعض عمليات التوريق فعليا في الجزائر هي شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) ومن ثمة فإنها تخضع لنص المادة (100) من قانون النقد والقرض.

ثالثا: رد وإستبدال محافظ الحسابات:

تجيز المادة (L.823-6) القانون التجاري الفرنسي لأصحاب الحصص في الصندوق المشترك للتوريق الذين يملكون على الأقل (5%) من الحصص المصدرة أن يطلبوا رد محافظ الحسابات عندما تكون لديهم أسباب جدية تبرر ذلك، ويعتبر ذلك واحدة من الحالات القليلة التي يمكن فيها لحاملي هذه الحصص من المشاركة في عمل وإدارة الصندوق المشترك للتوريق والتي عن طريقها يمكن لأصحاب الحصص من مراقبة محافظ الحسابات. كما يمكن لأصحاب حصص الصندوق المشترك للتوريق وكذلك

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 596.

للشركاء في حالة شركة التوريق أن يطلبوا إستبدال محافظ الحسابات وفقا لما تنص عليه المادة (L.823-7) من القانون التجاري الفرنسي¹.

الفرع الثاني: مهمة محافظ الحسابات في مراقبة عملية التوريق:

يلعب محافظ الحسابات دورا هاما في المراقبة القانونية لهيئة التوريق وعملية التوريق، وهي مهمة تحكمها من جهة القواعد العامة التي تحكم مهمة محافظي الحسابات لدى مختلف الأشخاص المعنوية، إضافة إلى تطبيق القواعد الخاصة المتعلقة بالتوريق.

وبالنسبة لشروط ممارسة محافظ الحسابات لمهمته في القانون الفرنسي فهي مماثلة لتلك الموجودة بالنسبة للشركات أو الهيئات الأخرى، أما بالنسبة لأتعب محافظ الحسابات فإنه تتحملها الهيئة التي يتولى محافظ الحسابات مراقبتها وفي الحالة التي تأخذ هيئة التوريق شكل صندوق مشترك فإن من يتولى دفع أتعبه هو شركة التسيير، في حين أنه عندما تكون هيئة التوريق على شكل شركة فهي من تتحمل هذه الأتعب. وتحسب هذه الأتعب وفقا للإتفاق الحاصل بين الطرفين ويكون لمحافظ الحسابات أثناء القيام بمهمته إمكانية إجراء أية عملية تحريات، فيمكنه القيام بأي تدقيق أو مراقبة يراها مناسبة، فلكون صلاحيته دائمة فهو يمارسها في أي وقت من السنة وتفرض المادة (L.231-4) من القانون النقدي والمالي الفرنسي جزاءات جنائية على كل من يعيق عمل محافظ الحسابات في إجراء هذا التدقيق أو المراقبة أو إمتنع عن تسليمه أية وثيقة مفيدة لممارسة عمله².

وبالنسبة لمهمة المراقبة فإن دور محافظ الحسابات يتمثل في أنه يصدق على أن الحسابات السنوية للهيئة بأن يبرر بان هذه الحسابات السنوية منتظمة وصادقة وتعطي صورة وافية عن نتائج العمليات المنجزة خلال السنة المنصرمة وكذلك عن الوضعية المالية والذمة المالية للهيئة عند نهاية السنة، وتنص المادة (R.823-11) من القانون التجاري الفرنسي على أن عمل محافظ الحسابات يجب أن يكون وفق خطة وبرنامج عمل سنوي مكتوب يأخذ بعين الإعتبار الشكل القانوني للشخص أو الكيان المراقب، وحجمه وطبيعة نشاطه والمراقبة المحتملة من طرف السلطات العمومية، وأيضا مدى تعقيد هذه المهمة والأسلوب والتكنولوجيا الخاصة المستعملة من طرف محافظ الحسابات. بمعنى آخر فإن الأطراف

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, pp. 601-602.

² - Granier Thierry, Jaffeux Corynne : op.cit, p. 139.

سيقومون بإجراء بعض التعديلات على العقد الخاص بمهمة المراقب القانوني لكون هذه المهمة تكون لها خصوصيات عندما تتعلق بميثاق التوريق، كما أن على محافظ الحسابات أن يدقق محتوى المحاضر السنوية للنشاط التي يجب على شركة التسيير نشرها ويصادق عليها¹.

وفي القانون الجزائري فقد نصت المادة (23) من القانون 10-01 المتعلق بمهنة الخبير المحاسب ومحافظ الحسابات والمحاسب المعتمد على أن محافظ الحسابات يضطلع بجملة من المهام أهمها أنه يشهد بأن الحسابات السنوية للشركة أو الهيئة التي يتولى تدقيقها منتظمة وصحيحة ومطابقة تماما لنتائج عملية السنة المنصرمة وكذا الأمر بالنسبة للوضعية المالية وممتلكات الشركات والهيئات، كما يفحص صحة الحسابات السنوية ومطابقتها للمعلومات المبينة في تقرير التسيير الذي يقدمه المسكرون للمساهمين أو الشركاء أو حاملي الحصص، كما يعلم المسيرين والجمعية العامة أو هيئة المدولة المؤهلة بكل نقص قد يكشفه أو إطلع عليه، ومن طبيعته أن يعرقل إستمرار إستغلال المؤسسة أو الهيئة.

ونصت المادة (25) من هذا القانون على أن محافظ الحسابات يجب أن يعد تقريرا للمصادقة بتحفظ أو بدون تحفظ على إنتظام وصحة الوثائق السنوية وعند الإقتضاء رفض المصادقة المبرر.

كما نصت المادة (64) من هذا القانون على أنه يتعين على محافظ الحسابات أن يؤدي عمله بكل إستقلالية، وأن يحرص على ألا يكون في حالة من حالات التنافي كممارسة نشاط تجاري، أو أي تضارب في المصالح، وفي ذلك نصت المادة (65) من نفس القانون على أنه يمنع من القيام مهنيًا بمراقبة حسابات الشركة التي يمتلك فيها مساهمات بصفة مباشرة أو غير مباشرة، أو القيام بأعمال تسيير، أو قبول مهام المراقبة القبيلية على أعمال التسيير، ممارسة وظيفة مستشار جبائي أو مهمة خبير قضائي لدى شركة أو هيئة يراقب حساباتها، أو شغل منصب ماجور في الشركة أو الهيئة التي راقبها بعد أقل من (03) سنوات من إنتهاء عهده، وإضافة لذلك تنص المادة (66) من نفس القانون على أنه لا يمكن تعيين الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين الذين تحصلوا على أجور أو أتعاب أو إمتيازات أخرى لا سيما في شكل قروض أو تسيقات أو ضمانات من الشركة أو الهيئة خلال الثلاث (03) سنوات الأخيرة كمحافظي حسابات لدى نفس الشركة أو الهيئة، وعموما فقد نصت المادة (67) على أنه يمنع على محافظ الحسابات القيام بأية مهمة في المؤسسات التي تكون له فيها مصالح مباشرة أو غير مباشرة.

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 599.

ونظرا لأهمية المعلومات في مجال التوريد، من أجل حماية مصالح المستثمرين يوجب القانون الفرنسي على محافظ الحسابات أن يعلن إلى مسيري هيئة التوريد كل المخالفات وعدم الدقة التي يكتشفها أثناء القيام بمهمته وهو ما تنص عليه المادتان (L.214-49-3) و (L.214-49-9) من القانون النقدي والمالي الفرنسي. كما أن عليه أيضا أن يعلم بما سلطة الأسواق المالية، فعملية التوريد تتطلب وجود ميكانيزم مالي وقانوني متطور إضافة إلى اللجوء إلى الإدخار العام وهو ما يتطلب التعاون بين سلطة الأسواق المالية ومحافظ الحسابات، وعلى هذا فإن المادة (L.621-22) من القانون النقدي والمالي الفرنسي تسمح لسلطة الأسواق المالية أن تطلب من محافظ حسابات الأشخاص الذين يقومون بطرح عام للإدخار كل المعلومات عن هذه الأشخاص الذين يتولون مراقبتهم، كما أن عليه أن ينقل لسلطة الأسواق المالية التقرير الذي يعده عن مهمته وفقا للمادة (L.823-12) من القانون النقدي والمالي الفرنسي. كما توجب المادة (L.823-12) من القانون التجاري على محافظ الحسابات إعلام وكيل الجمهورية المختص بكل الأفعال الجرمية التي تنتهي إلى علمه بدون أن يثير ذلك مسؤوليته. كما يتوجب عليه إعلامه بكل الوقائع التي يكتشفها أثناء تأدية مهمته والتي يمكن أن تشكل جريمة، وأنه يمكن أن يكون مسؤولا في حالة عدم تبليغه عن ذلك¹.

وبالنسبة لإلتزام محافظ الحسابات بالإعلام في القانون الجزائري، وعلى غرار المشرع الفرنسي فقد نصت المادة (101) من قانون النقد والقرض المعدلة بالأمر رقم 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010 على أنه يتعين على محافظي حسابات البنوك والمؤسسات المالية زيادة على إلتزامهم القانونية القيام بما يأتي:

- 1 — أن يعلموا فوراً محافظ بنك الجزائر بكل مخالفة ترتكبها المؤسسة الخاضعة لمراقبتهم طبقاً لهذا الأمر والنصوص التنظيمية المتخذة بموجب أحكامه.
- 2 — أن يقدموا لمحافظ بنك الجزائر تقريراً خاصاً حول المراقبة التي قاموا بها. ويجب أن يسلم هذا التقرير للمحافظ في أجل (04) أشهر إبتداء من تاريخ قفل كل سنة مالية.
- 3 — أن يقدموا للجمعية العامة تقريراً حول منح المؤسسة أية تسهيلات لأحد الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين المذكورين في المادة (104) من الأمر.

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, pp. 600-601.

4 — أن يرسلوا إلى محافظ بنك الجزائر نسخة من تقاريرهم الموجهة للجمعية العامة للمؤسسة.
كما يلتزم وفقا لنص المادة (60 فقرة 03) بإطلاع وكيل الجمهورية لدى المحكمة المختصة بكل مخالفة تتم معاينتها.

الفرع الثالث: مسؤولية محافظ الحسابات:

يمارس محافظ الحسابات مهمته في مراقبة هيئة التوريق وفقا للقواعد العامة للمسؤولية المدنية، ومن ثمة يكون مسؤولا في مواجهة الأطراف المتدخلين في عملية التوريق، وكذلك في مواجهة الغير، وتثور مسؤوليته عن أي خطأ أو إهمال في ممارسة وظيفته مع الأخذ بعين الاعتبار القواعد الخاصة المتعلقة بهيئات التوريق. وعلى هذا يمكن أن تثور مسؤولية محافظ الحسابات من الناحيتين التأديبية والإدارية وكذلك من الناحية الجزائية.

1 — بالنسبة للمسؤولية التأديبية:

ففي القانون الفرنسي يجب على محافظ الحسابات إحترام قواعد وأخلاقيات مهنة محافظ الحسابات المتعلقة بنشاطه، ومن ثمة يكون مسؤولا تأديبيا عند مخالفة هذه القواعد. والخطأ التأديبي هو ذلك الخطأ الذي ينشأ في حالة خرق قواعد تشريعية أو تنظيمية مثل (تقنين أخلاقيات المهنة، قواعد الممارسة المهنية أو الممارسات الحسنة المحددة من طرف مجلس محافظي الحسابات) كما يمكن أن تنتج هذه المسؤولية عند خرق الإلتزام بالإستقلالية، كما يمكن أخيرا أن تكتشف بمناسبة أفعال قام بها المراقب القانوني والتي تعتبر منافية لقواعد النزاهة والشرف المهني أثناء ممارسته لنشاطه أو خارج هذا النشاط. ومن ثمة يمكن أن يكون محل مسائلة تأديبية أمام اللجنة التأديبية التي يمكن أن تخطر بذلك من طرف وزير العدل أو وكيل الجمهورية أو رئيس الشركة الوطنية لمحافظي الحسابات، كما يمكن لسلطة الأسواق المالية الفرنسية أن تخطر وكيل الجمهورية من أجل القيام بهذه المتابعة التأديبية. و تكون قرارات لجنة التأديب قابلة للطعن فيها أمام المجلس الأعلى لمحافظي الحسابات. أما الجزاءات التي يمكن أن تطبق في هذه الحالة فهي الإنذار والتوبيخ والمنع المؤقت من ممارسة المهنة ، والشطب النهائي¹.

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, pp. 603-604.

2 — بالنسبة للمسؤولية الإدارية:

ففي القانون الفرنسي فإن سلطة الضبط ممثلة في سلطة الأسواق المالية يمكنها أن تطبق جزاءات على محافظ الحسابات في حالة مشاركته في تقديم معلومات مالية غير صحيحة، وهي عقوبات تستند إلى نصوص المادتين (L.621-14) و (L.621-15) من القانون النقدي والمالي الفرنسي حيث تنصان على معاقبة كل شخص يقوم بتقديم معلومات غير صحيحة أو غير دقيقة أو مغالطة¹.

3 — بالنسبة للمسؤولية الجزائية:

فقد نصت المادة (L.231-4) من القانون النقدي والمالي الفرنسي المعدلة بمقتضى بالأمر 2013-676 بتاريخ 25 جويلية 2013 على توقيع عقوبة الحبس لمدة (05) سنوات وغرامة — 18.000 أورو ضد محافظ الحسابات الذي يعطي معلومات كاذبة عن وضعية الصندوق المشترك للتوريق أو عندما لا يكشف لوكيل الجمهورية الوقائع الجرمية التي يعلمها².

أما بالنسبة للقانون الجزائري فقد نص المشروع أيضا على مسؤولية محافظ الحسابات كالتالي:

1 — بالنسبة للمسؤولية المدنية:

نصت المادة (60) من القانون 10-01 المتعلق بمهنة محافظ الحسابات على أن محافظ الحسابات يعد مسؤولا تجاه الكيان المراقب، عن الأخطاء التي يرتكبها أثناء تأدية مهامه. ويعد متضامنا تجاه هذا الكيان أو تجاه الغير عن كل ضرر ينتج عن مخالفة أحكام القانون. وأنه لا يمكن أن يتبرأ من مسؤوليته فيما يخص المخالفات التي لم يشترك فيها إلا إذا أثبت أنه قام بالمتطلبات العادية لوظيفته وأنه بلغ مجلس الإدارة بالمخالفات، وإن لم تتم معالجتها بصفة ملائمة خلال أقرب جمعية عامة بعد إطلاعها عليها. وفي حالة معارضة مخالفة، فعليه أن يثبت أنه أطلع عليها وكيال الجمهورية لدى المحكمة المختصة.

2 — بالنسبة للمسؤولية التأديبية:

نصت المادة (63) من القانون 10-01 المتعلق بمهنة محافظ الحسابات على أنه يتحمل محافظ الحسابات المسؤولية التأديبية أمام اللجنة التأديبية للمجلس الوطني للمحاسبة حتى بعد إستقالته

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p. 604.

² - ibid, pp. 604-605.

من مهامهم، عن كل مخالفة أو تقصير تقني أو أخلاقي في القواعد المهنية عند ممارسة وظائفهم. ثم نصت على العقوبات التأديبية التي يمكن إتخاذها، وفق ترتيبها التصاعدي حسب خطورتها، وهي الإنذار، التوبيخ، التوقيف المؤقت لمدة أقصاها ستة (06) أشهر، الشطب من الجدول، وتحدد درجات هذه الأخطاء والعقوبات التي تقابلها عن طريق التنظيم.

3 — بالنسبة للمسؤولية الإدارية:

فقد نصت المادة (102) من قانون النقد والقرض الجزائري المعدلة بالأمر رقم 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010 على أنه يخضع محافظي حسابات البنوك والمؤسسات المالية لرقابة اللجنة المصرفية التي يمكنها أن تسلط عليهم عقوبات التوبيخ أو المنع من مواصلة عمليات مراقبة بنك أو مؤسسة ما.

4 — بالنسبة للمسؤولية الجزائية:

نصت المادة (62) من القانون 10-01 المتعلق بمحافظ الحسابات على أنه يتحمل محافظ الحسابات المسؤولية الجزائية عن كل تقصير في القيام بالتزام قانوني. من ذلك ما نصت عليه المادة (117) من قانون النقد والقرض فيما يتعلق بإفشاء السر المهني الذي يعرضه للعقوبات المنصوص عليها في قانون العقوبات. إضافة إلى أن محافظ الحسابات لا يمكن أن يتبرأ من مسؤوليته فيما يخص المخالفات التي لم يشترك فيها إلا إذا أثبت أنه قام بالمتطلبات العادية لوظيفته وأنه أبلغ مجلس الإدارة بالمخالفات، وإن لم تتم معالجتها بصفة ملائمة خلال أقرب جمعية عامة بعد إطلاعها عليها. و في حالة معاناة مخالفة، يثبت أنه أطلع عليها وكيل الجمهورية لدى المحكمة المختصة.

المطلب الثالث

مراقبة مؤسسات التصنيف الائتماني

تعتبر مؤسسات التصنيف الائتماني متدخلا أساسا في التوريق من خلال الدور الذي تقوم به في تصنيف الأوراق المالية المصدرة بمناسبة التوريق، وهو تصنيف له أهميته الكبيرة في جذب المستثمرين للإكتتاب في هذه الأوراق المالية، إذ يعتمدون على هذا التصنيف بصورة أساس في إتخاذ قراراتهم الإستثماري، وإلى جانب هذه الأهمية فإن لهذا التصنيف أهمية أخرى بالغة لكونه وسيلة فعالة لمراقبة

عملية التوريق، وضمان إستمرار ثقة المستثمرين فيه طوال عملية التوريق الطويلة من بدايتها إلى نهايتها حفاظا على مصالح المستثمرين من أي إنحراف يمكن أن يحصل في هذه العملية. ولكن مؤسسات التصنيف الائتماني هي مؤسسات متطورة، يتسم عملها بالتعقيد الكبير، إلى جانب أنها مكلفة جدا، ولا توجد في كل الدول ومنها الجزائر، ولذلك لجأت هذه الدول إلى إتباع آلية بديلة لهذه المراقبة تقوم بها البنوك والمؤسسات المالية نفسها تسمى بالرقابة الداخلية، في محاولة لتغطية غياب عمل مؤسسات التصنيف الائتماني فيها. وعلى ذلك سنقوم بتقسيم هذا المطلب كالتالي:

الفرع الأول: أهمية الدور الذي تلعبه مؤسسات التصنيف الائتماني في مراقبة عملية التوريق.

الفرع الثاني: المراقبة الداخلية كآلية لتعويض مراقبة مؤسسات التصنيف الائتماني.

الفرع الأول: دور مؤسسات التصنيف الائتماني عملية التوريق:

تلعب مؤسسات التصنيف الائتماني دورا محوريا في العمليات المالية المهيكلة ومنها التوريق، من خلال عملية التقييم التي تقوم به هذه المؤسسات للأوراق المالية المصدرة بمناسبة التوريق، وكذلك التقييم الذي تقوم به المؤسسات التوريق، فالتصنيف الائتماني يعتبر جزء من نظام التوريق، وأن ما تقوم به هذه المؤسسات يعتبر صورة من صور الرقابة والإشراف على عملية التوريق، من أجل الفحص والتحقق من درجة موثوقية هذه العملية، فمؤسسات التصنيف الائتماني تقدم للمستثمرين وللسوق المالي المعلومات وتحليل المخاطر، وتمكن المستثمرين الذين ليست لهم الخبرة الكافية في مجال التحليل من أجل مساعدتهم على إتخاذ قرارهم الإستثماري. فالتصنيف يتمثل في عملية تقدير لمخاطر القرض التي يتعرض لها المستثمرون، من أجل تحقيق مبدأ تماثل المعلومات (*Information symmetry*) بين أطراف عملية التوريق.

ومن أجل القيام بهذا التصنيف فإن هذه المؤسسات تقوم بتحليل وتقدير درجة ملاءة المصدر بمعنى قدرته على مواجهة تحمل إلتزاماته، وكذلك طبيعة ونوعية المنتجات المالية المصدرة، و مختلف إجراءات الضمان المقدمة في حالة الإفلاس، وتكوين الرأسمال الإجتماعي، والتسيير، والتدفقات النقدية، وتوزيع المخاطر، وإستراتيجية المؤسسة... إلخ¹.

¹ - Forti Valerio : op.cit, pp. 89-90.

فالإلتجاء إلى تصنيف منتجات التوريق يعتبر أمراً جوهرياً في مسار عملية التوريق، فالتوريق، يتضمن إصدار أوراق مالية مسندة بمحفظه أصول يتوجب تقييمها. بمعنى أن تصنف، وأن هذا التصنيف يوضع على الوثيقة المرسله لهيئة الأسواق المالية وتلحق بمذكرة الإعلام من أجل إعلانها للمكتتبين، وهذه الوثيقة إلزامية بغض النظر عن طبيعة وخصائص الحقوق المحالة، ويجب أن تعد سابقاً على إصدار الأوراق المالية التي تطرح للإكتتاب العام، فيجب أن تبين على وجه الخصوص خصائص الحقوق المحالة وكذلك طبيعة ومدى الضمانات الملحقة بالأوراق المالية المصدره¹.

وإذا كانت عملية التصنيف الإئتماني تعتبر ممارسة طبيعية في النظام الانجلو أمريكي، إذ لا يمكن تصور عملية التوريق بدونها، فإن المشرع الفرنسي بالمقابل جعل من هذه المسألة إلتزاماً قانونياً على هيئة التوريق، حيث نص في المادة (L.214-170) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أنه في حالة طرح عام للجمهور لخصص أو أوراق مالية من طرف هيئات التوريق فإن وثيقة تتضمن تقديراً لخصائص هذه الخصص وسندات الدين التي ستقوم هذه الهيئة بإصدارها والعقود المنشئة لأدوات مالية آجلة أو ناقلة مخاطر التأمين التي تقترح إبرامها وتقدير المخاطر التي تنطوي عليها تعد من طرف هيئة تدرج ضمن قائمة معدة من طرف الوزير المكلف بالإقتصاد بعد أخذ رأي سلطة الأسواق المالية. وهذه الوثيقة تلحق بالوثيقة المشار إليها في الفقرة الأولى من المادة (L.412-1) المعدلة بالقانون 1691-2016 بتاريخ 09 ديسمبر 2016.

والهدف من وراء إلتزام مؤسسات التوريق باللجوء إلى تصنيف منتجاتها هو أن التوريق تركيب معقد يتطلب تقديم أكبر قدر من المعلومات الممكنة للمستثمرين من أجل تحذيرهم مما قد يلحقهم من ضرر نتيجة سوء تقديرهم لجودة الإصدار. كما أن التصنيف في عملية التوريق يعطي مصداقية لبنية ومنتجات التوريق.

إن المتطلبات القانونية في مجال التوريق تجتد تبريرها في كون التوريق تركيب معقد يتطلب تزويد المستثمرين بأكثر قدر ممكن من المعلومات خاصة عندما يتعلق الأمر بصغار المستثمرين قليلي الخبرة كما هو الحال في عمليات العرض العام للإكتتاب، فمؤسسة التصنيف تقوم بإستخدام ومراقبة العديد من المعلومات المتعلقة بالعملية، فهي تعمل على جمع هذه المعلومات خاصة من المؤسسة المحيلة. ومن الناحية

¹- Granier Thierry, Jaffeux Corynne : op.cit, p. 145.

العملية فهي تجمع هذه المعلومات مما يقدمه لها المنظم، والذي هو هيئة متخصصة تقوم بتحضير عملية التوريق مع المؤسسة المحيلة والمؤسسة المؤتمنة. ومن خلال هذه المعلومات المجمعة تقوم مؤسسات التصنيف الائتماني بتقدير مخاطر محفظة الحقوق الحالية وبصورة أوسع المخاطر الملازمة لبنية التوريق. فتعالج مؤسسة التصنيف العديد من النقاط، إضافة إلى دراسة وتحليل كل الحوادث التي يمكن أن تؤثر على الوفاء الواجب لأصحاب السندات أو الحصص. ووضع تصور لسيناريوهات كارثية مثل عدم الوفاء بعدد من الحقوق أو إفلاس المؤسسة المكلفة بتحصيل الحقوق. ومن ثمة يتم تحليل مستوى الضمانات في مواجهة هذه الوضعيات ويحدد وفقا لذلك التصنيف المحسوب اعتمادا على احتمال حصول أصحاب الأوراق المالية على مستحقاتهم المتوقعة. وأن مؤسسات التصنيف في مجال التوريق توفر العناصر التي تأخذ بعين الاعتبار من أجل الحصول على تصنيف معين. كما أن مؤسسات التصنيف الائتماني تتدخل منذ البدء في التحضير لعملية التوريق فهي تمنح المنظمين المعلومات التي تسمح لهم من تصميم المنتج المالي المورق اعتمادا على هذه العناصر: وبذلك يكون لمؤسسات التصنيف دور مزدوج: الأول هو التصنيف، والثاني هو تقديم الإستشارة للزبائن من أجل الحصول على أفضل تصنيف ممكن، وهذه الوضعية أنتقدت خاصة بعد أزمة سنة 2007 لكونها تسهل وجود حالة من تضارب المصالح¹.

وتقوم مؤسسة التصنيف في مجال التوريق بتقدير نوعين من المخاطر:

الأول: هو خطر إفلاس المؤسسة المكلفة بتحصيل الحقوق: ويتم تقدير هذا الخطر اعتمادا على الضمانات الممنوحة على النحو الذي يجنب المستثمرين أي ضرر في حالة حدوث إفلاس المؤسسة المكلفة بالتحصيل.

الثاني: هو مخاطر خاصة بمحفظة الحقوق: فتقوم مؤسسة التصنيف الائتماني بدراسة المخاطر الخاصة بالمحفظة مثل إمكانية عدم السداد، والسداد المسبق ومستوى الضمانات... الخ.

وتعتمد مؤسسات التصنيف الائتماني في تصنيف سندات التوريق على (03) معطيات أساس هي:

— تنوع الأصول المستخدمة كضمان.

— احتمال عدم الوفاء

— نسبة التحصيل.

¹ - Le Cannu Paul, et al : op.cit, p.612.

ومن ثمة فإن التصنيف يعبر عن رأي بخصوص مستوى مخاطر الائتمان المرتبطة بالأوراق المالية بالنظر إلى:

— خصائص الحقوق ومسار التدفقات النقدية في العملية البنوية القانونية والمستندات اللازمة للعملية.

— ترتيبات الضمان وتغطية مخاطر الائتمان المرتبطة بالأوراق المالية.

— الترتيبات التي تمكن هيئة التوريق من مواجهة النقصان المحتمل لمستوى التدفق المتولد عن هذه الحقوق التي تشكل منها أصوله.

ولكن التصنيف لا يعبر عن أي رأي بخصوص نسبة العائد الحقيقي الذي يمكن للحاملين الحصول عليه¹.

ورغم أن كل مؤسسة تصنيف تستخدم أساليب مختلفة شيئا ما في التصنيف إلا أنها تحصل غالبا على نتائج متشابهة، فمثلا تقوم (Moddy's) بتحديد الحصص الخاصة بكل شريحة في سيناريوهات مختلفة من الاحتمالات للنتائج المرجحة. كما يمكن تعيين عدة مؤسسات للتصنيف في آن واحد ذلك أن التصنيف المتعدد يشكل ميزة خاصة بالنسبة للتصنيف.

الفرع الثاني: الرقابة الداخلية كبديل لرقابة مؤسسات التصنيف الائتماني:

لقد ظهرت مؤسسات التصنيف الائتماني في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية القرن العشرين من أجل تحليل مخاطر القروض وتحتل مؤسسات التصنيف الائتماني في الوقت الحالي مكانة مركزية في عمل الأسواق المالية، وقد تزايدت أهميتها بفعل التطور الهائل للسوق السندي، وأصبحت لها سلطة حقيقة على أسواق السندات في العالم تعطيها حق الحياة أو الموت على المؤسسات وحتى على الدول². ولذلك فإن الكثير من الدول تتوجس منها ولم تسمح لها بالعمل داخلها، وبعد تزايد النقد لهذه المؤسسات وخاصة لدورها في مجال التوريق تعالت الأصوات للمطالبة بكسر احتكار هذه المؤسسات، وزيادة عددها من أجل ضمان المنافسة في عملها، ولهذا السبب أقدمت هيئة الأسواق المالية في 27 سبتمبر 2007 على منح الإعتماد بصفة (NRSRO) لسبع مؤسسات أخرى ليصبح عددها عشر

¹ - Barneto Pascal et al : op.cit, p. 63.

² - Gurnot Nicolas : op.cit, p. 3.

مؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية¹. بالإضافة إلى عدد آخر في دول مختلفة ولكن عدد هذه المؤسسات لا يزال قليلا.

وفي هذا الإتجاه فقد جاءت توصيات لجنة (بازل 2 و 3) لتطالب الحكومات بتعزيز دور الرقابة الداخلية التي تقوم بها البنوك والمؤسسات المالية بنفسها تحت إشراف البنوك المركزية. على أساس أنها الأدرى بوضعها ووضع عملائها، إضافة إلى أنها ستعمل على تخفيض تكلفة القرض المرتفعة التي تقوم بها مؤسسات التصنيف الائتماني.

ورغم أهمية دور مؤسسات التصنيف الائتماني في عملية التوريق إلا أنه بالرجوع للقانون الجزائري المتعلق بتوريق القروض الرهنية نجد أنه جاء حاليا بصورة تامة من النص على أي دور لهذه المؤسسات في عمل تصنيف للمؤسسات وللمنتجات المالية المورقة.

ولكن من جهة أخرى فإن المشرع الجزائري نظم المراقبة الداخلية البنوك والمؤسسات المالية في الكتاب السادس من الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض، المعدل والمتمم بالأمر رقم 09-01 المؤرخ في 22 جويلية 2009 والأمر 10-04 المؤرخ في 26 جويلية 2010، وبالرجوع إلى هذا القانون وتحديد فيما يتعلق بالسيولة والقدرة على الوفاء ومركزية المخاطر وحماية المودعين نجده:

1 — نص في المادة (97) على أنه يتعين على البنوك والمؤسسات المالية وفق الشروط المحددة بموجب نظام يتخذه مجلس النقد والقرض، إحترام مقاييس التسيير الموجهة لضمان سيولتها وقدرتها على الوفاء تجاه المودعين والغير وكذا توازن بنيتها المالية.

2 — نص في المادة (97 مكرر) المعدلة بالأمر رقم 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010 على أنه: تلزم البنوك والمؤسسات المالية، ضمن الشروط المحددة بموجب نظام يصدره المجلس، بوضع جهاز رقابة داخلي ناجح، يهدف إلى التأكد على الخصوص من التحكم في نشاطاتها والإستعمال الفعال لمواردها. والسير الحسن للمسارات الداخلية ولاسيما تلك التي تساعد على المحافظة على مبالغها وتضمن

¹- Collard Fabienne : « *Au coeur des agences de notation* », p. 12.
www.crisp.be/crisp/wp-content/uploads/.../2011-12-06_agences_de_notation.pdf
(consulter le 14.11.2016).

شفافية العمليات المصرفية ومصادرها وتتبعها، وصحة المعلومات المالية، والأخذ بعين الإعتبار، بصفة ملائمة، مجمل المخاطر بما في ذلك المخاطر العملية.

3 — نص في المادة (97 مكرر 02) المعدلة بالأمر رقم 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010

على أنه تلزم البنوك والمؤسسات المالية، ضمن الشروط المحددة بموجب نظام يصدره المجلس، بوضع جهاز ناجع لرقابة المطابقة، يهدف إلى التأكد من مطابقة القوانين والتنظيمات وإحترام الإجراءات.

وبذلك فإنه وأمام غياب عمل مؤسسات التصنيف الائتماني في الجزائر فقد إختار المشرع الجزائري بديلا لهذه المؤسسات إتباع أسلوب الرقابة الداخلية الذي تقوم به البنوك والمؤسسات المالية نفسها تحت إشراف جهة الوصاية ممثلة في بنك الجزائر الذي يتولى الإشراف على تنظيم السياسات النقدية والإئتمانية والعمل على تحقيق سلامة النظام المصرفي وصلابته وفقا لما تنص عليه المادة (35) من القانون رقم 03-11 المتعلق بالنقد والقرض، المعدل والمتمم بالقانون 10-04 المؤرخ في 26 جويلية 2010، و تعتبر اللجنة المصرفية لبنك الجزائر أهم أدوات تنفيذ هذه المراقبة، حيث تعمل هذه اللجنة على مراقبة مدى إحترام البنوك والمؤسسات المالية للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليها، وتوقيع الجزاءات على المخالفات التي تتم معاينتها، كما تفحص شروط إستغلال البنوك والمؤسسات المالية وتسهر على نوعية وضعياتها المالية، والسهر على إحترام قواعد حسن سير المهنة وفقا لما تنص عليه المادة (105) من الأمر المتعلق بالنقد والقرض كما أن وضع آليات هذه الرقابة الداخلية يندرج أيضا ضمن الإستجابة لتوصيات لجنة بازل (02) و (03) فيما يخص ضرورة تعزيز الرقابة الداخلية للبنوك والمؤسسات المالية ولذلك فقد صدر فعلا عن بنك الجزائر النظام رقم 11-08 المؤرخ في 28 نوفمبر 2011 المنشور في الجريدة الرسمية عدد رقم (47) بتاريخ 29 أوت 2011 المتعلق بالرقابة الداخلية للبنوك والمؤسسات المالية الذي نص في المادة الأولى على أنه يهدف هذا النظام إلى تحديد مضمون المراقبة الداخلية التي يجب على البنوك والمؤسسات المالية ووضعتها تطبيقا للمادتين 97 مكرر و 97 مكرر 2 من الأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض.

وفيما يتعلق بمخاطر القرض الذي له علاقة بالتوريق فإن هذا النظام رقم (11-08):

1 — نص في المادة (02 - أ) بأنه يقصد بخطر القرض الخطر الذي يمكن التعرض له في حالة عجز طرف مقابل أو أطراف مقابلة تعتبر كنفس المستفيد. بمفهوم المادة (2) من النظام رقم 09-91 المؤرخ في 14 أوت 1991 المعدل والمتمم الذي يحدد قواعد الحذر في تسيير المصارف والمؤسسات المالية، إضافة إلى تحديد مفهوم المخاطر الأخرى العديدة من قبيل: خطر التركيز، وخطر معدل الفائدة الإجمالي، وخطر التسوية، وخطر السوق، وخطر السيولة، وخطر عدم المطابقة.

2 — نص في المادة (03) من النظام على أنه تشكل الرقابة الداخلية للبنوك والمؤسسات المالية من مجموع العمليات والمناهج والإجراءات التي تهدف على الخصوص إلى ضمان الأخذ بعين الاعتبار بشكل ملائم جميع المخاطر، والشفافية ومتابعة العمليات المصرية، و موثوقية و صدقية المعلومات المالية.

3 — نص في المادة (37) من النظام على أنه يجب أن تقوم البنوك والمؤسسات المالية بوضع أنظمة قياس وتحليل المخاطر، وتكييف هذه الأخيرة مع طبيعة وحجم عملياتها بغرض تفادي مختلف أنواع المخاطر التي تتعرض لها من جراء هذه العمليات، منها على الخصوص مخاطر القرض والتركيز والسوق ومعدل الفائدة الإجمالي والسيولة والتسوية وعدم المطابقة وكذا الخطر العملياتي. كما يجب على البنوك والمؤسسات المالية أن تقيم بانتظام نتائج عملياتها. وتسمح هذه الأنظمة أيضا بتقدير تحليل وقياس المخاطر، بطريقة عرضية ومستشرفة.

4 — نص في المادة (47) من النظام على وجوب أن تضع البنوك والمؤسسات المالية نظام قياس لمخاطر القرض يسمح بتحديد المخاطر وقياسها وجمعها، تبرز من خلال مجموع عمليات الميزانية وخارج الميزانية التي يتعرض بسببها البنك أو المؤسسة المالية للخطر المترتب، عن عجز طرف مقابل أو طرف مقابل بإعتباره مستفيدا واحدا، أو بصفة عامة لخطر التركيز.

5 — نصت المادة (48) من النظام (11-08) على وجوب أن تقوم البنوك والمؤسسات المالية على الأقل كل ثلاثي بتحليل تطور نوعية إلتزاماتها كما يجب أن يسمح هذا التحليل بإعادة ترتيب عمليات القرض والقيود المحاسبي للديون المصنفة وتقدير تكوين المؤونات المتعلقة بها مع الأخذ بعين الإعتبار هذه الضمانات والتأكد بأن تقييمها تم حديثا بشكل مستقل وحذر.

وعلى العموم فإن هذا النظام مستنبط في جزء منه من نفس القواعد المتبعة في عمل مؤسسات التصنيف الائتماني، لكن بالرغم من هذا فإن هذا النوع من الرقابة الداخلية لا يمكن أبدا أن تكون بديلا عن الرقابة التي تمارسها مؤسسات التصنيف الائتماني، لأنه بكل بساطة ستكون رقابة غير مستقلة، وغير محايدة، لأنها صادرة عن نفس هذه المؤسسات المالية وليس عن جهة أخرى مستقلة ومحايدة، وأنه مهما كانت جهود هذه المؤسسات في جعل الرقابة التي تقوم بها موضوعية وشفافة فإنها لن تحظى بثقة المستثمرين لأنهم لن يتقبلوا أن تكون هذه المؤسسات المالية خصما وحكما في نفس الوقت، ومن ثم ينبغي العمل على إدخال نظام التصنيف الائتماني إلى المنظومة المالية والمصرفية الجزائرية سواء كانت هذه المؤسسات جزائرية أو أجنبية من أجل تطوير هذه المنظومة المصرفية، وهو ما سيسمح في مجال التوريق بصفة خاصة بإنطلاقة حقيقة وفعالة له، حتى يتمكن من تحقيق الأهداف الإقتصادية المرجوة منه، ولكن على الرغم من ذلك فإن فائدة نظام المراقبة الداخلية يمكن أن يكون مقابلا وموازيا لرقابة مؤسسات التصنيف الائتماني حتى يمارس كلا منهما رقابة على ما يمكن أن يحصل من انحراف الطرف الآخر.

المبحث الثاني

تعزيز مراقبة التوريق بعد الأزمة المالية لسنة 2007

لقد وجه الإتهام إلى التوريق بأنه كان السبب في حدوث الأزمة المالية الخطيرة التي عاشها النظام المالي العالمي إبتداء من سنة 2007. لدرجة أن البعض وصفه بالشيطان¹، وهناك من طالب بمنعه²، في حين دافع عنه كثيرون وأرجعوا بالمقابل أسباب الأزمة إلى فساد النظام المالي ككل بسبب فشل الأنظمة وهيئات الضبط في المجال المالي. فهل كان التوريق حقيقة هو السبب الرئيس في حدوث هذه الأزمة، ومن ثم يتوجب التحلي عنه، لأنه يكون قد فقد الفوائد الإقتصادية التي كانت مبرر وجوده، أم أنه كان أحد أسباب هذه الأزمة المالية العديدة فقط، وأن فوائده لاتزال قائمة وضرورية بالنسبة للنظام المالي والإقتصادي، ومن ثم لا يمكن الإستغناء عنه، وأن الحل يكمن في إصلاح وتعزيز القواعد

¹ - Lacroix Frédéric et al : « *Titrisation : le diable au service de l'économie réelle ?* », Revue Banque France, p. 1.

<http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/titrisation-diable-au-service-economie-reelle> (consulter le 19.02.2016).

² - Lordon Frédéric : « *Après la crise financière: «réguler» ou refondre ?* », revue de la régulation, n° 5, 2009. <https://regulation.revues.org/7461>, (consulter le 19.02.2016)

التنظيمية وهيئات الضبط من أجل مراقبة أفضل له، والوقاية من الانحراف الذي يمكن أن يحصل في استخدامه، وهذا ما يحتم علينا التعرض إلى الأسباب الحقيقية للأزمة المالية النظامية لسنة 2007، وما حقيقة دور التوريق في حصولها، وهي مسألة لا يمكن تجاوزها في أي بحث متعلق بنظام التوريق، وذلك من أجل تحديد خصائص هذا النظام والتعرف على نقاط الضعف فيه من أجل تحديد الوسائل اللازمة لإصلاحه¹، وهو ما يبرز أهمية بحث علاقة التوريق بهذه الأزمة من الناحية القانونية وليس غيرها من الجوانب المالية للأزمة، والتي تخرج عن مجال بحثنا، على الرغم من أن هذه الجوانب القانونية والمالية متداخلة بشكل كبير لا يمكن في كثير من الأحيان الفصل بينها فصلا تاما في كثير من الأحيان، وهذا بسبب طبيعة القانون المالي نفسه.

إن أزمة التوريق ليست مسألة مالية فقط، ولكنها تثير أيضا على الصعيد القانوني التساؤل حول مدى مساهمة رجال القانون في النقاش الدائر حول مستقبل التوريق خاصة وأن مراقبة البنوك والأسواق المالية هو موضوع مطروح للنقاش. مما يستدعي التفكير في مسألة الدور الذي يلعبه القانون في هذه القطاعات. فالخوض في الجانب القانوني يمر حتما من خلال فهم الجانب الاقتصادي للتوريق².

وعلى هذا سنتناول في هذا المبحث الإصلاحات القانونية التي جرت على آليات مراقبة التوريق عقب أزمة سنة 2007، ولكي نعرف كيف يمكن أن يحصل الإصلاح يجب أولا أن نعرف قبل ذلك كيف حدث الانحراف في التوريق وكيف ساهم هذا الانحراف في حدوث الأزمة، ثم تحديد طرق هذا الإصلاح، وبعد ذلك الإجراءات التي إتخذت في إطار هذا الإصلاح، وعلى هذا سنقوم بتقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب كالتالي:

المطلب الأول: الأسباب الحقيقية للأزمة المالية سنة 2007.

المطلب الثاني: طرق إصلاح النظام القانوني لمراقبة التوريق

المطلب الثالث: الإجراءات المتخذة لتعزيز مراقبة التوريق بعد أزمة 2007.

¹ Catillon Vincent : « *Le droit dans les crises bancaires et financières* », L.G.D.J, paris, 2011, pp. 104-106.

² Granier Thierry : « *Vision économique et définition juridique de la titrisation , L'intérêt d'une confrontation* », Revue Trimestrielle de Droit Financier, n°4, 2009, p. 104.

المطلب الأول

الأسباب الحقيقية للأزمة المالية لسنة 2007

بعد إنفجار أزمة قروض الرهن العقاري (*subprime*)^{*} في الولايات المتحدة الأمريكية في صيف سنة 2007، ثم إستفحالها وتحولها بعد ذلك إلى أزمة مالية عالمية كبرى هي الأخطر منذ الإنهيار الكبير سنة 1929 وجه الإتهام إلى التوريق بأنه كان السبب في حدوث هذه الأزمة الخطيرة، وبالمقابل دافع عنه الكثيرون، ولكن بعد مرور سنوات من الأزمة، وهدوء العاصفة نسبيا بدأت تظهر تحليلات أكثر موضوعية من تلك التي كانت في بداية الأزمة، والتي كان يغلب عليها الطابع الإنفعالي، وأرجعت الأزمة إلى فساد النظام المالي ككل منذ سنوات طويلة، فهي أزمة نظامية، ومؤسسية، وأزمة قانونية وتنظيمية وضبط، وعلى هذا سنحاول في هذا المبحث التعرف على الجذور التاريخية والأسباب المباشرة لهذه الأزمة المالية، ولأجل ذلك سنقسم هذا المطلب إلى فرعين كالتالي:

الفرع الأول: الجذور التاريخية للأزمة.

الفرع الثاني: الأسباب المباشرة في حدوث الأزمة المالية.

الفرع الأول: الجذور التاريخية للأزمة المالية لسنة 2007:

إن الفهم الصحيح والموضوعي للأزمة المالية التي حصلت سنة 2007 والتي كانت في أحد جوانبها أزمة توريق يستوجب الرجوع فيها إلى الجذور التاريخية لهذه الأزمة، وتحديدًا إلى فترة نشوء التوريق نفسه في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1970، وهي الفترة التي شهدت رواج الأفكار التحررية للمدرسة النيوليبرالية (مدرسة شيكاغو)¹ بزعامة (Milton Friedman)²، التي تدعو إلى عدم تدخل الدولة في الإقتصاد وإنحسار دورها إلى الحد الأدنى (Etat Minimal)، وعلى السلطة

* هي كلمة إنجليزية مستحدثة أطلقت على أزمة "قروض الرهن العقاري العالية المخاطر" التي إندلعت في الولايات الأمريكية إبتداءً من شهر جويلية 2007.

¹ - بن نعمون حمادو: «الإصلاحات الإقتصادية بإعتماد سياسة الخوصصة: دراسة تحليلية للمؤسسات العمومية الجزائرية»، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية، جامعة قسنطينة 02 عبد الحميد مهري، 2014. ص.29.

² - زعيم مدرسة النقديين (مدرسة شيكاغو) (L'école Monetarisme) والحائز على جائزة نوبل للإقتصاد سنة 1976، والذي يعتبر أكثر الإقتصاديين تأثيراً في القرن العشرين https://fr.wikipedia.org/wiki/Milton_Friedman wikipedia, (أطلع عليه في 2017.08.22)

المطلقة للأسواق المالية، ولمفهوم الضبط الذاتي للأسواق، وأن السوق إن ترك من غير تدخل سينتج النتائج الأمثل، وفي مجال القانون تنادي بسيادة فكرة العقد وسلطان الإرادة في العلاقات الاقتصادية وهي صورة تقترب من الصورة التقليدية للرأسمالية، وابتداء من سنوات 1980 وجدت هذه الأفكار إعتناقاً من بعض كبار الزعماء السياسيين في العالم خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية (Ronald Reagan) وبريطانيا (Margaret Thatcher)، وهو ما أدى إلى قيامهم بحركة واسعة للتحرير وتفكيك الكثير من القواعد التنظيمية وهيئات الضبط (Ddéréglementatio et Dérégulation) التي كانت قد وضعت قبل ذلك خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية في إطار تدخل الدولة لإصلاح الإقتصاد المنهار ابتداء من سنوات 1930¹، عقب الأزمة الاقتصادية سنة 1929، وهي موجة التحرير التي كان أبرزها على الإطلاق صدور قانون (Gramm-Leach-Bliley Act) سنة 1999، الذي ألغى قانون (Glass-Steagall Act) الصادر سنة 1933، والذي يعتبر أهم قانون للتنظيم الإقتصادي وضع في تاريخ الولايات المتحدة الأمريكية، وكان قد فصل بين نشاط البنوك التجارية وبنوك الإستثمار والأعمال وشركات التأمين.² وقد أعتبر قانون (Gramm-Leach-Bliley Act) في حينه من طرف أنصار التحرر من الأنظمة بأنه أهم قانون لتطوير الصناعة المالية في القرن العشرين، وقد سمح إلغاء قانون (Glass-Steagall) على التقريب بين الأنشطة والخدمات المالية، وتحول المؤسسات المالية إلى مؤسسات أكبر، وأكثر تعقيداً³، ولكن تبين بعد الأزمة أن إلغاء قانون (Glass-Steagall) كان بمثابة الخطيئة الكبرى، إلى جانب التشجيع المفرط على الإقتراض بعد تحرير سوق القروض الأمريكية بإصدار قانون مؤسسات الإيداع، والتحرير من الأنظمة والمراقبة النقدية سنة 1980 (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act)، الذي ألغى تسقيف أسعار الفائدة من أجل تحقيق المنافسة⁴، كما أن تكتيف مسار العولمة المالية الحديثة للأسواق المالية التي تميزت بالتحول في أساليب تدخل الدول، إضافة إلى التطور التكنولوجي الهائل وخاصة إستخدام تكنولوجيات الإعلام والاتصال، وتعزيز إتفاقيات التعاون، أو حتى إندماج أو تكامل عالمي أو إقليمي يفرض إعادة النظر في مفهوم الدولة الأمة (L'Etat-

¹ - Jeffers Esther, Pollin Jean-Paul : « *Déréglementation bancaire des années 1980 et crise financière* », Revue D'économie Financiere, N° 102, 2012, p. 103 et s.

² - Vodarevski Vladimir : « *La responsabilité de la régulation dans la crise financière* », p. 2. <http://economie-analyses-actualites-opinions.over-blog.com/article-32077520.html> (consulter le 03.08.2016)

³ - Jeffers Esther, Pollin Jean-Paul : op.cit, p. 108.

⁴ - ibid, p. 105.

1 (nation) وهي العولمة المالية التي حذر منها الكثيرون من ذلك ما كتبه (Marc Flandreau) أستاذ التاريخ المالي المشهور سنة 2000 أي قبل سنوات قليلة من الأزمة المالية لسنة 2007 بالقول: (إن الأسواق تتحرر، وأن التبادل الحر ينتشر وأن النظام الاقتصادي العالمي يفرض قانونه من جديد على السياسات الوطنية. ومن وجهة نظر المؤرخ يظهر أن العولمة المالية الجارية هي ظاهرة مقلقة: تتمثل في إعادة إنبعث حضارة القرن التاسع عشر)² يقصد بذلك عودة الرأسمالية التقليدية في صورتها الأولى المتوحشة. كل ذلك أدى إلى تغييرات عميقة في الأنظمة المالية كان من نتيجتها ظهور منتجات مالية كان من أهمها على الإطلاق هو التوريق، وقد كان تزايد توريق القروض وإعادة التوزيع الواسع للمخاطر من خلال منتجات مهيكلية وخاصة منها سندات (CDO). ففي معظم الدول المتقدمة فإن البنوك زادت من نشاطها في الأسواق المالية³. وبسبب هذا التحرر من الرقابة، والقواعد التنظيمية حدث الانحراف والإفراط في استخدام تقنية التوريق، وساهم في إحداث الأزمة سنة 2007.

كما أن جذور أزمة (subprime) تعود أيضا إلى سياسات الإدارة الأمريكية المتتالية ابتداء من إدارة الرئيس (Bill Clinton) في مساعدة الأسر محدودة وغير مؤكدة الدخل من أجل الحصول على ملكية مسكن، وقد كانت الوسيلة في ذلك هي قيام مؤسستين كبيرتين وهامتين في مجال إعادة التمويل العقاري هما: (Fannie Mae) و(Freddi Mac) بشراء قروض الرهن العقاري التي كانت تمنحها البنوك لتلك الأسر على نطاق واسع، كما عملت هاتان المؤسستان شبه الحكوميتين المراقبتين من طرف الحكومة الأمريكية بالتخفيض من قواعد شرائتهما لقروض الرهن العقاري الموجهة لهذه الأسر والمعروفة بقروض (subprime)، إضافة إلى أن سياسة الإحتياطي الفدرالي (Federal Reserve) في عهد رئاسة (Alan Greenspan) الرامية إلى إبقاء نسب الفائدة منخفضة قد زاد من تشجيع هذه الأسر على الاقتراض، في حين كانت نسب فائدة هذه القروض متغيرة، ونتيجة لهذه السياسة فقد أفرطت البنوك في منح قروض رهن عقاري ذات مخاطر عالية جدا، مما يمكن إعتباره إساءة في مجال الإقراض يصل

¹ - Couret Alain et al : op.cit, p. 1175.

² - « les marchés se libéralisent le libre-échange se propage, et l'ordre économique mondial, de nouveau impose sa loi aux politiques nationales. Aux yeux de l'historien, il semble bien que la globalisation financière en cour soit au cœur d'un phénomène troublant : la résurgence, en pleine modernité, de la civilisation de dix-neuvième siècle », Flandreau Marc : « Le début de l'histoire : globalisation financière et relation internationales », Revue politique étrangère, N° 3, 2000, p. 673.
http://www.persee.fr/doc/polit_0032-342x_2000_num_65_3_4974 (consulter le 02.07.2017).

³ - Cartapanis andré : « vers une gouvernance monétaire et financière internationale sous l'égide des banques centrales ? », revue du finance, n° 197, vol. 34, septembre-octobre 2012.p. 38.

إلى درجة المجازفة، فالبنوك لم يكن يهتمها سوى تحقيق المكاسب، على أساس أنه في حالة حدوث أية مشاكل فإن بإمكانهم بيع المساكن المرهونة وإستيفاء قيمة هذه القروض من ثمنها، أو توريقها، وإبعاد مخاطرها خارج البنك¹، مما جعل البنوك تبحث عن فرص جديدة للإقراض حتى بين الفئات الأقل جدارة إئتمانية وفعلا حصلت عمليات واسعة لتوريق هذه القروض، كما أفرط المقترضون في الإقراض تحت إغراء تلك التسهيلات من أجل الحصول على مساكن سواء أكانت مساكن رئيسة أو فرعية (مساكن للعطل مثلا) على أمل أن تتحسن ظروفهم ويستطيعون سداد تلك القروض. ولكن مع إرتفاع البطالة، وعودة التضخم وزيادة نسبة الفائدة من طرف الإحتياطي الفدرالي بين سنتي 2004 و 2006 أدى إلى عجز قطاعات واسعة من تلك الأسر المقترضة عن سداد هذه القروض المستحقة عليها، وهو ما أدى إلى حجز وبيع تلك المساكن المرهونة، وهو ما أدى إلى تراجع أسعار تلك المساكن.

وقد كانت شرارة إنطلاق الأزمة قد إندلعت يوم 15 جوان 2007 عند قيام مؤسسات التصنيف الإئتماني بتخفيض (131) من الأوراق المالية المسندة بأصول (ABS) والمتعلقة بقروض رهن عقاري موجهة للإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي 07 سبتمبر 2008 تم وضع الوكالتين شبه الحكوميتين للقروض العقارية الأمريكية (Fannie Mae) و (Freddie Mac) اللتين تضمنان أكثر من نصف حجم القروض العقارية تحت وصاية الحكومة الفدرالية²، ومع تراجع السوق العقاري إنهارت أسعار المساكن، التي أصبح سعرها لا يصل حتى إلى قيمة القرض نفسه، مما أدى إلى إنكشاف البنوك على الخطر وإفلاس العديد منها، وإختيار قيمة سندات الرهن العقاري الذي إمتد فيما بعد بسرعة كبيرة ليشمل جميع أنواع السندات، وتوقف المستثمرون عن شرائها مما ألحق خسائر فادحة بالمؤسسات المالية التي تصدرها، وبشركات التأمين، وجفف مصدرا مهما من مصادر السيولة البنكية، وزاد من حالات إفلاس البنوك وكان أبرزها على الإطلاق إفلاس بنك (Lehman brothers) في 14 سبتمبر 2008 وهو أكبر إفلاس في التاريخ المالي، وكان نقطة تحول كبيرة في الأزمة، خاصة وأنه من المؤسسات المالية الكبيرة التي كان يعتقد أنها أكبر من أن تفلس (Too big to fail) وهو ما أدى إلى تسارع الأزمة وتزايدها، ثم إنتشارها بعد ذلك خارج الولايات المتحدة الأمريكية، خاصة أن سندات التوريق كان قد

¹ - Vodarevski Vladimir : op.cit, pp. 4-5.

² - Institut Montaigne : « *Comment concilier régulation financière et croissance ?* », rapport, octobre, 2012, p.2-3.

http://www.institutmontaigne.org/res/files/publications/rapport_regulation_financiere_et_croissance-1.pdf, (consulter le 21.08.2016).

تم بيعها في جميع أنحاء العالم¹، فعولمة الأسواق المالية قد أنشأت ترابطا بين مجموع الفاعلين الماليين— مما زاد من مخاطر العدوى بين الأسواق المالية²، وحدث الذعر في الأسواق لأن المتعاملين فيه لم يكونوا يعلمون أين يكمن الخطر، والأكثر من ذلك ما هي حدوده، وساهم الإعلام في إيجاد عدم الإطمئنان، فالأزمات في جانب كبير منها هي أزمة ثقة، وما تقوله وسائل الإعلام له تأثير على الأزمة، فالهلع الذي يحدث في أسواق المال هو الذي يؤدي إلى تعاظم الأزمات المالية³.

الفرع الثاني: الأسباب المباشرة للأزمة المالية لسنة 2007:

إن التعمق في التعرف على أسباب الأزمة المالية لسنة 2007 يظهر عدة أسباب رئيسة ومباشرة لهذه الأزمة يمكن إجمالها عموما في: سياسات الإقراض الخاطيء، والإصدار غير المسبوق للمنتجات المورقة، عمليات الإخراج، وفشل مؤسسات التصنيف الائتماني، تفاقم ظاهرة عدم تماثل المعلومات، وأخيرا العمل الأخلاقي، وستتناول كل واحدة من هذه الأسباب في فرع مستقل.

أولا: سياسات الإقراض الخاطئة:

إن نظام التوريق في حد ذاته هو نظام فعال يقوم في جانب كبير منه على القروض، وأن المشاكل التي حصلت فيه جاءت من نوعية القروض السيئة والعالية المخاطر التي تم منحها من البنوك ثم توريقها بعد ذلك، وقد كان من الواجب تفادي أن تكون الديون المورقة مشكوكا فيها، وإلا فإن كل النظام الذي يقوم على الثقة سيتعطل وهو ما أحدث أزمة (subprime)⁴، إن التوريق والأدوات المعقدة للقروض المهيكلة عملت بشكل لا يمكن إنكاره على تسهيل الحصول على القروض ولكنهم كانوا سببا في زيادة المخاطر بدل توزيع فعال لها، فقد تم نقل المخاطر إلى مؤسسات غير قادرة على إدارة هذه المخاطر بصورة حسنة مما أدى إلى عودة هذه المخاطر نحو البنوك نفسها التي كان من المفروض أنها

¹ Remy Morgan : « *La construction médiatique de la crise des subprimes* », Mémoire, Université Lumière Lyon II , p. 8.

http://doc.sciencespo-lyon.fr/Ressources/Documents/Etudiants/Memoires/Cyberdocs/MFE2008/remy_m/pdf/remy_m.pdf (consulter le 27.08.2016).

² Khariss Mohamed , Dkhissi tarik : « *instabilité financière et nécessité de la régulation* », International Journal of Innovation and Applied Studies , vol. 15, no. 4, pp. 779–798, May 2016. p. 788.

<http://www.ijias.issr-journals.org/abstract.php?article=IJIAS-16-071-02> , (consulté le 27.08.2016).

³ Remy Morgan : op.cit, p. 8.

⁴ Naudet Jean yves : « *Le retour de la titrisation* » <https://www.contrepoints.org/2014/05/07/165405-le-retour-de-la-titrisation>, (consulter le 16.08.2016).

تخلصت منها¹. وقد كان حجم هذه القروض السيئة كبيرا جدا حيث وصل بين عامي 2005 و 2007، وهي الفترة التي بلغت فيها القروض عديمة الملاءة ذروتها، إذ وصلت إلى 1000 مليار دولار منحت لأكثر من 05 ملايين مقترض، فتم حجز وبيع منازل الكثيرين منهم²، ومما ساهم في تفاقم سياسات الإقراض الخاطئة هو أن مؤسسات قروض الرهن العقاري الأمريكية لم تكن تخضع للقواعد القانونية التي تحكم البنوك، وذلك بسبب سياسات التحرر من الأنظمة المطبقة، مما جعل هذه المؤسسات تمنح قروضا هائلة للأسر التي كانت في وضعيات مالية صعبة، أو غير مؤكدة الدخل من أجل تملك مساكن، دون مراقبة لقدرتها على السداد مكتفية بضمانات الرهن العقاري التي كانت تمثلها هذه العقارات، ومن هنا فإن العيب لم يكن في تقنية التوريق في حد ذاتها وإنما في سبب خارجي عن هذه التقنية، وهو نوعية القروض الممنوحة، فالقروض الجيدة تنتج توريقا جيدا، وأن القروض السيئة تنتج توريقا سيئا.

ثانيا: الإصدار غير المسبوق للمنتجات المورقة، المعقدة والمركبة وغير شفافة:

إن العديد من الإبداعات والتغييرات الهيكلية في المجال المالي قد أدت إلى إضعاف تسيير المخاطر وعرضت النظام المالي إلى عدم الاستقرار³، ومنها التوريق، فتقنية التوريق تقنية معقدة و على سبيل التشبيه يمكن اعتبار الأزمة المالية التي حدثت إبتداء من سنة 2007 بمثابة ("تشرنوبل" التوريق) ("Tchernobyl" de la Titrisation)، ذلك أن إستعمال تقنية حديثة نسبيا في ظل ظروف غير متحكم فيها قد أدى في الحالتين (حالة تشرنوبل وحالة التوريق) إلى كارثة كبرى. إذ يوجد نوع من التشابه بين سيناريو الأزمة في الحالتين: فإذا كانت التكنولوجيا النووية تسمح بإنتاج أكبر للطاقة الكهربائية مما تنتجه المحطات التقليدية وبأقل كمية من الوقود، فإن التوريق يسمح للبنك بمنح قدر أكبر من القروض للإقتصاد وبرأسمال أقل. فالأزمة في أحد جوانبها ترجع إلى أن المهندسين الماليين المكلفين بوضع المنتجات المالية الهيكلية كانوا يتلقون أجورهم بالتناسب مع حجم الأعمال التي يقومون بها دون الأخذ بعين الإعتبار لمستوى المخاطر التي يتعرض لها النظام المالي. ولنتصور ماذا يمكن أن يحدث لو أن

¹ - Sacasa Noel : « *Pour éviter de nouvelles crises : les priorités de la réforme réglementaire après le désastre* », Revue Finance et développement, décembre 2008, p.12.

² - لوس إدوارد: « أزمة الرهن العقاري، من يقول أنه غير مذنب؟ »، المجلة الاقتصادية السعودية، العدد 5691، بتاريخ 2009.05.11. (www.aleqt.com/2009/05/11/article_227199.html) (أطلع عليه في 2016.08.29).

³ - Sacasa Noel : op.cit, p. 11.

المهندسين المكلفين بتسيير مفاعل نووي يتلقون أجورهم بالتناسب مع كمية الطاقة الكهربائية التي ينتجونها دون الأخذ بعين الاعتبار إجراءات الوقاية من المخاطر النووية¹.

حقيقة لقد كان اللجوء إلى عمليات التوريق بصورة غير معقولة أحد أسباب الأزمة، فالبنوك الأمريكية قامت بمنح قروض رهن عقاري عالية المخاطر ثم ورقتها على نطاق واسع وهو ما أدى إلى نقل مخاطر عجز المقرضين إلى المستثمرين وبصورة أوسع إلى الأسواق، فعمليات التوريق هذه أحدثت إحتلالات كبيرة لكونها تتسم بخاصيتين مرتبطتين ببعضهما هما: التعقيد و الغموض². وقد كان حجم الكارثة فظيلا على كامل النظام المالي العالمي.

ثالثا: عمليات الإخراج:

عمليات الإخراج (l'extériorisation) هي عمليات تتمثل في قيام بنوك الإستثمار بإصدار شرائح من السندات من خلال مؤسسات يزعم أنها مستقلة عنها، هذه المؤسسات المالية تأخذ شكل صناديق تحوط (hedge funds)، أصبحت تعرف بالبنوك الموازية أو بنوك الظل (shadow banking system) حيث قامت بتمويل هائل لشرائح السندات الموزعة على المستثمرين، وهذا ما كان ليحدث لو كان هناك فصل في النشاط بين البنوك التجارية وبنوك الإستثمار مثلما كان عليه الحال في قانون (Glass-Steagall Act).

رابعا: فشل مؤسسات التصنيف الائتماني:

إن فشل عمل مؤسسات التصنيف الائتماني في تصنيف الأوراق المالية المعقدة، والتحذير من مخاطرها كان أحد أهم أسباب الأزمة، وأن الأزمة ساهمت في تسليط الأضواء على الوضعية غير المرضية للقانون في مجال تصنيف القروض، وهي الوضعية القانونية التي إعتبرت مسؤولة على ما وصلت إليه الأمور في الأزمة، لدرجة أن بعض السلطات عبرت عن رغبتها في التخلي عن هذه المؤسسات³، ذلك أن التعقيد المتزايد للمنتجات المالية الناتجة من تركيبات معقدة جعل التقنيات المعهودة التي كانت

¹- Rochet Jean-Charles : « Le futur de la réglementation bancaire », p.18.
[https://www.tse-fr.eu/sites/default/files/medias/TSE/TSENotes/notes\(2\)rochet\(pdf\).pdf](https://www.tse-fr.eu/sites/default/files/medias/TSE/TSENotes/notes(2)rochet(pdf).pdf),
(consulté le 12.02.2017).

²- Couret Alain et al : op.cit, pp. 583.

³- Tchotourian Ivan : « Reglement (ce) n°1060-2009 concernant les agences de notation de crédit : vrai réforme ou faux-semblant ? », Bulletin Joly Bourse, septembre-octobre, 2010. paris, p. 430.

تستخدمها مؤسسات التصنيف الائتماني محل شك كبير، وأن الدراسات التي أجريت بخصوص هذه المسألة أثبتت أن الطرق التقليدية في تصنيف قروض المؤسسات لا يمكن أن يكون هو نفسه في تصنيف منتجات التوريق، إذ يجب التفرقة بين تصنيف الإصدار وتصنيف المنتجات المالية¹. فهذه المؤسسات بالوضع الذي كانت عليه لعبت دور الخصم والحكم في نفس الوقت، فمن جهة كانت تقدم الإستشارة حول هيكل عمليات التوريق، ثم تقوم من جهة أخرى بتصنيفها، وهكذا أصبحت لها مصلحة في عمليات التصنيف، وأصبح التصنيف الذي تقدمه غير موضوعي، وهو ما يؤكد التصنيف المرتفع الذي أعطي لسندات توريق قروض (subprime) وسندات (ABS) ثم بعد ذلك لسندات التوريق (CDO) الإصطناعية البالغة التعقيد، والذي وصل إلى (AAA) على خلاف الحقيقة، وهو ما أحدث أزمة ثقة حادة. فمسار التصنيف كان معيبا، لأنه لم يكن يمنح المستثمرين الشفافية والأمن التي كانوا يأملونها وهذه حقيقة مسلم بها فإستقلال مؤسسات التصنيف الائتماني قد تم التشكيك فيه، وإتمت بتلقي أحوار مرتفعة من المنظمين والمصدرين عن التصنيف الذي كانت تقوم به. في حين أن مهمتها هي الدفاع عن مصالح المستثمرين. وبإستثناء إثبات وجود أفعال جرمية فإنه من الصعب جدا إثبات ارتكاب هذه المؤسسات لخطأ يجعلهم مخلين بالإلتزام الواقع عليهم ببذل العناية².

خامسا: تفاقم ظاهرة عدم تماثل المعلومات:

إن إحدى القواعد التي يقوم عليها السوق المالي، تتمثل في معرفة المتعامل بالمخاطر وتتطلب توفر الشفافية في عمل السوق المالي. بمعنى توفر معلومات مالية ومحاسبية جيدة صحيحة ودقيقة وصادقة، ونوعية هذه المعلومات هي التي تحقق للسوق المالي الشفافية والتراثة والمساواة، والإنصاف (équité des marchés)³. وهذه المعلومات يجب أن تتوفر لكل المتعاملين في السوق. وفي التوريق فإن البنية المعقدة لهذه التقنية تنطوي على عدم تماثل المعلومات، فالمصدر يعلم جيدا وبصورة أكثر تحديدا طبيعة المنتج الذي يبيع، أكثر مما يعلم المستثمر الذي يشتريه، وهو ما يؤدي إلى عدم تماثل معلومات بين أطراف عملية التوريق، وعندما تحدث عوارض فإن الخبراء هم فقط الذين يمكنهم تقدير مداها، مما يحدث الشك في كامل فئة المنتجات المالية، ثم تنتقل العدوى، بحيث لا تجد السندات من يشتريها، وتحدث أزمة

¹- Granier Thierry : « *Financements structurés et encadrement juridique des agences de notation* », Revue Trimestrielle de Droit Financier, n° 3, 2007, p. 137.

²- Alamowitch Stéphan, Granier Thierry : « *Titrisation et crise financière* », Bulletin Joly Bourse, Janvier-Février, 2008, p. 11.

³- Bonneau Thierry, Drummond France : « *Droit des marchés financiers* », op.cit, pp.28-30.

سيولة، وتصبح البنوك معتمدة على مصدر تمويل لا يمكن التحكم فيه. ولقد ازدادت أهمية تماثل المعلومات في المجال المالي والإقتصادي، وأصبحت محل إهتمام المشرعين خاصة بعد الدراسات العديدة التي قام بها بعض كبار علماء الإقتصاد، التي أبرزت نظرية عدم تماثل المعلومات التي قال بها سنة 1970 عالم الإقتصاد الأمريكي (George Akerlof) سنة الحائز على جائزة نوبل للإقتصاد سنة 2001، والتي أسسها على ما يعرف بتقنيات "سوق الليمون" (*The Market for Lemons*)¹. وللتدليل على أهمية المعلومات في العمليات المعقدة ومنها التوريق فإن الدراسات أثبتت على سبيل المثال أن من 05 إلى 15% من المعلومات الخاطئة يمكن أن تتسبب في 50% من الخسائر².

إن التوريق ينقل الخطر فقط ولكن لا يزيله نهائيا ومن ثمة فإن مسألة متابعة الأخطار تبقى مطروحة بالنسبة للتوريق: هل أن المتدخلين الذين يقومون بإنشاء الخطر (المنظمين) قد تأكدوا من نوعية المقترضين؟ هل أن المتدخلين (المستثمرين) الذين يشترون هذه المخاطر قادرون على متابعة المخاطر التي يتحملونها وهل يستطيعون حماية أنفسهم منها؟ و ما هو الأمر الذي يجعلهم أكثر قدرة على ذلك من المؤسسة التي منحت القروض؟ وإذا كان الأمر خلاف ذلك فهل هناك في سلسلة التوريق متعاملون آخرون يقومون بهذه المهمة وكيف؟ فالتوريق يتمثل في الانتقال من نظام تكون فيه قروض متنوعة لدى البنك يملك فيها المعلومات الضرورية من أجل تقدير المخاطر المرتبطة بهذه القروض إلى نظام تجمع فيه هذه القروض تم تهيكل من أجل إعادة بيعها إلى مستثمرين آخرين في السوق المالي بعد تدخل العديد من الوسطاء (المنظم، المستشارين، مؤسسات التصنيف الائتماني، معزز القروض...). ومن أجل السماح بمتابعة أحسن لهذه المخاطر فإنه يكون من الضروري أن المعلومات تنتقل بصورة جيدة طوال هذه السلسلة من المراحل التي تمر بها عملية التوريق³.

وعلى هذا فإن أحد عيوب المسار التعاقدية في التوريق أنه في الفترة ما قبل إبرام العقد فإن المستثمرين لا يحصلون على معلومات كافية عن الأصول الضامنة (*sous-jacents*) لتلك الحقوق تمكنهم من إصدار رضا مستنير بالعملية. ففي عملية التوريق التي تنصب على محفظة حقوق فإنه من الصعب

¹- Laport cloude : op.cit, p. 55.

²- Zaveroni Fabien: «*La qualité des données: un enjeu réglementaire supplémentaire pour les métiers*», Revue Banque et stratégie, n° 323, mars, 2014, p.33.

³- Couderc Nicolas : «*titrisation, incitations et transparence*», p.196.
<http://oekonomia.net/private/cours/economiegenerale/agregation/subprime2008.pdf>
(consulté le 19.01.2017).

إعطاء معلومات معمقة حول مجموع المدينين ومجموع الحقوق. وأن اللجوء للحل السهل بإعطاء المستثمرين بعض المعلومات الإحصائية والرسوم البيانية دون الإفصاح عن طرق التقييم التي عادة ما تكون صعبة الفهم، وبالتالي فسواء في مرحلة إنشاء العقد أو خلال تنفيذه فإنه يكون من الصعب على المستثمر في سندات (CDO) و (ABS) أن يعرف طبيعة وقيمة الإستثمارات الضامنة لهذه السندات كما أنه من الصعب تحديد عيوب الرضا مثل الإمتناع التديليسي (الكتمان) عن تقديم معلومات حاسمة تؤدي إلى عدم قبول التعاقد، وأن إعادة الثقة في العملية يمر عبر جهود كبيرة تبذل من أجل تحسين طبيعة و تيرة المعلومات المقدمة. يضاف لهذه الصعوبة صعوبة أخرى تتمثل في أن المستثمرين قد إكتشفوا ولكن متأخرين بعض الشيء أن العقود المبرمة عند الإكتتاب في منتجات التوريق مهما كانت طبيعتها الحقيقية يتم فيها إدراج شروط تحد من مسؤولية المتعاقدين و شروط عدم الإعتماد (non-reliance) التي تستبعد كل واجب لتقديم النصيحة زيادة على المعلومات المطلوبة من المتعاقد الآخر، وهكذا ففي بعض العقود فإن المنظمين والمسوقين يرتبون لأنفسهم في آن واحد الإعفاء شبه التام من المسؤولية في تكوين أو تسيير محفظة المنتجات المشتقة. وكذلك الإعفاء المسبق من المسؤولية عن الكشف عن كل تضارب في المصالح سواء حاضرا أو مستقبلا¹.

سادسا: العامل الأخلاقي:

من المؤكد أن ممارسات رجال المال التي سيطر عليها الجشع كانت على الصعيد الأخلاقي سقوطا كبيرا ساهم في حدوث الأزمة²، فالبنوك أصبحت لا تحتفظ بالقروض التي تمنحها، ومن ثمة فإنها كانت تمنح هذه القروض بتساهل كبير لأنها كانت تعتزم بيع هذه الحقوق لاحقا في إطار عملية التوريق، سعيا منها لتحقيق حجم كبير من الإقراض على حساب الجودة، وبذلك فنحن أمام خطر أخلاقي أصاب عمل البنوك (L'aléa Morale)، وغير حتى من دورها الذي كان الأصل فيه الإحتفاظ بالقروض إلى تاريخ إستحقاقها، وهو ما يعرف بالإنشاء من أجل الإحتفاظ (originate to hold) (OTH) إلى نموذج عمل جديد يعتمد على إنشاء الأصل المالي (القروض) وتوزيعها في السوق، وهو ما يعرف بالإنشاء من أجل التوزيع (originate to distribute) (OTD). ومن جهة أخرى فإن المستثمرين لم يكونوا حريصين على التزامهم باليقظة (الالتزام ببذل العناية الواجبة) في معاملاتهم خاصة

¹- Alamowitch Stéphan et al : op.cit, p. 10.

²- Grossman richard:«Greed destroyed us amm:George w.Buch and the real story of the great Recession » pp. 14-18. www.salon.com/.../greed_destroyed_us_all_george_w_bush_and_ (consulter le 26.08.2016).

عندما يتعلق الأمر بالمنتجات المهيكلية التي تحصل على تصنيف جيد، وإنما كانوا يعتمدون على العناية التي يبذلها الأشخاص المانحون للقروض، وكذلك الذين يقومون بميكلة هذه المنتجات والذين لم يكن لهم الدافع لأداء هذه المهمة بصورة صحيحة. كما أن المستثمرين منحوا ثقة زائدة في تسيير المخاطر المالية لمؤسسات التصنيف الائتماني. ومن ثمة فإن التصنيف الممنوح للمنتجات المهيكلية زاد من تعزيز مسار نموذج الإنشاء من أجل التوزيع (OTD)، ذلك أن الكثير من المستثمرين قد منحوها ثقة عمياء دون تقييم نوعية الأصول الضامنة لها¹.

المطلب الثاني

طرق إصلاح النظام القانوني لمراقبة التوريق

إن الإصلاحات القانونية الرامية إلى تعزيز نظام مراقبة التوريق يجب أن تنصب على العوامل التي كانت سببا في الانحراف في استخدامه سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، وأهم هذه العوامل هي: الفصل بين نشاطات البنوك التجارية ونشاطات بنوك الاستثمار، وتحسين سياسات منح القروض، ومراقبة بنوك الظل، والإنقاص من حجم البنوك الكبرى، وتنظيم وضبط عمل مؤسسات التصنيف الائتماني، وتعزيز العمل على تماثل المعلومات من خلال الشفافية والإفصاح، وستتناول كل واحدة من هذه المسائل الستة في مطلب مستقل.

الفرع الأول: الفصل بين نشاطات البنوك التجارية ونشاطات بنوك الاستثمار:

إن الفصل بين نشاطات البنوك التجارية ونشاطات بنوك الاستثمار هو أحد العناصر الأساس للإصلاح، إذ يجب الفصل الواضح والتام بين البنوك التجارية (بنوك الإيداع) والمؤسسات المالية غير البنكية الموجهة للمضاربة والنشاطات المبنية على المخاطرة مثلما كان الأمر في قانون (Glass-Steagall-Act) الذي ألغى في موجة التحرر من القوانين والضبط سنة 1999، وفي هذا التنظيم الجديد يمنع على البنوك التجارية القيام بعمليات في السوق المالي لحسابها، كما يمنع عليها أن تكون مالكة لمؤسسات مالية

¹ Wellink Nout : «*Au-delà de la crise: la réponse stratégique du comité de bale*» banque fe France. Revue de la stabilité financière, n° 13 – quel avenir pour la régulation financière ?, septembre 2009, p. 134. <https://www.banque-france.fr/.../revue-stabilite-financiere-de-septembre-2009-etude-1...> (consulter le 27.08.2016).

غير بنكية، كما يمنع على البنوك التجارية أن تمنح قروضا للمؤسسات المالية غير البنكية، وهذه القاعدة تستلزم أن المؤسسات غير البنكية يجب أن تلجأ في التمويل للمؤسسات غير البنكية، وفي هذا الإطار فإن الإصلاحات التنظيمية التي حصلت بعد الأزمة عملت على قطع الصلة بين البنوك التجارية وباقي مؤسسات النظام المالي¹، من ذلك ما جاء في قانون (Dodd-Frank) لإصلاح وول ستريت (Wall Street) وحماية المستهلكين في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2010، كما أن قيودا أخرى وضعت على البنوك التجارية التي تريد أن تصبح مالكة لحصص في أحد صناديق المضاربة، ونفس الإجراء تم إتخاذه أيضا في أوروبا، وقد كانت فرنسا أول من بادر بعد الأزمة إلى إصدار قانون يقرر الفصل بين نشاطات البنوك التجارية ونشاطات المضاربة، وذلك في إطار خطوات الإصلاح من أجل الخروج من الأزمة، بإستخلاص الدروس مما حصل في الولايات المتحدة الأمريكية، ويتعلق الأمر بالقانون رقم 672-2013 المؤرخ في 26 جويلية 2013، والذي أهم ما جاء فيه هو منع البنوك التجارية من القيام بأية عمليات متعلقة بشراء أدوات مالية لحسابها الخاص وهو ما نصت عليه المادة (L.511-47-1) من القانون النقدي والمالي الفرنسي، وكذلك العمليات التي يقوم بها البنك لحسابه مع هيئات الإستثمار الجماعي وهو ما نصت عليه المادة (L.511-47-2) من القانون النقدي والمالي الفرنسي². كما أن من الإقتراحات في مجال بنية التوريق هو عمل فصل مصغر (Mni Glass-Steagall Act) بين نشاطات الإنشاء ونشاطات الهيكلية من جهة، وبين عمليات إصدار الأوراق المالية والاستثمار فيها من جهة أخرى، و هذا التصور يسمح بمزيد من المتدخلين المدفوعين بشكل كاف على القيام بتحليل معمق لنوعية حزم الأصول وهيكلية التوريق³.

الفرع الثاني: تحسين سياسات منح القروض:

إن تدهور ممارسات منح القروض قد شكلت عملا مركزيا وحاسما ساهم في الأزمة المالية، ولذلك فإن إطارا تنظيميا و إحترازيا شاملا يمكن أن يساهم في وضع معايير إقراض صلبة طوال دورة القرض، هذا الإطار ضروري من جهة من أجل تجنب التدهور الذي يحصل في نوعية الإكتتاب عند نهاية

¹ - Herr Hansjorg : « *Comment Faire Fonctionner un système Financier instable ? Des option pour le réformer* », journal international de recherche syndical, 2011, vol.3, n°1, pp :159 – 160.
www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_dialogue/---/wcms_158765.pdf. (consulter le 28.06.2016).

² - Gourio Alain : « *La séparation de certaines activités* », Revue de droit bancaire et financier, n° 6, novembre 2013, pp. 53-58.

³ - Beacco jaen-michel et al : op.cit, p. 108.

دورته، وهذه الإجراءات يجب أن تضمن جودة ونوعية الوساطة، والتقييم الجيد لمدى ملاءة المقترضين على أساس المعلومات المراقبة والموثقة¹.

إن التوريق قد عمل على تشجيع نمو حجم القروض في الإقتصاد، ولكن التوريق عمل أيضا على تدهور نوعية القروض،². فالقروض العقارية عالية المخاطر التي تسببت في الأزمة كانت قد منحت من طرف هيئات إقراض للرهن العقاري ليست هي من تحملت مخاطر عدم سدادها، وهو ما أوجد نوعا من اللامسؤولية لدى هؤلاء الدائنين المقترضين في منح هذه القروض، ولإصلاح ذلك يتوجب جعل التوريق أكثر مسؤولية، وعدم قبول توريق القروض التي تتوفر فيها معلومات غير كافية عن المقترضين، وعدم قبول توريق إجمالي القروض الممنوحة، بل يتعين على مانحي هذه القروض الاحتفاظ بجزء منها، وهو ما يجعلها أكثر حرصا في منح هذه القروض. وكذلك إلزام البنوك بمراقبة ملاءة المقترضين، ووضع معايير إحتراز بشأن القروض الموجهة للأسر. وهو ما عملت الإصلاحات بعد الأزمة على تعزيزه من خلال إلزام المؤسسات المالية بأن تستبقي في ميزانيتها نسبة من هذه السندات المورقةا تعتبر بمثابة إشتراك في المخاطر.

الفرع الثالث: مراقبة بنوك الظل غير المنظمة والمنتجات المالية المشتقة:

لقد كشفت أزمة الرهن العقاري في سنة 2007 عن وجود نظام تمويل تقوم به ما يعرف ببنوك الظل (أو البنوك الموازية) (*shadow bank*)، وهي كيانات خارجة عن القطاع البنكي التقليدي ولكنها تقوم بنشاطات مشابهة لها، مثل صناديق التحوط، وهي تقوم بتجميع إيدار سائل في الغالب وتحويله إلى إستثمار طويل الأجل وبالأخص منتجات التوريق، وهذا النظام البنكي الموازي يعمل على تحقيق ترابط بين البنوك ومجموع المؤسسات المالية و يشكل مصدرا هاما للمخاطر النظامية، وقد لعبت هذه البنوك دورا أساسيا في نشوء الأزمة المالية، ثم إنتشارها بعد ذلك عالميا.³ فبعيدا عن رقابة السلطات النقدية والتنظيمية، قامت هذه البنوك بعمليات توريق غير شفافة، كما قامت بمنح قروض سيئة. ومن ثمة يجب

¹ - Segoviano Miguel et al : « *La relance de la titrisation* », Banque de Franc, Revue de la stabilité financière, n° 19, Avril 2015, p. 58.
https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/.../RSF19_4_FMI.pdf. (consulter le 07.07.2016).

² - Couderc nicolas : op.cit, p. 199.

³ - Jeffers Esther, et al : « *Le shadow banking system et la crise financière* » ,p. 50.
www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/libris/.../3303330403754_EX.pdf. (consulter le 01.09.2016).

وضع القواعد التنظيمية التي تحكم كل هذه المؤسسات المالية، وإلزامها بأن تعلن للجمهور عن أنشطتها، وأن تحتفظ بحجم من الأموال الخاصة، وأن تقوم هيئات الضبط بالإشراف عليها ومراقبة نشاطها. أما بالنسبة للمنتجات المالية المهيكلة ومنها التوريق فيجب أن يحرص تداولها داخل الأسواق المنظمة والمراقبة فقط، وهو ما يعني إختفاء كل تعاملات التعاقد المباشر (بالتراضي) (gré a gré)، فالمنتجات المالية المشتقة يجب أن تستجيب للمعايير، وأن تراقب وأن يوافق عليها من طرف مؤسسات الضبط قبل طرحها للبيع.¹ وقد طالبت بعض الجهات مثل منتدى الإستقرار المالي العالمي بإنشاء سوق منظم للمنتجات المشتقة يتم فيه تنظيم و نمذجة مسار هذه التعاملات². كما تضمن قانون (Dodd- Frank) في الولايات المتحدة الأمريكية إجراءات تهدف إلى التقليل من تحمل البنوك التجارية للمخاطر خاصة في علاقاتها مع الفاعلين في بنوك الظل، من ذلك تحديد مشاركتها في صناديق المضاربة بـ 03 % من الأموال الخاصة و عزل أنشطة التعامل في المشتقات. كما قام الإتحاد الأوروبي بإصلاحات مماثلة تضمنتها التعليمات 575-2013 بتاريخ 26 جوان 2013³.

وبالنسبة لعقود المشتقات فقد كشفت الأزمة المالية مدى القصور الذي تنطوي عليه مثل هذه العقود، ومستويات المخاطر الكبيرة التي تحتويها والناجمة عن سوء إدارتها ونقص الشفافية، التي كانت سببا في إفلاس بنوك كبرى مثل (Lehman brothers) وتعثر مؤسسات مالية أخرى مثل شركة التأمين العملاقة (AIG)، مما زاد من المطالبة بأهمية تنظيم هذه المنتجات، وجعل التعامل بهذه العقود يتم فقط داخل الأسواق المنظمة بدلا عن الأسواق غير منظمة (OTC) التي تتم فيها أغلبية هذه المعاملات، حتى يسهل تتبعها، وتمكن المراقبين من التدخل إذا لزم الأمر⁴.

الفرع الرابع: الإنقاص من حجم البنوك الكبرى:

فهذه البنوك الكبرى (Mega Bank) تضخمت بشكل هائل، وبسبب الترابط الكبير بين هذه البنوك والمؤسسات المالية الأخرى داخليا وخارجيا بفعل العولة المالية، ومن ثمة فإن تعرض إحدى هذه

¹ - Herr Hansjorg : op.cit, p. 161.

² - Boucheta Haroun : « conflict d'intérêts et produits dérivés », Bulletin Joly Bourse, novembre-décembre 2008op.cit, pp. 568-569.

³ - Jeffers Esther et al : op.cit, p. 56.

⁴ - السقا محمد إبراهيم: « المشتقات المالية... قبلة العالم الدائمة »، المجلة الإقتصادية السعودية، العدد، 6777، بتاريخ 2012.05.12. https://www.aleqt.com/2012/05/01/article_652520.html ، (أطلع عليه في 2016.08.29).

البنوك للإفلاس سيؤدي إلى سقوط بقية البنوك الأخرى تباعا (تأثير الدومينو *Domino Effect*)، وهو ما يؤدي إلى حدوث أزمة نظامية كارثية. ولذلك فإن السلطات العمومية لا يمكنها وتحت أي ظرف كان أن تسمح بسقوط أي من هذه البنوك الكبرى مهما كانت التكلفة، ولذلك أصبحت هذه البنوك تعتقد أنها " أكبر من أن تفلس " (*too big to fail*) أو (*Trop Importantes pour Faire Failliet*)، ومن ثمة فإن القائمين على هذه البنوك قد أساءوا التصرف وتقدير المخاطر في أعمالهم، وقد برز ذلك بصورة كبيرة في مجال التوريق، طالما أنهم كانوا متأكدين بأن السلطات العمومية ستتدخل لإنقاذهم تجنباً لحدوث تلك المخاطر النظامية، وعلى هذا فإن إصلاح الوضع يتطلب جعل من الممكن القبول بخضوعها للإفلاس، إضافة إلى إنقاص حجمها، أو حتى تفكيكها إلى مؤسسات أصغر، فلا تصبح تشكل مثل تلك الأخطار النظامية، ومن ثمة يمكن جعلها تتعرض للإفلاس أي الرجوع مجدداً إلى روح قانون (*Glass-Steagall-Act*) الذي كان قد عمل على الحد من حجم هذه المؤسسات المالية في سنوات 1930، ومن ثمة ستحسن هذه البنوك التصرف في عملها.

الفرع الخامس: إصلاح عمل مؤسسات التصنيف الائتماني:

لقد إعتبر عمل مؤسسات التصنيف الائتماني أحد الأسباب الرئيسة في الأزمة المالية الحاصلة، وهذا راجع إلى نوعية المعلومات التي أعطتها بمناسبة تصنيف سندات التوريق، نتيجة المصالح المتضاربة التي تمثلها هذه المؤسسات والتي أفقدت عملها الموضوعية، وكذلك صراع هذه المؤسسات فيما بينها، وفقدان الجودة في التصنيف الذي تقوم به هذه المؤسسات، فلم تستطع التنبؤ بإختيار سندات التوريق التي سبق أن صنفتها تصنيفاً مرتفعاً، وأن عملية إصلاحها يجب أن تنصب بالأساس على وضع نظام قانوني يحكم وضعها وأساليب عملها، ومسؤوليتها، وإخضاع عملها لإشراف هيئات الضبط، ومن جهة أخرى جعل أساليب عملها أكثر شفافية، وتطبيق جزاءات إدارية عليها من طرف هيئات الضبط في حالة الإخلال بعملها¹. ومنع الإزدواجية في عملها إذ لا يعقل أن تقبض هذه المؤسسات من المؤسسات المالية أجراً نظير إستشارتها حول المنتجات، ثم تقوم بتصنيف هذه المنتجات لاحقاً وتقبض

¹- Du Marais Bertrand et al : « *Le droit , les agence de notation et la crise du crédit* », pp. 1- 6.
www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2008_hos_7_1_5217_consulter_le_25.07.206.

مقابل ذلك أجرا آخر، فهذه الإزدواجية في الوظائف تعتبر إنحرافا مؤكدا في عمل هذه المؤسسات.¹ وتشكل حالة من حالات تضارب المصالح التي ينبغي ألا توجد في المجال المالي.

و رغم وجود إتجاه عارض بشدة إجراء أية إصلاحات بشأن عمل هذه المؤسسات، متمسكين بالفكرة القائلة بأن هذه المؤسسات تقدم مجرد رأي يقع في إطار حرية التعبير ومن ثمة لا يمكن مساءلتها عنه، هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن هذه المؤسسات لا تحتاج إلى تنظيم وأنه يكفي الإعتماد على مجرد الضبط الذاتي، على أساس أن هذه المؤسسات تجد تنظيمها في الواقع، وأن مصداقيتها ستتضرر إن هي أساءت العمل، وستزيد هذه المصدقية إن هي أحسنت عملها، ففوة هذه المؤسسات يأتي من مصداقيتها وأنه لا داعي أبدا لتنظيمها ووضع قواعد للمسؤولية تحكمها، ولكن الحقيقة أن هذه المصدقية لا تكفي وحدها من أجل ضمان الجودة في عملها وجعلها تتصرف بمسؤولية، فهذه المؤسسات تقدم مجرد رأي يقع في إطار حرية التعبير، إضافة إلى أنها لم تكن طرفا في المعاملة الجارية بين المصدرين وهذه المؤسسات، لأن القاعدة أن العقد لا يربط إلتزاما في ذمة الغير، ومن ثمة لا يمكن مساءلتها عنه هذا من جهة، ومن جهة أخرى صعوبة إثبات هذه المسؤولية التي تتطلب إثبات الخطأ وإثبات العلاقة السببية بين الخطأ والضرر، وهي مسألة مشتركة بين القوانين المختلفة سواء في فرنسا والجزائر أو في الولايات المتحدة الأمريكية، وإن كانت هذه المسؤولية التقصيرية يسهل إثارتها بالنسبة لهذه المؤسسات في حالي الغش والخطأ الجسيم وفقا للقواعد العامة، ولكن الإلتزام بعد أزمة 2008 سواء في الولايات المتحدة الأمريكية أو في أوروبا هو البحث على إقامة نظام خاص لمسؤولية هذه المؤسسات وفقا لتوجهات المؤسسات الرقابية الدولية وعلى رأسها مجلس الإستقرار المالي (*Financial Stability Board*).

وبديهي أن مسؤولية هذه المؤسسات ستكون مسؤولية عقدية في حالة وجود عقد بين الطرفين كما في حالة العلاقة بين المصدرين وهذه المؤسسات، أو مسؤولية تقصيرية إستنادا للفعل الضار في حالة عدم وجود عقد بين الطرفين مثلما هو الحال بالنسبة للمستثمرين الذين لا تربطهم أية علاقة تعاقدية مع هذه المؤسسات، وذلك تحت تأثير فكرة أن هذه المؤسسات لا تقدم إلا مجرد رأي لا يمكن أن تسأل

¹- De Larosière Jacques : « la crise financière actuelle. Pourquoi le système a-t-il déraillé ? réflexions sur la titrisation », revue d'économie financière, année 2008, volume 7, n°1, p. 4.
www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2008_hos_7_1_5179. (consulter le 19.08.2016).

عنه، وهو ما يعتبر مشكلة وفراغا قانونيا يجب معالجته حتى لا يقع الإنحراف في عمل النظام ككل، أو أن يقوم المستثمرون بالتعاقد مع هذه المؤسسات لتقدير المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية التي يستثمرون أموالهم في شرائها، وعندها يمكن إثارة مسؤوليتهم التعاقدية عن التصنيف الذي تمنحه هذه المؤسسات، ذلك أنه يصعب الإعتماد على قواعد المسؤولية التقصيرية لتقرير مسؤولية هذه المؤسسات، أما بالنسبة للمسؤولية التعاقدية فإن المشكلة تكمن في أن هذه المؤسسات تعمل غالبا في الواقع على تقليص مسؤوليتها من خلال تضمين العقد الذي تبرمه شروطا للإعفاء من المسؤولية العقدية، وفي هذا فقد تصدى المشرع الفرنسي لهذا الوضع فنص في المادة (L.544-6) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أن الشروط الرامية إلى إستبعاد مسؤولية مؤسسات التصنيف الائتماني تكون ممنوعة وعديمة الأثر. ولكن الخطوة الأكثر جرأة في مجمل تقرير المسؤولية المدنية لمؤسسات التصنيف الائتماني حدثت على مستوى الإتحاد الأوروبي بإصدار اللائحة 462-2013 المعدلة لللائحة 1060-2009 حيث أقرت مبدأ المسؤولية المدنية لهذه المؤسسات عن التصنيف الذي تقوم به، وحق المستثمرين في إقامة الدعوى ضدها من أجل طلب تحميلها المسؤولية عن الأضرار التي يمكن أن تلحق هؤلاء المستثمرين.

إن الأزمة قد سلطت الأضواء أيضا على الثغرات ذات الطبيعة القانونية في النشاطات المختلفة للمتعاملين المتدخلين في العمليات المهيكلية والتوريق، وأهم هذه الثغرات يتعلق بتضارب المصالح، وأن ما حدث بشأن سندات التوريق الإصطناعي (CDO) المعقدة حيث أعتبر تضارب المصالح نتيجة الجمع بين الوظائف بمناسبة هيكلية هذه السندات ثم تصنيفها أحد الأسباب الرئيسة لحدوث الأزمة¹. وبصورة عامة فإن تضارب المصالح يوجد عندما يستهدف نفس الشخص مصلحتين أو أكثر عندما تكون هذه المصالح متضاربة، وبصورة أدق فإن تضارب المصالح بالنسبة للمتعامل المحترف في المجال المالي هو تلك الوضعية التي يجد فيها هذا المتعامل المحترف مصالحه الشخصية متضاربة مع مصالح أخرى يقع على عاتقه تحقيقها².

¹ - Boucheta Haroun : op.cit, pp. 564-566

² - Daigre Jean-Jacques : « *conflit d'intérêts et compte propre* », Bulletin Joly Bourse, novembre-décembre 2008, p. 569.

إن إستقلال التصنيف يبقى مشكلة كبيرة قائمة طالما أن تمويله يتم فقط من طرف المصدرين والمنظمين، في غياب ميكانيزم يسمح لهذه المؤسسات بتلقى أجرها من طرف المستثمرين¹.

ولهذا فإن من أهم المقترحات التي نودي بها لإصلاح مؤسسات التصنيف الائتماني بعد أزمة 2007 هو الرجوع إلى النموذج الأول الذي تم التحلي عنه في سنوات 1980 بفعل سياسات التحرير المالي، وهو نموذج يقوم على مبدأ (المستثمر المسدد) (Investisseur Payeur) فالمستثمرون يرغبون في إستثمار أموالهم ولهذا فهم يدفعون من أجل الحصول على خدمات مؤسسات التصنيف الائتماني ومن ثمة معرفة نوعية الديون التي يريدون شرائها. وأن مثل هذا النظام من شأنه أن يجد من صراع المصالح الذي يلازم نظام (المصدر المسدد) (émetteur payeur) كما أن من بين الإقتراحات الأخرى أيضا، كسر إحتكار مؤسسات التصنيف الائتماني وفتحها للمنافسة بجعل التصنيف يتم من طرف مؤسستين فأكثر من مؤسسات التصنيف الائتماني مما يسمح بمزيد من الدقة في عملها، كما يسمح بوجود منافسة ينتج عنها تخفيض تكلفة التصنيف وهو ما يصب في مصلحة المستثمرين المكتتبين، كما أن من المقترحات أيضا إقتراح إلزام مؤسسات التصنيف الائتماني بأن تسلم للمستثمرين كامل تقرير البحث الذي تعده هذه المؤسسات وعدم الإكتفاء بمذكرة التصنيف كما جرت عليه العادة وهو ما يتيح للمستثمرين التأكد من صدقية المعلومات والتصنيف وجعل التصنيف عملا يتم في شفافية أكبر حتى تتم إزالة الغموض عن عملها وخاصة فيما يتعلق بطريقة التصنيف². وفي مجال تنظيم مؤسسات التصنيف الائتماني وتحقيق الشفافية في عملها إقتراح إلزامها بكشف الأجر التي تتلقاها مقابل التصنيف الذي تقوم به³.

وقد إشتراط المشرع في الإتحاد الأوروبي ضمن الإجراءات التنظيمية المتخذة بعد الأزمة وجوب أن تقوم المؤسسات المالية بتقييم مخاطر القروض بنفسها، بدل أن تعتمد في ذلك فقط وبصورة آلية على تصنيف هذه المؤسسات، أي اعتماد نماذج التقييم الداخلي (IRB) التي جاءت بها إتفاقية بازل 2، وهو بالفعل ما نصت عليه المادة (A5) من اللائحة التنظيمية 575-2013 بتاريخ 26 جوان 2013، التي إشتطرت أيضا ألا تستعمل البنوك هذا التصنيف إلا إذا إحتزمت معايير دقيقة للجودة، وأن تطبق

¹- Alamowitch Stéphan et al : op.cit, p. 10.

²- Jospé Ilanah et al : « *les failles des agences de notation* », pp. 14-15.

www.infoguerre.fr/fichiers/Les_failles_des_agences_de_notation_2012.pdf (consulter le 19.03.2017).

³- Beacco Jaen-michel et al : op.cit, p. 110.

تقييم القروض بصورة جيدة، وهو ما نصت عليه المادتين 268 و 269 من نفس اللائحة، إضافة إلى أن التنظيمات الأوروبية والأمريكية تتضمن من الآن فصاعدا إجراءات تسمح بضمان شفافية أكبر في العلاقات بين المصدرين و مؤسسات التصنيف الائتماني،¹ كما يمكن الحد من هيمنة و إنحراف هذه المؤسسات بنمذجة المنتجات المالية ومنها التوريق وإعتمادها من طرف هيئات الضبط قبل إصدارها.²

الفرع السادس: تعزيز العمل على تماثل المعلومات من خلال الشفافية والإفصاح:

إن التوريق ينطوي على نقل مخاطر الائتمان من متعامل متخصص في تمويله وتقييمه إلى متعاملين آخرين ليسوا بالضرورة أن يكونوا بنوكا. وعلى خلاف العلاقات البنكية التقليدية فإن طرح منتجات مهيكلية في السوق يقتضي تدخل عدد كبير من المتدخلين المختلفين المتخصصين والمرتبطين بعلاقات معقدة في سياق يتميز بعدم تماثل المعلومات.³ وهو ما يستوجب العمل على وجوب إتباع قواعد الشفافية في عمليات التوريق، بتمكين المستثمرين من الحصول على المعلومات الكافية واللازمة المتعلقة بمنتجات التوريق، والإلتزام بصحة هذه المعلومات، خاصة فيما يتعلق بطبيعة المخاطر، والضمانات المرتبطة بها، وهو ما دفع بالكثير من فقهاء القانون إلى المناداة بوضع قواعد تعمل على تحسين المعلومات بخصوص المنتجات المستندة على عمليات التمويل المهيكل (ومنها التوريق) بصورة تضمن إنتقال المعلومات بصورة كاملة وسريعة ما بين مؤسسات التصنيف الائتماني والمسييرين للأدوات المالية الناتجة من التمويل المهيكل، إضافة إلى تنظيم إلتزام خاص بالإعلام.⁴ كما ذهب إتجاه في الفقه إلى محاولة تأسيس المسؤولية عن التركيب المالي وما ينتج عنه من سندات تتضمن تسويقا لمنتجات مالية على عدم قيام البنك أو الوسيط بتتوير المستثمر بالمعلومات الكافية المتعلقة بمواصفات وأخطار تلك المنتجات المالية.⁵ وهو ما عملت على تعزيزه تشريعات الإصلاح في الولايات المتحدة والإتحاد الأوروبي بعد الأزمة.

¹- Segoviano Miguel et al : op.cit. p. 59.

²- Herr Hansjorg : op.cit, p. 164.

³- Couderc Nicolas : op.cit, pp. 197-198

⁴- Granier Thierry : « **Financements structurés et encadrement juridique des agences de notation** », op.cit, p. 137.

⁵- Legeais Dominique : « **Le montage financier à la recherche de son régime juridique** », mélanges en l'honneur du professeur paul la cannu, Dalloz-LGDG, 2014, p.696

المطلب الثالث

الإجراءات القانونية المتخذة لتعزيز مراقبة التوريق بعد الأزمة المالية لسنة 2007

إن الأزمة المالية التي حصلت سنة 2007 ليست أزمة توريق فقط، بل إنها أزمة شاملة لكل النظام المالي العالمي، وأن أسبابها لا تكمن في عوامل خارجية عن المجال المالي كأسعار المواد الأولية مثلا، ولكن في أسباب من داخل النظام المالي نفسه والمتمثلة في التقنيات المالية المستخدمة¹، وأنها تجدد تفسيرها لدى البعض بأنها مظهر من مظاهر فرضية عدم الاستقرار المالي (*Finnacial instability Hypothesis*) التي قال بها عالم الإقتصاد الأمريكي (*Hyman Minsky*) سنة 1986 وهي تنطبق تحديدا على ما سماه بالتمويل على طريقة (*Ponzi*) (*ponzi financing*)، والسبب يكمن حسب (*Minsky*) في إضعاف الضبط الذي تقوم به السلطات العامة، وهو ما أشار إليه في مؤلفه (يمكن لهذا أن يحدث مرة أخرى (*can it happen again*)²، وهكذا فإن مقولة الضبط الذاتي للأسواق (*L'autorégulation*) التي سادت في الفترة التي سبقت الأزمة والتحرير من الأنظمة و(*déréglementation*) والاضبط (*dérégulation*) بتحرير شروط الدخول للأسواق وعملها بإسم المنافسة الحرة كان خاطئا، وأن سلوك الأسواق المالية لا يصحح نفسه بنفسه، وأن هذا التصحيح لا يمكن أن يتحقق إلا عن طريق التنظيم والاضبط. فالأزمة المالية الأخيرة أثبتت ضرورة عودة الدولة لتمسك بنفسها بموضوع الضبط في المجال المالي بإعتبارها فاعلا مركزيا في هذا الضبط بعد غياب طويل عن الساحة المالية بحجة الحياد والاضبط الذاتي للأسواق، وأن الدولة هي صمام الأمان في مواجهة منطوق السوق³.

إن الأزمة المالية أثبتت أن نظام الضبط كان فاشلا، ولم يؤد دوره، مما يمكن معه القول أن الأزمة التي حصلت يمكن إعتبارها بصورة حقيقية وموضوعية أزمة تنظيم وضبط، فالتنظيم والاضبط ضروريان للنظام المالي من أجل مراقبة عمل البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وجعلها تتحمل نتائج

¹ - Boucheta Haroun :op.cit, p. 562.

² - Plihon Dominique : « *Minsky,théoricien de L'instabilité financière* », pp. 2 - 6.
<https://france.attac.org/nos.../les...10.../minsky-theoricien-de-l-instabilite-financiere>.
(consulter le 30.08.2016).

³ - Vauplane Hubert : « *changer les paradigmes de la régulation financière* », raport moral sur l'argent dans le monde 2014.19^e édition, association d'économie financière, france, p. 27.
<https://www.aef.asso.fr/telecharger-article/changer-les-paradigmes-de-la-r.../pdf> ,
(consulter le.09.07.2016).

ما تقدم عليه من مخاطرة، وتفادي أن يكون المودعين هم الضحايا، وحتى يكون ذلك حافزا لهذه البنوك والمؤسسات المالية على عدم المخاطرة حين تعلم أنها هي من سيدفع الثمن وليس المجتمع ككل¹، كما أن الأزمة المالية أثبتت بوضوح أيضا أن التنظيم المصاحب للتوريق والمنتجات المعقدة كان فاشلا²، فالأزمة زادت من الطلب المتنامي على القانون في المجال الإقتصادي، تماما مثلما حدث بشأن سياسات التدخل التي عرفت بإسم الصفقة الجديدة (*New Deal*) في الولايات المتحدة الأمريكية في سنوات 1930 لمواجهة آثار أزمة الكساد العظيم، وكان من أبرز الأمثلة عليها إنشاء هيئة الأوراق المالية والأسواق الأمريكية (*SEC*) سنة 1934 والتي أوكل لها مهمة ضبط الأسواق، وكذلك وضع قانون (*Glass-Steagall Act*). وهذا التدخل من الدولة لا يمكن الإستغناء عنه من أجل تنظيم وضبط الحياة الإقتصادية³.

إن ترابط وتداخل العلاقة بين القانون والإقتصاد يستوجب الإنتقال من مفهوم الإقتصاد المؤطر بالقانون («encadrée» par le droit) إلى مفهوم الإقتصاد المحتوى داخل القانون («encastrée» dans le droit)⁴. وإن تزايد أهمية الضبط في المجال المالي الإقتصادي أدى إلى نشوء فرع جديد من فروع القانون هو قانون الضبط الإقتصادي (*droit de la régulation économique*). فالدولة تبقى هي الضامن الوحيد للنظام العام الإقتصادي، وأن الأزمة المالية كشفت بصورة واضحة أيضا عن عدم مساندة القانون للتطور الإقتصادي، فتطور الأسواق يتطلب بالمقابل تطوير القانون، فالأسواق المالية شهدت ظهور وإنتشار مبتكرات مالية جديدة كالتوريق، والمشتقات، ولكنها تركت من غير تنظيم قانوني، وضبط، بل أكثر من ذلك أن أغلب هذه الإبتكارات كان الهدف منها هو الإلتفاف على القوانين، وهو ما جعلها تستخدم بصورة منحرفة ومفرطة، ومن ثمة فإن تنظيم وضبط تقنية التوريق (وغيرها من المبتكرات) هو الوسيلة التي ستمكن من تفادي ما ظهر من مساوئ التوريق، ويسمح له بمواصلة تأدية دوره الإقتصادي المفيد.

¹ - Pollin Jean-Paul : « *Les insuffisances de la nouvelle régulation bancaire :entre renoncements et fausses solutions* » , p. 1.

http://www.fondation-res-publica.org/Les-insuffisances-de-la-nouvelle-regulation-bancaire-entre-renoncements-et-fausses-solutions_a828.html , (consulter le.09.07.2016).

² - Jeffers Esther, Pollin Jean-Paul : op, cit, p. 109.

³ - Bessy Christian et al : « *droit et régulation des activités économiques :prespectives sociologiques et institutionnalistes* » , Collection Droit et Société, L.G.D.2011, p. 1.

economix.fr/pdf/seminaires/conventions/2011-11-25_bon-de-commande.pdf , (consulté le 11.08.2016).

⁴ - ibid, p. 8.

ومن المهم جدا في مجال القانون التفرقة بين الضبط (Régulation) والتنظيم (Réglementation)، فالتنظيمات في المجال المالي يعني مجموع القواعد الموضوعية من طرف السلطات العمومية، والتي تحكم العلاقات بين الفاعلين في المجال المالي (البنوك والمؤسسات المالية)، في حين أن الضبط يمكن تعريفه بمفهوم المخالفة لمقولة (دعه يعمل Laissez faire)، بأنه مجموعة القواعد الدافعة والممارسة من السلطات العمومية التي تقوم بالإشراف والتي تهدف إلى وضع وضمان إستمرار الإستقرار المالي، فالنظام البنكي والمالي يكون مستقرا عندما يكون قادرا على إمتصاص الصدمات¹.

والأزمة المالية التي بدأت في سنة 2007 بالرغم من أنها أخذت طابعا عالميا، إلا أنها حدثت بالأساس في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، وهما سوقي التوريق الأساس في العالم، وفيهما يجب أن يحدث الإصلاح بالدرجة الأولى، إلى جانب تنسيق إصلاحات دولية تتم في إطار مجموعة العشرين (G20)، وكذلك صندوق النقد الدولي، وتوصيات لجنة (بازل) المتعلقة بالحوكمة المالية المنصبة على الأساليب التي تدار بها البنوك، وستتناول في هذا المبحث أهم إصلاحات التنظيم والضبط التي حصلت بعد الأزمة من أجل إصلاح وتعزيز مسار التوريق ومراقبته، وسنقسمه إلى ثلاثة فروع كالتالي:

الفرع الأول: الإجراءات المتخذة في الولايات المتحدة الأمريكية.

الفرع الثاني: الإجراءات المتخذة على مستوى الإتحاد الأوروبي.

الفرع الثالث: الإجراءات المتخذة على المستوى الدولي.

الفرع الأول: الإجراءات المتخذة في الولايات المتحدة الأمريكية.

يعتبر قانون (Dodd-Frank)² لإصلاح وول ستريت وحماية المستهلكين (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)³ أهم الإجراءات المتخذة في إطار تعزيز مراقبة التوريق وإصلاحه في الولايات المتحدة الأمريكية بعد الأزمة لتعزيز النظام المالي عموما و التوريق بصورة

¹ Wachalowicz- Garcia Beata : « *L'évolution de la réglementation financière européenne suite à la crise 2007-2010* », mémoire présenté pour l'obtention du master en études européennes, institut europeen de l'universite de Geneve, 2012, p.5.

<https://www.unige.ch/gsi/files/3214/0351/6343/Wachalowicz-Garcia.pdf> , (consulter le 23.07.2016).

² - تسمية (Dodd-Frank) نسبة إلى السناتور (Chris Dodd)، والنائب (Barney Frank) عضوي الكونغرس الأمريكي الذين كلنا بإعداد هذا القانون.

³ Dodd-Frank act, <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text>. (consulter le 21.08.2016).

خاصة، وهو إطار قانوني وقعه الرئيس الأمريكي (Barack Obama) في 21 جويلية 2010، يتكون من 16 مادة ومن 848 صفحة، يعتبر أهم قانون للتنظيم الإقتصادي صدر في الولايات المتحدة منذ قانون (Glass-Steagall Act) سنة 1933، تناول المسائل الأساس التي أثارها الأزمة المالية¹، و إحتل إصلاح التوريق جزء مهما منه، وقد أخذ بعين الإعتبار التوصيات والتعهدات المتخذة في إطار مجموعة العشرين (G 20) وقد عمل هذا القانون على وضع معايير جديدة للشفافية والإفصاح المالي، ومبدأ تحمل المسؤولية بالنسبة للمؤسسات المالية بغرض الحد من المخاطر، ومعالجة هشاشة النظام المالي التي ظهرت إثر الأزمة ووضع ميكانيزمات فعالة لحماية المستهلكين في الخدمات المالية، وهي إصلاحات واسعة تهدف إلى مراقبة المخاطر النظامية وضبط المؤسسات المالية، وتنظيم أسواق رؤوس الأموال وحوكمة المؤسسات²، وقد تمحور القانون على المسائل التالية:

1 – بالنسبة للإصلاح المؤسسي:

فقد تم إنشاء مجلس الإستقرار المالي (FSOC) (Financial Stability Oversight Council) الذي تمثل فيه العديد من الهيئات الرقابية الفدرالية المختلفة تكون مهمته تحديد المخاطر النظامية للإشراف الكلي للتحوط والذي تكون له السلطة على البنوك والمؤسسات المالية غير البنكية.

2 – تعزيز دور الإحتياطي الفدرالي في مجال المراقبة والإشراف:

فعمل على التركيز نسبيا لجهات الرقابة والإشراف المتعددة وذلك من أجل جعل هذه المراقبة والإشراف فعالة، وتعزيز العمل بالأسلوب الأمريكي المتبع في هذا المجال، والقائم على فكرة الضوابط والتوازنات (Checks and balances).

3 – تعزيز مهام وأساليب مراقبة السوق:

وهي المهمة التي تقوم بها هيئة الأوراق المالية والأسواق (SEC)، وهي المراقبة التي تنصب على مؤسسات التصنيف الائتماني، بحيث أخضع هذه المؤسسات إلى قواعد مسؤولية مشابهة لمسؤولية المحاسبين الخبراء و مدققي الحسابات فأنشأ داخل هيئة الأوراق المالية والأسواق (SEC) مكتبا يسمى

¹ - Brack Estelle : « *Dodd-Frank : un enjeu pour la réglementation financière mondiale* », Revue Banque France, n°730, 2010, p. 1.

² - Couret Alain et al : op.cit, p. 1186.

مكتب تصنيف القروض (*Office of Credit Rating*)¹، وكذلك مراقبة المنتجات المالية المشتقة بحيث أخضع أسواق التعامل المباشر (*OTC*) إلى متطلبات مشابهة لتلك القواعد المطبقة على الأسواق المنظمة مثل إنشاء غرفة للمقاصة ورفع الحد الأدنى من رؤوس الأموال الخاصة للمتعاملين من غير البنوك في سوق المشتقات.

4 – توسيع صلاحيات مؤسسة ضمان الودائع الفدرالية (*Federal Deposit*)

:(*FDIC*) (*Insuranc Corporatio*)

5 – أنشأ داخل الإحتياطي الفدرالي مكتبا لحماية المستهلك (*Bureau of*)

(*Consumer Financial Protection*) يقوم بالإشراف ومراقبة مجموعة واسعة من الممارسات المتعلقة بالخدمات المالية من أجل حماية المستهلكين.

6 – أنشأ داخل الخزينة (وزارة المالية) مكتبا فيدراليا للتأمين (*Federal*)

(*Insurance Office*): تكون مهمته الإشراف ومراقبة جمع المعلومات عن هذا القطاع عن شركات التأمين.

7 – بالنسبة للإصلاح البنكي والتوريق:

فقد شمل هذا الإصلاح البنوك التجارية، والبنوك الموازية (بنوك الظل) (*shadow banking*)، وكذلك صناديق التحوط (*hedge funds*) وصناديق الإستثمار في رأس مال المخاطر (*capital-investissment*) التي أصبح لزاما عليها التسجيل لدى هيئة الأسواق المالية والأسواق الأمريكية (*SEC*) وكذلك جميع المؤسسات المالية التي يشرف عليها الإحتياطي الفدرالي والتي لن يصبح بإستطاعتها المضاربة إلا في حدود 3% من أموالها الخاصة، وأن المساهمات الحالية إذا كانت أكثر من ذلك يتوجب التنازل عنها. كما أقر مبدأ خضوع جميع المؤسسات مهما كان حجمها للإفلاس، مما يضع حدا لفكرة "أكبر من أن تفلس".

¹ - Couret Alain et al : op.cit, p. 1188.

وبالنسبة للتوريق أوجب أن تحتفظ المؤسسات المالية بـ 5% من السندات المورقة في ميزانيتها تعتبر بمثابة إشترك في المخاطر، تحسب بناء على نوعية الأصول المضمونة، من أجل دفع البنوك إلى إدارة أحسن للمخاطر ولنوعية القروض التي تمنحها بأن تحتفظ بجزء من هذه المخاطر في ميزانيتها، وهو إجراء بالغ الأهمية بالنسبة لنظام التوريق يغير الكثير من الممارسات السابقة، كما منح البنوك الكبرى مهلة 05 سنوات للوصول إلى تحديد أكثر صرامة لأموالها الخاصة، وأن على البنوك ذات البعد النظامي أن تحد من أثر نسبة الرفع (الرافعة) المالية (*leverage ratio*) بحدود 15 مرة قيمة أموالها الخاصة، وأن دفعي الضرائب لن يطلب منهم بعد الآن المساعدة في إنقاذ المؤسسات المالية المتعثرة أو دفع تكاليف تفكيكها أو حلها، وأن التجمعات المالية الكبرى يجب أن تقدم للهيئات التنظيمية رغبتها حول الكيفية التي تتم بها تصفيتها في حالة الضرورة.

8 – عزز من قواعد الشفافية والإفصاح المتعلقة بعمليات التوريق:

فقد نص القسم 193 البند 945 من قانون (*Dodd-Frank*) على أن مصدري السندات المورقة ملزمون بمراجعة الأصول المسندة لها وتقديم جميع الضمانات المتعلقة بها، والإفصاح عن طبيعة ونتائج المراجعة، وعن أي تغيير قد يطرأ على هذه الأصول.

9 – إصلاح الأسواق:

ومن أهم ما جاء فيه أنه ألزم أن تمر معاملات منتجات المشتقات بغرف المقاصة من أجل الحد من التعاملات المباشرة (*gré à gré*)، وأن البنوك ستكون ملزمة بالتخلي فيها عن الأنشطة الأكثر مخاطرة، وهو ما ينقص بدرجة كبيرة من تراكم الأخطار المتعلقة بهذا النوع من المعاملات.

10 – حماية المستهلكين في مجال الخدمات المالية:

فقد أنشأ القانون وكالة للحماية المالية للمستهلكين لدى الإحتياطي الفدرالي تتكون من مكتب الإعلام المالي تكون مهمته إعلام الجمهور، وفحص وتحليل المنتجات المالية المقدمة للجمهور، وبالنسبة للقروض العقارية فإن مانحي هذه القروض يجب أن يكونوا ملزمين بضمان قدرة المقترض على سداد هذه القروض، ويتعين عليهم القيام بمراقبة وفحص ذلك، ووضع معيار للحد الأدنى للقروض الموجهة لشراء المساكن، كما رفع من قيمة الودائع المصرفية المضمونة إلى 250.000 دولار.

ولكن القانون إنتقد لأنه لم يقدم فصلا تاما بين الأنشطة التجارية والأنشطة الإستثمارية للبنوك، وإن كان قد ترك المجال مفتوحا لعمل الكثير في هذا المجال عن طريق التنظيم، كما أن القانون لم يرد فيه أي شيء من أجل إنقاص حجم البنوك الكبرى (Mega banques) وإن كان قد أقر مبدأ (أن كل المؤسسات يمكن أن تفلس) ولا مجال لفكرة (أكبر من أن تفلس) إلا أنه لم يبين القواعد التفصيلية لتطبيق ذلك، والتي يأمل أن تتخذ عن طريق التنظيم والضبط لاحقا، لأن هذه البنوك الكبرى يمكن أن تسيء التصرف مجددا إذا عرفت بأنها لن تترك تتعرض للإفلاس، لأن إفلاسها سيحدث أزمة نظامية وهو ما لا يمكن أن يقبله صناع القرار السياسي، ومن ثمة فهي تعول على تدخل السلطات العمومية لإنقاذها مثلما حصل مع المجموعة الدولية الأمريكية العملاقة (AIG) و بنك (Goldman Sachs)، وغيرهما.

الفرع الثاني: الإجراءات المتخذة على مستوى الإتحاد الأوروبي.

لقد زادت الأزمة الأخيرة من تطوير القواعد التنظيمية لتعزيز مراقبة التوريق على مستوى الإتحاد الأوروبي بعد أن كانت الإستراتيجية المعتمدة من طرف اللجنة الأوروبية حتى ذلك الوقت هي التركيز على إزالة كل الحواجز التي تعيق المنافسة الحرة و الإكتفاء بالعمل على التوافق بين التشريعات الوطنية التي تحددت بالقواعد التنظيمية الأساس فقط. وقد أظهرت الأزمة الحاجة على ضبط عمل البنوك بصورة أكثر دقة¹. وفي هذا المجال فقد أصدر البرلمان الأوروبي العديد من التشريعات التي تهدف إلى تنظيم وضبط النظام المالي عموما وتعزيز مراقبة عمليات التوريق على وجه الخصوص، إضافة إلى تعزيز قواعد الشفافية والإفصاح المتعلقة بهذه العمليات، من ذلك:

1— اللائحة رقم 648-2012 المتعلقة ببنية الأسواق المالية الأوروبية (European Market Infrastructure Regulation) المعروفة بإختصارا بقانون (EMIR) والصادرة في 04 جويلية 2012 والمنشور في الجريدة الرسمية للإتحاد الأوروبي بتاريخ 27 جويلية 2012، العدد (L.201) والذي يهدف إلى ضبط عمليات التعاقد المباشر (عن طريق التراضي) على المنتجات المشتقة بالنسبة للمؤسسات المالية الأوروبية، إذ عملت هذه اللائحة على تحويل التعاملات في منتجات المشتقات من الأسواق غير المنظمة إلى الأسواق المنظمة التي تراقبها غرفة مقاصة تقليلا للمخاطر.

¹ Wachalowicz-Garcia Beata : «L'évolution de la réglementation financière européenne suite à la crise 2007-2010»، Mémoire de master en études européennes, université de Geneve, 2012, p. 53. https://www.unige.ch/gsi/index.php/download_file/view/27/256/, (consulter le 29.08.2016).

2 — اللوائح: 2010-1093، و 2010-1094، و 2010-1095 بتاريخ 24 نوفمبر 2010 الصادرة في الجريدة الرسمية للإتحاد الأوروبي بتاريخ 15 ديسمبر 2010 العدد (L.331) والتي أسست بمقتضاها السلطة الأوروبية للمراقبة (AES)، والتي تتشكل من (03) سلطات أوروبية للمراقبة والضبط هي: سلطة البنوك الأوروبية (ABE) ومقرها لندن، والسلطة الأوروبية للتأمين والمنح المهنية (AEAPP) ومقرها فرانكفورت، والسلطة الأوروبية للأسواق المالية (AEMF) ومقرها باريس.

3 — اللائحة رقم 2010-1092 الصادرة بتاريخ 24 نوفمبر 2010 المتعلقة بالمراقبة الكلية للتحوط للنظام المالي داخل الإتحاد الأوروبي، المنشورة في الجريدة الرسمية للإتحاد الأوروبي بتاريخ 15 ديسمبر 2010، العدد (L.331) والتي أنشأت هيئة جديدة هي اللجنة الأوروبية للمخاطر النظامية (CERS) وضعت تحت إشراف البنك المركزي الأوروبي (BCE)، يكون دورها رصد مجموع المخاطر الإحترازية الكلية مثل حصول إرتفاع في قروض الرهن العقاري أو السندات المشتقة (CDO) في كل المؤسسات وفي كل الأسواق، وليس بصورة منفردة لكل مؤسسة أو قطاع لوحده، هذا الضابط سيكون مكلفا أيضا بتحليل إمكانية العدوى بين المؤسسات المالية والأسواق، كما تكون له سلطة الحصول على المعلومات ومراقبة البنوك والفاعلين الأساس في السوق المالي بما فيهم المؤسسات المالية غير البنكية¹.

وبذلك فإن (CERS) و (AES) تشكلان حجر الزاوية في النظام الأوروبي للرقابة المالية، والسلطات المكونة لـ (AES) تتمتع بالشخصية المعنوية، وتكون مسؤولة أمام اللجنة والإتحاد الأوروبي، وتتمتع بصلاحيات إقتراح المعايير التقنية والتنظيمية الواجب تبنيها أو تعديلها في الميادين الثلاثة من أجل تعزيز الإستقرار المالي.²

4 — اللائحة رقم 2009-1060 بتاريخ 16 سبتمبر 2009 المتعلقة بتنظيم مؤسسات التصنيف الإئتماني، المنشورة في الجريدة الرسمية للإتحاد الأوروبي بتاريخ 11 نوفمبر 2009 العدد رقم (L.302)، وهي مؤسسات التصنيف الإئتماني التي كانت محل إنتقاد كبير منذ بداية الأزمة لكونها

¹ - Bair.C Sheila : « *Gérer la titrisation, vers un système financier plus sur* », Banque de Franc, Revue de la stabilité financière, n° 13, septembre 2009, p. 17.

<https://www.banque-france.fr/.../financiere/.../revue-stabilite-financiere-de-septembre-...>
(consulté le 02.08.2016).

² - Plavinet Jean-Pierre : « *La régulation Juridique des Marchés Financiers* », pp. 8-9.

https://www.agroparistech.fr/IMG/pdf/Droit_Marches_Financiers_2012.pdf, (consulté le 21.07.206).

كانت أحد المتسببين فيها. وقد عملت هذه اللائحة على تعديل الإطار القانوني لمؤسسات التصنيف الإئتماني، وقد كان ذلك إستجابة لحركة الاصلاحات التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك بالعمل على جعل التصنيف أكثر إستقلالية وموضوعية وجودة، وقد عملت على وضع إطار قانوني يحكم عملية التصنيف من أجل حمايتها، ومن أبرز ما جاء فيها هو:

أ — أكدت على الدور المهم التي تلعبه مؤسسات التصنيف الإئتماني من خلال التصنيف الذي تقوم به للقيم المنقولة وأهميته للسوق المالي والمستثمرين.

ب — ألزمت هذه المؤسسات بأن تسجل نفسها لدى اللجنة الأوروبية لضبط أسواق القيم المنقولة (CERVM) وأن يكون لها موطن في دول الإتحاد حتى يمكن قبول ممارستها للنشاط وقبول التصنيف الذي تقوم به داخل الإتحاد الأوروبي، وحتى يمكن لهيئات الإشراف الأوروبية من تأطير نشاط هذه المؤسسات.

ج — التأكيد على إستقلالية هذه المؤسسات والعمل على محاربة كل تضارب في المصالح بخصوص التصنيف الذي تقوم به. فقد نصت المادة (06) من اللائحة على مبدأ عام في هذا المجال من أجل تفادي كل تضارب في المصالح، حيث أوجبت على كل مؤسسة تصنيف أن تتخذ الإجراءات اللازمة من أجل ضمان أن إصدار أي تصنيف لا يمكن أن يكون متأثراً بأي تضارب في المصالح أو بأية علاقة تجارية قائمة أو محتملة تشمل مؤسسة التصنيف أو مسيريتها أو المحللين فيها أو أي شخص طبيعي آخر مرتبط بها بصورة مباشرة أو غير مباشرة.

د — العمل على تعزيز شفافية العمل الذي تقوم به هذه المؤسسات في مجال التصنيف، وإلزام هذه المؤسسات بأن تنشر المعلومات المتعلقة بالأساليب المتبعة في التصنيف.

هـ — إخضاع عمل هذه المؤسسات للإشراف والمراقبة الدائمة من الجهات التنظيمية وهيئات الضبط المختصة لكشف أو منع أي انحراف في عملها وإلزامها بتبادل المعلومات مع جهات المراقبة والإشراف. فتلتزم بالإمتناع عن عمل أي تصنيف في حالة عدم كفاية المعلومات الجيدة أو سحب التصنيف، وأن تعيد تحليل هذه المعلومات وعمل التصنيف بصورة مستمرة على الأقل مرة سنويًا أو إدخال التعديلات عليه.

و — وضع إطار مشترك للقواعد التي تعمل على تحسين نوعية التصنيف، وإلزام هذه المؤسسات بإتباع أساليب ناجحة في التصنيف، وجعل التصنيف الذي تقوم به مؤسسا على أسباب قوية، ومنع أي تصنيف تحكيمي، ومتابعة التصنيف الذي تقوم به ومراجعته عند الضرورة، والإعتماد في تصنيفها على جودة المعلومات، والحرص على أن تستقيها من مصادر موثوقة.

ع — أن تضع هذه المؤسسات قواعد خاصة بالأجر الذي تتقاضاه من أجل كشف أو منع أي تضارب في المصالح.

5 — اللائحة رقم 2013/575 المؤرخة في 26 جوان 2013 المنشورة في الجريدة الرسمية للإتحاد الأوروبي بتاريخ 27 جوان 2013 العدد (L.176-1)¹، المعدلة للائحة رقم 2012/648 والتي تمت بعد ذلك باللائحة رقم 2014/625 بتاريخ 13 مارس 2014 والمتعلقة بمتطلبات الإحتراز من المخاطر المطبقة على مؤسسات الائتمان ومؤسسات الإستثمار، والتي تعتبر أهم التشريعات التنظيمية للإصلاح المالي في الإتحاد الأوروبي، مشكلة الإطار التنظيمي الجديد والفعال للمراقبة والإشراف المالي من أجل تعزيز النظام المالي والإستجابة للمتطلبات الإحترازية، وتحقيق الإنسجام بين التشريعات الأوروبية في هذا المجال. وقد جاءت هذه اللائحة في (610) صفحة، شملت أهم المجالات المالية ومن بينها موضوع التوريق الذي خصص له الفصل (05) بأكمله، وما يمكن الملاحظة بشأنها أنه تم وضعها بعد سنوات من الأزمة وهو ما مكن من عمل تقييم موضوعي وتحليل عميق لأسباب الأزمة وطرق الحل، ومن أهم ما جاء فيها بالنسبة للتوريق هي المادة 405 فقرة 01 النقطة (A) والتي تلزم المؤسسات المصدرة لسندات التوريق على غرار قانون (Dodd-Frank) في الولايات المتحدة الأمريكية) بأن تبقي في ميزانيتها 5% على الأقل من قيمة السندات المورقة. كما نصت المادة 409 على تعزيز قواعد الشفافية والإفصاح المتعلقة بعمليات التوريق فألزمت مصدري السندات بالإفصاح عن جميع المعلومات المتعلقة بنوعية القرض وفعالية عملية التوريق، ومنح المستثمرين حق الوصول إلى مصادر المعلومات.

6 — اللائحة التنفيذية رقم 2015/462 بتاريخ 19 مارس 2015 المنشورة في الجريدة الرسمية للإتحاد الأوروبي بتاريخ 20 مارس 2015 تحت رقم (L.76) والمتعلقة بتحديد المعايير التقنية للتنفيذ

¹ - Journal officiel de l'Union européenne, N° L 176/1 du 28.07.2013
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?qid=1505157198535&uri=CELEX:32013R0575>
(consulter le 28.08.2016).

المتعلقة بقواعد الموافقة على منح الإعتماد الضروري لهيئات التوريق، وكذلك التعاون وتبادل المعلومات بين سلطات الرقابة لهيئات التوريق، وكذلك الأشكال والنماذج المستخدمة من طرف هيئات التوريق من أجل الإعلام والتي يجب عليها الخضوع لها تطبيقا للتعليمية رقم 238-2009 التي أصدرتها اللجنة التنفيذية للبرلمان والمجلس الأوروبي.

الفرع الثالث: الإجراءات المتخذة على الصعيد الدولي:

تلعب القواعد التنظيمية الإحترازية على الصعيد الدولي دورا مهما في مراقبة عمل البنوك، وهذه القواعد الإحترازية ذات مستويين: الأول يهدف إلى حماية صغار المودعين ضد خطر إفلاس البنوك وهو ما يطلق عليه التنظيم الجزئي للتحوط. والثاني يهدف إلى حماية النظام البنكي ككل من مخاطر الأزمات العامة وهو ما يطلق عليه بالتنظيم الكلي للتحوط. وفي هذا الإطار جاءت مقررات لجنة بازل (01 و 02) من أجل تعزيز هذه المراقبة و الحماية، ولكنها لم تكن كافية، ولم تستطع الحيلولة دون وقوع الأزمة سنة 2007، مما جعل القائمين على لجنة بازل يسارعون إلى وضع إتفاقية جديدة هي (بازل 03)¹. ذلك أن إهتمام إتفاقية بازل (1 و 2) كان منصبا بصورة أساس على الإهتمام بقيمة القروض مهملة نوعية المقترضين ومن ثمة مخاطر القرض التي تمثلها².

وقد جاءت مقررات (بازل 03) كخطوة هامة من أجل توفير الإطار التنظيمي وهيئات الضبط اللازمة من أجل إصلاح النظام البنكي العالمي، والتي صدرت في شهر ديسمبر 2010، ثم عدلت لاحقا في 01 جوان 2011³، وقد تمحورت مقررات (بازل 03) على ثلاثة محاور كبرى:

الأول: العمل على تعزيز مستوى ونوعية الأموال الخاصة للبنوك من أجل مواجهة أية خسائر غير متوقعة.

الثاني: وضع تدابير تهدف الى تقييم أحسن للسيولة البنكية بفضل إنشاء نسبتين للسيولة الأولى على المدى القصير (لمدة شهر) والثانية على المدى البعيد (لمدة سنة).

الثالث: يهدف إلى تقدير المخاطر النظامية عن طريق تعزيز متطلبات الأموال الخاصة للمؤسسات المالية، وخاصة تلك التي تكتسي الطابع النظامي⁴.

¹- Rochet Jean-Charles : op.cit, p.14.

²- Hamdouni Said : op.cit, p. 211.

³- Bank International Settlements : <http://www.bis.org/publ/bcbs189.htm> , (consulter le 28.08.2016).

⁴- Khariss Mohamed et al : op.cit, p. 793.

وعلى ذلك فقد رفعت هذه المقررات من الحد الأدنى للأموال الخاصة للبنوك والمؤسسات المالية من 8% إلى 10.5% وذلك من أجل الحد من المخاطر، والعمل على تحقيق المراجعة من قبل السلطات الرقابية، وتطوير الأدوات الرقابية، وكذلك العمل على إنضباط السوق عن طريق المزيد من الإفصاح، وكذلك اعتماد نسبة جديدة هي نسبة الرفع (الرافعة) وهي نسبة تهدف لوضع حد أقصى لنسبة الديون في النظام البنكي، اعتماد نسبة سيولة على المدى القصير (*LCR*) والبعيد (*NSFR*) تتطلب من البنوك الإحتفاظ بأصول ذات درجة سيولة عالية، وإنشاء نسبة للحد الأدنى من رأس المال الإحتياطي للحد من تقلبات الدورة الإقتصادية وتفادي الأخطار النظامية الناتجة من عمليات التوريق والمشتقات¹.

وأخيرا فإنه في ظل ترابط الأسواق، فإنه يجب أن يحدث تنسيق عالمي بخصوص الإصلاحات التنظيمية وهيئات الضبط بسبب الطابع النظامي للأزمات المالية في ظل العولمة وترابط الأسواق والمؤسسات المالية، وهو ما يأمل أن تقوم به في هذا المجال كل من: (*Financial Stability board*) و (*FSB*) و بنك التسويات الدولية (*Bank for International Settlements*) (*BRI*)، وصندوق النقد الدولي (*IMF*)، وغيرها من الهيئات. كما لا يجب أن تقتصر المشاركة في هذه الهيئات على البنوك المركزية والبنوك التجارية ولكن يجب أن تمتد لتشرك ممثلي المؤسسات والمستهلكين، ذلك أن المصلحة المشتركة في المجال المالي تقتضي أن ضبط الأسواق المالية لا يجب أن يقتصر على رجال المال فقط، ذلك أن النقود وكأي مصدر نادر يجب أن تسير من طرف جميع الأطراف التي تكون لها مصلحة فيه².

وفي الجزائر فقد عمل بنك الجزائر (البنك المركزي) إبتداء من سنة (2011) بعد الأزمة المالية على تعديل ووضع العديد من التشريعات والأنظمة، كإجراءات وقائية، وإستجابة لتوصيات لجنة (بازل 03) من ذلك:

1 — تعديل قانون النقد والقرض بالقانون 10-04 المؤرخ في 26 جويلية 2010، وبالرجوع إلى هذا القانون نجده نص في المادة (97 مكرر 02) على أنه تلزم البنوك والمؤسسات المالية، ضمن الشروط المحددة بموجب نظام يصدره المجلس، بوضع جهاز رقابة المطابقة ناجع، يهدف إلى التأكيد

¹ - Bâle III : « *dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes Bancaires* », <http://www.bis.org/publ/bcbs189.htm> (consulter le 28.08.2016).

² - Vauplane Hubert : op. cit, p. 34.

من مطابقة القوانين والتنظيمات وإحترام الإجراءات، وهذه المراقبة الداخلية تقوم بها البنوك والمؤسسات المالية نفسها تكون تحت إشراف جهة الوصاية ممثلة في بنك الجزائر الذي يتولى الإشراف على تنظيم السياسات النقدية والإئتمانية والعمل على تحقيق سلامة النظام المصرفي وصلابته.

2 — صدر فعلا عن بنك الجزائر النظام رقم 11-08 المؤرخ في 28 نوفمبر 2011 المتعلق بالمراقبة الداخلية للبنوك والمؤسسات المالية. الذي نص في المادة (01) على أنه يهدف هذا النظام إلى تحديد مضمون المراقبة الداخلية التي يجب على البنوك والمؤسسات المالية ووضعها والذي تكون مجموع العمليات والمناهج والإجراءات التي تهدف على الخصوص إلى ضمان الأخذ بعين الاعتبار بشكل ملائم جميع المخاطر، والشفافية ومتابعة العمليات المصرفية، و موثوقية المعلومات المالية، كما أن بنك الجزائر قام بإصدار عدة أنظمة أخرى تنصب كلها في إطار تعزيز مراقبة المخاطر، والملاءة منها:

1 — النظام 11-03 المؤرخ في 24 ماي 2011 المتعلق بمراقبة المخاطر ما بين البنوك، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 54 بتاريخ 02 أكتوبر 2011.

2 — النظام 11-04 المؤرخ في 24 ماي 2011 المتعلق بتحديد إجراءات تسيير ومراقبة مخاطر السيولة، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 54 بتاريخ 02 أكتوبر 2011.

3 — النظام 12-01 المؤرخ في 20 جانفي 2011 المتعلق بتنظيم وعمل مركزية مخاطر المؤسسات والأسر، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 36 بتاريخ 13 جوان 2012.

4 — النظام 14-01 المؤرخ في 16 فيفري 2014 المتعلق بمعامل الملاءة المطبق على البنوك والمؤسسات المالية، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 56 بتاريخ 25 سبتمبر 2012.

و قد كانت عمليات التوريق التي حصلت في الجزائر متواضعة جدا، ولم تكن لها أية آثار سلبية مرتبطة بالأزمة المالية الحاصلة على غرار ما حصل في الدول الأخرى، إلا أنه إستجابة لتوصيات لجنة (بازل 03) الرامية إلى تعزيز مراقبة النظام المالي للحد من المخاطر فقد صدرت النصوص السابقة في إطار التوجه العالمي لإصلاح النظام المالي عن طريق زيادة الأنظمة وهيئات الضبط.

خلاصة الفصل الرابع:

إن مراقبة التوريق عملية ضرورية لتأمين التوريق و تفادي خطر الإنحراف في إستخدامه، وهذه المراقبة يجب أن تكون بصورة متواصلة طوال مرحلة التوريق التي تمتد لسنوات طويلة، وهو ما يتم عن طريق آليات مراقبة مختلفة هي: مراقبة هيئة السوق المالي، ومراقبة محافظ الحسابات، ومراقبة مؤسسات التصنيف الائتماني، ولكن هذه المراقبة لم تمنع حصول الإنحراف في إستخدام التوريق، فكان أحد أسباب الأزمة المالية لسنة 2007، مما أثار النقاش حول الفائدة من بقاء تقنية التوريق من أساسه، ولكن ثبت بعد ذلك أن ما وقع من إنحراف في عمله كان مرده إلى فساد النظام المالي ككل، وليس إلى فساد تقنية التوريق في حد ذاتها، وأن جذور هذه الأزمة تعود لموجة التحرر من الأنظمة وهيئات الضبط منذ سنوات 1980، مما أوجد فراغا قانونيا في تأطير المبتكرات المالية التي إبتدعتها الهندسة المالية ومنها التوريق، أي أن الأزمة في أحد جوانبها هي أزمة قانون، وأن الإصلاح حتما هو إصلاح قانوني.

الخاتمة

نخلص في هذه البحث أن التوريد تقنية مالية حديثة، تعتبر من أهم إبداعات الهندسة المالية، ظهرت وتطورت في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1970، بفضل الفوائد الاقتصادية العظيمة التي تقدمها، خاصة في مجال التمويل وإعادة التمويل والتي من أهمها توفير السيولة اللازمة للإقتصاد، كما أن فوائده تعاضمت بعد ذلك بتوسع مجاله، من مجال القروض العقارية ليشمل العديد من الأصول مثل توريق الحقوق التجارية، ومخاطر التأمين، والدخول المستقبلية وحقوق الملكية الفكرية. بحيث أصبحت التوريد جزء من النظام المالي لا يمكن الإستغناء عنه، بالرغم من مهاجمته وإتهامه من بعض المختصين بأنه كان السبب الرئيس في حدوث الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، لكن الحقيقة أن ما وقع كان سببه فشل القواعد القانونية وهيئات الضبط في تأطير المبتكرات المالية التي أنتجتها الهندسة المالية والقانونية وفي مقدمة هذه المبتكرات يأتي التوريد، فالعيب لا يكمن في تقنية التوريد في حد ذاتها، ولكن في الإنحراف الذي وقع في إستخدامها، وأن تحميل التوريد مسؤولية ما حدث يشبه محاولة نسبة حوادث الطيران إلى الطائرة وهذا لا يمكن قبوله.

وعملية التوريد إلى جانب كونها عملية معقدة، فإنها أيضا عملية خطيرة يتعين مراقبتها بصورة متواصلة طوال مدة التوريد التي تمتد لسنوات، من أجل تفادي الإنحراف الذي يمكن أن يحصل في إستخدامه، ولذلك تعتبر هذه المراقبة جزء أساسا من النظام القانوني للتوريد، وقد برزت أهمية هذه المراقبة بعد الإنحراف الذي وقع في إستخدامه قبل سنة 2007، وهو ما جعل المشرعين يعملون على تعزيز آليات مراقبته لتفادي مخاطر الإنحراف في إستخدامه مستقبلا، ولذلك تعتبر هذه المراقبة في صميم النظام القانوني للتوريد.

بالنسبة لإشكالية البحث:

إنطلاقا من الإشكالية التي تمت صياغتها للبحث يمكن القول:

1 — أن القوانين المدنية ذات الأصول الرومانية والجرمانية إستطاعت إيجاد الحلول للمشاكل القانونية التي كانت تعترض عمل تقنية التوريد في هذه القوانين، وخاصة منها ما تعلق بالجوانب الشكلية التي تفرضها القواعد العامة بشأن حوالة الحق المدنية، بحيث أصبحت هذه الحوالة في التوريد تتم عن طريق تسليم جدول بتلك الحقوق لمنشأة التوريد، وهي طريقة مبسطة خففت من شكليات حوالة الحق المدنية، فبواسطة هذا الجدول أصبح بالإمكان حوالة عدد كبير من هذه الحقوق بطريقة سهلة ومبسطة

وغير مكلفة، وهي الطريقة التي تبناها المشرع الجزائري في قانون توريق القروض الرهنية، إضافة إلى البحث في التكيف الصحيح لمختلف العمليات الحاصلة. بمناسبة التوريق.

2 — أما بالنسبة للصعوبات العملية التي تعوق تطبيق هذا النظام في الجزائر فإنها لا تزال قائمة رغم مرور سنوات عديدة على إصدار قانون توريق القروض الرهنية، ذلك أن نظام التوريق يقوم أساسا على وجود سوق مالي نشيط، كفؤ، ومتطور، ونظام مصرفي فعال، في حين أن السوق المالي الجزائري لا يزال على الوضع الذي كان عليه منذ تأسيسه، وهذا لا يجعل منه سوقا واعدا للتوريق بسبب إبتعاده عن أن يكون سوقا نشطا وكفؤا ومتطورا، ذلك أن الأوراق المالية المتداولة فيه لا تزيد عن (5) أوراق، وأن عمليات التوريق التي تمت فيه كانت محدودة جدا، وهو ما يتطلب بذل جهد كبير من أجل تطويره حتى يمكنه أن يحقق الفائدة التي يقدمها التوريق في مجال التمويل وإعادة التمويل بصفة عامة، والتمويل العقاري في مجال الإسكان بصورة خاصة من أجل المساهمة في حل مشكلة السكن الحادة والمزمنة التي تعاني منها الجزائر.

وعلى ضوء ما سبق يمكن تقويم الإجابات التالية على الأسئلة الموضوعية للبحث:

1 — بالنسبة للسؤال (ما هو النظام القانوني لعملية التوريق):

يمكن القول أن التوريق يعمل كنظام، فهو يتكون من عدة أجزاء تتفاعل فيما بينها، وتعمل كآلية من أجل تحقيق أهداف معينة، فقد قدم البحث تعريفا ووصفا شاملا لهذا النظام، كما بين البحث أن المقصود بالنظام في هذا الحالة هو النظام بالمعنى الواسع، أي مجموع القواعد القانونية والتنظيمية والمؤسسات المالية وباقي المتدخلين المختلفين فيه، والذين لا يمكن القيام بعملية توريق حقيقي وفعال إلا بمشاركتهم، كالسوق المالي ومؤسسات التصنيف الائتماني... إلخ، مع ربط ذلك بما حصل من أزمة في التوريق، ذلك أن دراسة التوريق سواء كانت دراسة قانونية أو مالية لم يعد من الممكن أن تكون بمعزل عما جرى في الأزمة المالية التي حصلت سنة 2007.

2 — بالنسبة للسؤال (كيف يعمل هذا النظام):

فقد بين البحث كيف يعمل هذا النظام من بدايته إلى نهايته بدءا بانتقاء الحقوق المورقة وتجميعها وتصنيفها، وتعزيزها، ثم حوالتها إلى منشأة التوريق، وتسييرها، وحفظها، وإصدار الأوراق المالية وطرحها للتداول في السوق المالي، ومراقبه العملية، إلى غاية حصول المستثمرين المكتسبين على حقوقهم الكاملة من هذه الأوراق المالية.

3 — بالنسبة للسؤال (ما هو الأساس القانوني لمختلف العمليات الحاصلة

في التوريق):

فالبحث أبرز الأساس القانوني الصحيح لمختلف التصرفات القانونية في التوريق: فنقل الحقوق من المؤسسة المبادرة للتوريق إلى منشأة التوريق يتم على أساس حوالة الحق، وأن عمل المؤمن يؤسس على الوكالة، وأن طبيعة الحق الوارد على الأوراق المالية هو حق ملكية، وأن العقود المختلفة في عملية التوريق تؤسس على فكرة مجموعات العقود، وأن التصنيف الائتماني لا يزال يعتبر مجرد رأي غير ملزم.

4 — بالنسبة للسؤال (ما مدى الحاجة إلى تطبيق تقنية التوريق في الجزائر):

فالبحث أكد على أن أحد الأهداف الرئيسة للتوريق، والتي كانت أحد عوامل ظهوره وتطوره في الولايات المتحدة الأمريكية وبقية دول العالم، هو إيجاد حل لمشكلة التمويل وإعادة التمويل العقاري وبالأساس ذلك الموجه للإسكان، والذي كان يمثل مشكلة كبيرة للحكومة الأمريكية، ولما كانت الجزائر تعاني من مشكلة حادة ومتزايدة في السكن، تعتبر على رأس مشاكل الإقتصاد و المجتمع، من المؤكد أن جوهر هذا المشكل يكمن في ضرورة توفير التمويل وإعادة التمويل المخصص للسكن، والذي لا يمكن للدولة وحدها أن توفره، ومن ثمة فإن تقنية التوريق تقدم في هذا المجال إمكانية واعدة لتوفير هذا التمويل وإعادة التمويل للمؤسسات المالية العاملة في مجال التمويل وإعادة التمويل العقاري، ومن ثمة المساهمة بفعالية في حل مشكلة السكن.

إضافة إلى ما يوفره التوريق من فوائد إقتصادية أخرى، مثل توفير عروض استثمار مجدية للمستثمرين، وللمؤسسات المالية عموما بما يوفره لها من تحسين تسيير الميزانية من أجل الإستجابة للمتطلبات الإحترازية، وكذلك نقل وتوزيع المخاطر، والحصول على التمويل عن طريق السوق المالي وما يوفره ذلك من تخفيض لكلفة القرض، بدلا من أسلوب الوساطة التقليدية، كما سيعمل التوريق على تنشيط السوق المالي.

وبذلك نخلص إلى أن التوريق يقدم فائدة عظيمة للإقتصاد، ويكون المشرع الجزائري قد أحسن صنعا عندما أدخل هذه التقنية إلى النظام القانوني الجزائري، على الرغم من أن قانون توريق القروض الرهنية الذي صدر سنة 2006 لا يزال بعيدا عن تحقيق الأهداف المرجوة من التوريق، لأسباب منها أنه

جاء مقتصرًا حسب المادة (02 فقرة 06) على توريق نوع واحد من الأصول هي القروض الرهنية الممنوحة في إطار تمويل السكن، في حين أن مجال التوريق تطور وإتسع بحيث أصبح يشمل العديد من الأصول المالية الأخرى مثل الحقوق التجارية والتأمين، والمداخيل المستقبلية، وحقوق الملكية الفكرية، كما أن هذا القانون جاء ناقصًا من كثير من المسائل التفصيلية التي لم يتعرض لها، مثل القواعد المتعلقة بتأسيس وتسيير هيئة التوريق، وحفظ الحقوق المورقة، ووجوب الإستعانة بمؤسسات التصنيف الائتماني وغيرها، وهو ما يستدعي المبادرة بإصلاح هذا القانون للإستفادة من الإصلاحات التي تمت على الأنظمة القانونية للتوريق في الدول المختلفة بعد الأزمة. ذلك أن التوريق لا يزال رغم ما أحدثته هذه الأزمة قادرًا على تقديم الفوائد الإقتصادية المرجوة منه.

5 — بالنسبة للسؤال (ما هي العوامل والشروط الواجب تحققها لنجاح تطبيق

هذا النظام في الجزائر):

لقد حاول البحث أيضا تقديم إجابة على هذا السؤال من خلال عرض مقومات التوريق، من ذلك:

أ — العمل على تطوير وإستدراك النقص العديدة الموجودة في قانون توريق القروض الرهنية، خاصة فيما يتعلق:

— وضع قواعد تفصيلية متعلقة بإنشاء وتسيير مؤسسة التوريق ومراقبة هذا الإنشاء والتسيير .
— ضرورة وجود دور أساس لمؤسسات التصنيف الائتماني في تصنيف الأصول المورقة، ثم الأوراق المالية المصدرة، ومتابعة هذا التصنيف، ومراقبة عملية التوريق منذ بدايتها إلى غاية إحتتامها، إذ لا يمكن الإعتماد في ذلك فقط على الرقابة الداخلية للبنوك أو المؤسسات المالية المبادرة بالتوريق، ذلك أن هذه الرقابة الداخلية لا يمكن أن تكون بديلا عن الرقابة التي تقوم بها مؤسسات التصنيف الائتماني، لأن هذه الرقابة الداخلية ستكون رقابة غير مستقلة وغير محايدة.

— ضرورة الفصل بين مهمة تسيير وحفظ الأوراق المالية التي أسندها قانون توريق القروض الرهنية للمؤمن المركزي على السندات، وهو ما يخالف مبدأ الفصل بين الوظائف في المجال المالي بصفة عامة والتوريق بصفة خاصة من أجل منع وجود حالات تضارب المصالح في هذه

العمليات، بسبب خطورة عملية التوريق، والحشية من الإنحراف في إستخدامه من أجل المضاربة، وهو ما كان أحد الأسباب التي أدت إلى أزمة التوريق سنة 2007.

— توسيع مجال التوريق إلى أنواع أخرى من الحقوق ليصبح قانون التوريق قانونا عاما للتوريق وليس مجرد قانون خاص بتوريق القروض الرهنية فقط، وذلك من أجل الإستفادة من الفوائد الإقتصادية الأخرى للتوريق.

ب — العمل على تطوير السوق المالي (بورصة الجزائر)، فالتوريق يقوم على وجود سوق مالي متطور، كفاء، وعميق، في حين أن السوق المالي في الجزائر لا يزال بعيدا جدا على أن يكون سوقا ماليا متطورا، ذلك أنه رغم مرور مدة طويلة نسبيا على إنشائه إلا أنه لا يزال سوقا متواضعا جدا، فالأوراق المالية المدرجة فيه لا تتعدى (05) أوراق مما يجعله سوقا عديم الجدوى من الناحية الإقتصادية، وأن السوق السندي فيه يعمل على أساس العرض الخاص وليس العرض العام، إضافة إلى غياب مخطط رئيس ونموذج بورصة وغياب نظام إستراتيجي، والغياب الكلي للتحليل بخصوص السندات والأسهم وغياب الهندسة المالية، وكذلك قلة نشاط السوق والنقص في السيولة المهيكلة، وغياب مؤسسات للتصنيف الإئتماني.

ج — قلة القروض العقارية التي يمكن أن تطرح للتوريق، فعمليات التوريق التي جرت فعليا في الجزائر كانت محدودة جدا، وقد حصلت حتى قبل صدور قانون توريق القروض الرهنية نفسه سنة 2006، وقامت بها شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) بين سنوات 2001 و 2006، حيث قامت شركة (SRH) بإعادة تمويل محافظ حقوق رهن عقاري لبنك التنمية المحلية (BDL)، وعلى هذا يتوجب العمل على تفعيل عمليات التوريق، وتشجيع المؤسسات المالية العاملة في مجال تمويل وإعادة تمويل السكن عن طريق إستخدام التوريق.

د — إن النظام المصرفي في الجزائر لا يزال نظاما قديما تنقصه الخبرة، يفتقر إلى منظومة متكاملة من المؤسسات المتطلبة في عملية التوريق والقادرة على إستخدام تقنيات الهندسة المالية إضافة إلى غياب مؤسسات للتصنيف الإئتماني، لأنه لا يمكن الإعتماد في تسويق سندات

التوريق المصدرة على تصنيف المؤسسة المبادرة بالتوريق نفسها، إضافة إلى عدم وجود مؤسسات لتقييم الأصول، وشركات الإستعلام عن العملاء... إلخ.

وفي الأخير يمكن القول أن التوريق أصبح جزء مهما من النظام المالي، وأن فوائده لا تزال قائمة ومتزايدة، وهو ما ظهر بعد تجاوز الأزمة المالية، وإنتعاش أسواق التوريق مجددا في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا بعد عودة الثقة إليه على إثر الإصلاحات القانونية التي جرت عليه والتي عملت على تقوية الأمان القانوني لهذه العملية. وفي الجزائر فإن الحاجة للتوريق لا تزال كبيرة ومتزايدة، فالتوريق يعتبر وسيلة واعدة للإقتصاد ككل وبالأخص من أجل إيجاد التمويل وإعادة التمويل العقاري اللازم من أجل حل مشكلة السكن التي لا تزال مشكلة كبيرة للإقتصاد والمجتمع، ذلك أن طرق التمويل التقليدية لا تكفي لوحدها لحل هذه المشكلة.

قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية:

أ — القواميس:

- 1 - ابن منظور محمد بن مكرم بن علي: «لسان العرب»، <http://www.baheth.info/all.jsp?term=%D9%88%D8%B1%D9%82> (أطلع عليه يوم 2016.06.01).
- 2 - انطوان جوزيف، كلير كايوهوار ماري: «قاموس الأسواق المالية»، ترجمة آمال ليلي سرييس، Edition page bleues، الجزائر، 2010.
- 3 - نجار إبراهيم، ومن معه: «القاموس القانوني»، مكتبة لبنان، لبنان، 1983.

ب — الكتب العامة:

- 1- السنهوري عبد الرزاق أحمد: «الوسيط في شرح القانون المدني الجديد»، الجزء 3، «نظرية الإلتزام بوجه عام»، الطبعة الثالثة الجديدة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2000.
- 2- العكيلي عزيز: «القانون التجاري»، مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1996.
- 3 — راشد راشد: «الأوراق التجارية، الإفلاس والتسوية القضائية في القانون الجزائري»، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.

ج — الكتب المتخصصة:

- 1- الهندي عدنان، وآخرون: «التوريق كأداة مالية حديثة»، منشورات إتحاد المصارف العربية، 1995.
- 2- الحناوي محمد صالح، العبد جلال إبراهيم: «بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق»، الدار الجامعية، الإسكندرية (مصر)، 2002.
- 3- اللحام أسامة من حمود بن محمد: «بيع الدين وتطبيقاته المعاصرة في الفقه الإسلامي»، الجزء الأول، الطبعة الأولى، 2012، دار الميمان للطباعة والنشر 2012.

- 4- المصري حسني: « فكرة الترسر وعقد الإستثمار المشترك في القيم المنقولة »، 1985، مطبعة حسان، القاهرة.
- 5- الشواوره فيصل محمود: « الإستثمار في بورصة الأوراق المالية »، ط 1، دار وائل للنشر، 2008.
- 6- هندي منير إبراهيم: « إدارة الأسواق والمنشآت المالية »، منشأة المعارف بالإسكندرية، 1999.
- 7- هندي منير إبراهيم: « الأوراق المالية وأسواق رأس المال »، منشأة المعارف بالإسكندرية، 2002.
- 8- مطر محمد: « إدارة الإستثمارات »، ط 5، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2009.
- 9- مطر محمد، فايز تيم: « إدارة المحافظ الإستثمارية »، الطبعة الأولى، 2005، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن.
- 10- فواز كريم: « تسنيذ الموجودات — دراسة قانونية مالية مقارنة — »، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2009.
- 11- فضلي هشام: « الإستثمار في الحقوق الآجلة — التوريق — »، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2000.
- 12- غانم محمد أحمد: « التوريق »، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2009.

د — أطروحات الدكتوراة:

- 1- بوكساني رشيد: « معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها »، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
- 2- بن نعمون حمادو: « الإصلاحات الإقتصادية بإعتماد سياسة الخصصة: دراسة تحليلية للمؤسسات العمومية الجزائرية »، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية، جامعة قسنطينة 02 عبد الحميد مهري، 2014.
- 3- محيسن فؤاد محمد أحمد: « نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات »، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2006.

هـ – المقالات والبحوث العلمية:

- 1 - النشمي عجيل جاسم: « التوريق والتصكيك وتطبيقهما »، بحث مقدم في الدورة التاسعة عشرة لمنظمة المؤتمر الإسلامي المنعقدة في إمارة الشارقة (الإمارات العربية المتحدة)، 2009.
التوريق-والتصكيك-وتطبيقهما--د-عجي-3525-<http://www.iefpedia.com/arab/> (أطلع عليه يوم 2016.07.08).
- 2 - القره داغي علي محي الدين: « الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقها المعاصرة »، بحث مقدم في الدورة التاسعة عشرة لمنظمة المؤتمر الإسلامي المنعقدة في إمارة الشارقة (الإمارات العربية المتحدة) 2009.
iefpedia.com/.../d8a7d984d8b5d983d988d983-d8a7d984d8a5d8b... (أطلع عليه في 2016.07.08).
- 3 - عطا الله برهام محمد: « النظريات القانونية المقتبسة من الفقه الإسلامي في النظرية الأمريكية »،
[www.siironline.org/alabwab/maqalat&mohaderat\(12\)/1492.htm](http://www.siironline.org/alabwab/maqalat&mohaderat(12)/1492.htm) (أطلع عليه يوم 2016.09.19).
- 4 - عمر محمد عبد الحليم: « الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقها المعاصرة وتداولها »، بحث مقدم في الدورة التاسعة عشرة لمنظمة المؤتمر الإسلامي المنعقدة في إمارة الشارقة (الإمارات العربية المتحدة)، 2009.
www.riyadhalelm.com/researches/8/454_tawriq.doc (أطلع عليه يوم 2016.07.08).
- 5 - لوس إدوارد: « أزمة الرهن العقاري، من يقول أنه غير مذنب؟ »، المجلة الاقتصادية السعودية، العدد 5691، بتاريخ 2009.05.11.
www.aleqt.com/2009/05/11/article_227199.html (أطلع عليه في 2016.08.29).
- 6 - مشعل عبد الباري: « الشركة ذات الغرض الخاص SPV في الصكوك: القوانين المالية»،
موقع رقابة للاستشارات المالية الإسلامية.
www.raqaba.co.uk/?q=node/1532 (أطلع عليه في 2016.11.13).
- 7 - عثمان حسين فتحي: « التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني ».
www.kantakji.com (أطلع عليه في 2016.07.02).

و — التشريعات:

— التشريعات الجزائرية:

القوانين والأوامر:

- 1- القانون المدني الجزائري الصادر بالأمر 75-58 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المعدل والمتمم، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 78 بتاريخ 30 سبتمبر 1975.
- 2- القانون التجاري الجزائري الصادر بالأمر 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 101 بتاريخ 19 ديسمبر 1975، المعدل والمتمم بـ:
 - أ — المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل، 1993 المنشور في الجريدة الرسمية العدد 27 بتاريخ 27 أبريل 1993 المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن القانون التجاري.
 - ب — الأمر 96-27 المؤرخ في 09 ديسمبر 1996 المنشور في الجريدة الرسمية رقم 77 بتاريخ 11 ديسمبر 1996 المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن القانون التجاري.
 - ج — القانون رقم 05-02 المؤرخ في 06 فيفري 2005، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 11 بتاريخ 09 فيفري 2005 لمعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن القانون التجاري.
 - د — المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة المنشور في الجريدة الرسمية العدد 34 بتاريخ 23 ماي 1993 المعدل بالقانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المنشور في الجريدة الرسمية العدد 11 بتاريخ 19 فيفري 2003.
 - هـ — الأمر رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 11 بتاريخ 19 فيفري 2003 المعدل للمرسوم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.
- 3- الأمر 96-08 مؤرخ في 10 جانفي 1996، المتعلق بميثاق التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، المنشور في الجريدة الرسمية رقم 03 بتاريخ 14 جانفي 1996.

- 4 - الأمر 96-10 المؤرخ في 10 جانفي 1996، المعدل للمرسوم التشريعي المتعلق ببورصة القِيم المنقولة المنشور في الجريدة الرسمية العدد 03 بتاريخ 14 جانفي 1996.
- 5 - الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003، المتعلق بالنقد والقرض، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 52 بتاريخ 27 أوت 2003، المعدل والمتمم بـ:
- أ - الأمر 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010 المعدل والمتمم للأمر 03-11 المتعلق بالنقد و القرض المنشور في الجريدة الرسمية العدد 50 بتاريخ 01 سبتمبر 2010.
- ب - القانون رقم 17-10 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017 المتمم للأمر رقم 03-11 المتعلق بالنقْد والقرض المنشور في الجريدة الرسمية العدد 57 بتاريخ 12 أكتوبر 2017.
- 6 - القانون رقم 06-05 المؤرخ في 20 فيفري 2006، المتعلق بتوريق القروض الرهنية، المنشور بالجريدة الرسمية العدد 15 بتاريخ 12 مارس 2006.
- 7 - القانون 09-03 المؤرخ في 25 فيفري 2009، المتعلق بحماية المستهلك وقمع الغش، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 15 بتاريخ 08 مارس 2009.
- 8 - الأمر رقم 09-01 المؤرخ في 22 جويلية 2009 المتعلق بقانون المالية التكميلي، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 44 بتاريخ 26 جويلية 2009.
- 9 - القانون رقم 10-01 المؤرخ في 29 يونيو 2010 المتعلق بمهين الخبير المحاسب ومحافظ الحسابات والمحاسب المعتمد، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 42 بتاريخ 11 جويلية 2010.

الأنظمة:

- 1 - النظام رقم 96-02 المؤرخ في 22 جوان 1996 المتعلق بلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 36 بتاريخ 01 جوان 1997.
- 2 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القِيم المنقولة الصادر بقرار وزير المالية المؤرخ في 06 ديسمبر 1997 المتضمن التصديق على النظام العام للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها المنشورين في الجريدة الرسمية العدد 87 بتاريخ 29 ديسمبر 1997.

- 3 — نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة رقم 04-01 المؤرخ في 08 جويلية 2004، المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدار القِيم المنقولة، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 22 بتاريخ 27 مارس 2005.
- 4 — نظام بنك الجزائر رقم 11-03 المؤرخ في 24 ماي 2011 المتعلق بمراقبة المخاطر ما بين البنوك، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 54 بتاريخ 02 أكتوبر 2011.
- 5 — نظام بنك الجزائر رقم 11-04 المؤرخ في 24 ماي 2011 المتعلق بتحديد إجراءات تسيير ومراقبة مخاطر السيولة، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 54 بتاريخ 02 أكتوبر 2011.
- 6 — نظام بنك الجزائر رقم 11-08 المؤرخ في 28 نوفمبر 2011، المتعلق بالرقابة الداخلية للبنوك والمؤسسات المالية، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 47 بتاريخ 29 أوت 2011.
- 7 — نظام بنك الجزائر رقم 12-01 المؤرخ في 20 جانفي 2011 المتعلق بتنظيم وعمل مركزية مخاطر المؤسسات والأسر، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 36 بتاريخ 13 جوان 2012.
- 8 — نظام بنك الجزائر رقم 14-01 المؤرخ في 16 فيفري 2014 المتعلق بمعامل الملاء المطبق على البنوك والمؤسسات المالية، المنشور في الجريدة الرسمية العدد 56 بتاريخ 25 سبتمبر 2012.

— التشريعات الأجنبية:

- 1 - القانون اللبناني رقم 705 المتعلق بتسديد الموجودات الصادر بتاريخ 09.12.2005. الجريدة الرسمية اللبنانية www.pcm.gov.lb ، (أطلع عليه يوم 05.06.2016).
- 2 - القانون المغربي رقم 10/98 المتعلق بتسديد القروض الرهنية بتاريخ 16.09.1999. الجريدة الرسمية المغربية www.sgg.gov.ma/ (أطلع عليه يوم 05.06.2016).

المواقع الإلكترونية على شبكة الأنترنت:

- 1 - موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي .
<http://www.iifa-aifa.org/2300.html> ، (أطلع عليه يوم 08.07.2016).
- 2 - الموقع الرسمي لشركة ضمان القرض العقاري (FGSM).
<http://www.sgci.dz/index.html> ، (أطلع عليه يوم 14.07.2017).

3 - الموقع الرسمي للبورصة المصرية.

<http://www.egx.com.eg/arabic/homepage.aspx> ، (أطلع عليه يوم 2016.07.01).

4 - الموقع الرسمي لشركة إعادة تمويل الرهن العقاري (SRH).

<http://www.srh-dz.org> ، (أطلع عليه يوم 2017.07.14).

5 — موقع جريدة الشروق اليومي الجزائرية، <http://www.echoroukonline.com/ara/?news=46963> ، (أطلع عليه يوم 14 جانفي 2010).

6 — الموقع الرسمي لبنك التسويات الدولية (Bank International Settlements)

<http://www.bis.org/publ/bcbs189.htm> (أطلع عليه يوم 2016.08.16).

7- journal officiel France

<https://www.legifrance.gouv.fr/>

8- Journal officiel de l'Union européenne, EUR – LEX, access to european union law,

<http://eur-lex.europa.eu/homepage.html> , (consulter le 21.08.2016).

9- wikipedia, https://fr.wikipedia.org/wiki/Milton_Friedman, (أطلع عليه في 2017.08.22).

ثانيا: باللغة الفرنسية:

A . Ouvrages généraux :

1- Bonneau Thierry, Drummond France: « **Droit des marchés financiers** » 3^e édition, Economica, 2010.

2- Bonneau Thierry: « **Droit bancaire** » 9^e éd, Montchrestien, Paris, 2011.

Bonneau Thierry : « **Droit bancaire** », 11 éd, LGDJ, Paris, 2015.

3- Couret Alain et al: « **Droit financier** », Dalloz, Paris, 2012.

4- Mazeaud Henri et al: « **Leçons de Droit Civil** » tome 2, premier volume, « **Les Obligations** », 9^e édition, par François Chabas, Montchrestien, Delta, Beyrouth, Liban, 2000.

5- Ghestin Jacques et al: « **Traité de Droit Civil, Les Obligation, Les effets du contrats** », 2^e édition, L.G.D.G, Paris,1993.

6- Guiramand France, Héraud Alain : « **Droit des sociétés** », 8 édition, 2001, DUNOD, Paris, 2001.

B. Ouvrages spéciaux :

1-Barneto Pascal, Gregorio Georges: « **Les mécanismes financiers de la titrisation** », Lavoisier, Paris, 2011.

2-Barrière François: « **la réception du trust au travers de la fiducie** », Litec, 2004.

- 3- Beacco Jean-Michel, Hubaud Benoit: « titrisation – maillon clé du financement de l'économie », RB édition, Paris, 2013.
- 4-Beltas Abdelkader: « La Titrisation », édition Légende, 2007.
- 5- Béraudo Jean-Paul: « les trusts anglo-saxons et le droit français », L.G.D.J, Paris, 1992.
- 6-Billiau Marc : « La transmission des créances et des dettes », L.G.D.J, 2002, Paris.
- 7- Capelle-Blancard et al: « les marchés financiers en fiches », Ellipses, Paris, 2004.
- 8- Cassou Pierre-Henri: « La réglementation bancaire », Séfi, Paris, 1997.
- 9- Catillon Vincent : « Le droit dans les crises bancaires et financières », L.G.D.J , paris. 2011.
- 10- Farchot Antoine, Gourieroux: « Titrisation et remboursements anticipé », ECONOMICA, Paris, 1995.
- 11- Forti Valerio: « La titrisation des créances en droit comparé », Fondation Varenne, L.G.D.J, 2012.
- 12- Gavalda Christian, Stoufflet Jean : « Droit bancaire », 8 éd, Litec, Paris 2010.
- 13- Granier Thierry, Jaffeux Corynne: « La titrisation – Aspect juridique et financier, 2^e édition, ECONOMICA, Paris, 2004.
- 14- Granotier Julien: « Le transfert de propriété des valeurs mobilières », Economica, Paris, 2010.
- 15- Laport Cloude: « La titrisation d'actifs en suisse », Schulthess, Zurich, 2005.
- 16- Le Cannu Paul et al: « Droit commercial, Instrument de paiement et de crédit, Titrisation », 8^e édition, Dalloz, Paris, 2010.
- 17- Monéger Joel, Granier Thierry: « Le commissaire aux comptes », Dalloz, Paris, 1995.
- 16- Moulin Jean – Marc: « Le Droit de l'ingénierie financière », 3^e édition, Gualino éditeur, Iextenso Éditions, Paris, 2009.
- 18- Piedelièvre Stéphane, Putman Emmanuel: « Droit Bancaire », Economica, paris, 2011.
- 19- Teyssie Bernard: « Les groupes de contrats », LGDJ, Paris, 1975.
- 20- Trébulle François Guy: « L'émission de valeurs mobilières », Economica, Paris, 2002.
- 21- Valentin Bauwens, Jean-François Walhin: « La titrisation du risque d'assurance », Larceier, 2008.
- 22- Coussergues de Sylvie: « Gestion de la banque: Du diagnostic à la stratégie », 6^e édition, DUNAUD, France, 2010.

C. Thèses et mémoires :

- 1- Bendrane Mélissa: **« La titrisation en assurance :le marché des cat bonds, son fonctionnement et ses perspectives de développement »**, Mémoire de Master, faculté des sciences économique et de gestion, université du sud toulon-var, 2013, France.
<https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-00908643/document> , (consulter le 25.07.2016).
- 2- Guemene Sophie, Vincent Ade: **« Enjeux de la titrisation »**, Mémoire, CNAM, 2004.
<http://a.joannes.free.fr/Divers/Cours/DSCG/Rapport%20de%20stage/Exemples/Enjeux%20de%20la%20titrisation.pdf> , (consulter le 17.07.2016).
- 3- Gurnot Nicolas: **« Effets de la notation financière sur le prix des obligation »**, Mémoire, Université Paris Dauphine, 2013.
www.vernimm.net/.../Mémoire_Nicolas_GURNOT_agences_de_notation_Vernimm...
(consulté le 28.11.2016).
- 4- Harmand Cécile: **« Titrisation: l'évolution post crise financière normes comptables »**, Mémoire Académique, Neoma Business school, France,
www.apdc-france.fr/wp-content/uploads/NEOMA-BS-Reims-Harmand-vo.pdf
(consulté le 05.08.2016).
- 5- Hubert Justin: **« Les nouveaux défis juridiques de la titrisation aux Etats-unis et en Europe »**, Mémoire de master, Université Paris 2 Panthéon-Assas, 2014, France.
http://idc.u-paris2.fr/sites/default/files/memoire_justin_hubert.pdf , (consulté le 25.12.2016).
- 6- Legrand Ophélie: **« Le trust et la fondation privée sous l'angle du droit intrenational privé »**, Mémoire de master, Université Catholique de Louvain, Belgique.
https://dial.uclouvain.be/memoire/ucl/fr/object/thesis:3324/datastream/PDF_01, (consulté 02.10.2016).
- 7- Remy Morgan: **« La construction médiatique de la crise des subprimes »**, Mémoire, Université Lumière Lyon II.
http://doc.sciencespo-lyon.fr/Ressources/Documents/Etudiants/Memoires/Cyberdocs/MFE2008/remy_m/pdf/remy_m.pdf
(consulter le.27.08.2016).
- 8- Sènamy Cécile-Cloud, Ahoyo: **« La titrisation des créances bancaires: une étude en droit comparé »**, Mémoire - Université Laval, Canada, Avril 1997.
www.collectionscanada.gc.ca/obj/s4/f2/dsk3/ftp05/mq25475.pdf , (consulté le 01.10.2016).
- 9- Wachalowicz-Garcia Beata: **« L'évolution de la réglementation financière européenne suite à la crise 2007-2010 »**, Mémoire de master en études européennes, Université de Genève, 2012.
https://www.unige.ch/gsi/index.php/download_file/view/27/256/ , (consulté le 29.08.2016).

D. Articles :

- 1- Alamowitch Stéphan, Granier Thierry: **« Titrisation et crise financière »**, Bulletin Joly Bourse, Janvier-Février, 2008. paris.
- 2- Allegaert Véronique: **« De la propriété des valeurs mobilières »**, Bulletin Joly Sociétés, Mars, 2005.

- 3- Allouche René : « **titrisation la transmission des créances et des suretés** », Revue Banque et Droit, n° 9, janvier- février, 1990, France, pp. 53-54.
- 3- Artige Lionel: « **la crise financière 2007-2008** », Université de Liège (Belgique). <http://www.crepp.ulg.ac.be/profiles/artige/documents/Lacrisefinanciere2007-2008.pdf> (consulté le 11.09.2016).
- 5- Bair C. Sheila: « **Gérer la titrisation, vers un système financier plus sur** », Banque de France, Revue de la Stabilité Financière, n° 13, septembre 2009. <https://www.banque-france.fr/...financiere/.../revue-stabilite-financiere-de-septembre-...> (consulté le 02.08.2016).
- 6- Bâle III: « **Dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes Bancaires** ». <https://www.bis.org/bcbs/> (consulté le 28.08.2016).
- 7- Bessy Christian et al: « **Droit et régulation des activités économiques: perspectives sociologiques et institutionnalistes** », Collection Droit et Société, L.G.D, 2011. economix.fr/pdf/seminaires/conventions/2011-11-25_bon-de-commande.pdf, (consulté le 11.08.2016).
- 8- Bialés Christian: « **L'intermédiation financière** ». www.christian-biales.net/documents/Intermediati.PDF, (consulté le 12.06.2016).
- 9- Bibaut Laurant: « **Le trust est-il un contrat** ». <http://www.lepetitjuriste.fr/droit-international/droit-international-prive/le-trust-est-il-un-contrat>, (consulté le 12.11.2016).
- 10- Bonneau Thierry: « **Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances et le droit civil** », Revue Trimestrielle de Droit Civil, n° 1, janvier-mars 1991.
- 11- Boneau Thierry : « **Valeurs mobilières et titres financiers en droit français** », Revue du Droit Bancaire et Financier, n° 2, 2009, Paris.
- 12- Bonneau Thierry : « **L'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers** » Revue de Droit des Sociétés, Février 2009, Paris, p. 15.
- 12- Boucheta Haroun: « **conflit d'intérêts et produits dérivés** », Bulletin Joly Bourse, novembre-décembre, 2008, paris.
- 13- Boulier Jean-françois: « **L'avenir de la titrisation** ». www.ensae.org/gene/main.php?base=38&base2=1&detail_article=815, (consulté le 21.07.2016).
- 14- Brack Estelle: « **Dodd-Franck: un enjeu pour la réglementation financière mondiale** », Revue Banque France, n°730, 2010, Paris.
- 15- Burnat Florian, Chartier Jessica: « **Titrisation a la française et securtisation à l'anglaise: étude de droit compare après l'ordonnance du 13 juin 2008** », Revue de Droit des Affaires Internationales, 2010.
- 16- Cartapanis André: « **Vers une gouvernance monétaire et financière internationale sous l'égide des banques centrales ?** », Revue de la Finance, n° 197, vol. 34, Septembre Octobre, 2012.

- 17- Collard Fabienne: « **Au coeur des agences de notation** », www.crisp.be/crisp/wp-content/uploads/.../2011-12-06_agences_de_notation.pdf, (consulté le 14.11.2016).
- 18- Couderc Nicolas: « **Titrisation, Incitations et Transparence** », <http://oeconomia.net/private/cours/economiegenerale/agregation/subprime2008.pdf> (consulté le 19.01.2017)
- 19- Daeschner Thierry, Laurent Jean-Paul: « **La Titrisation** », Revue d'économie financière, n° 59, Montchrestien, 2000.
- 20- Daigre Jean-Jacques: « **Conflit d'intérêts et compte propre** », Bulletin Joly Bourse, novembre-décembre 2008.
- 21- Dauphin Fabrice Faure: « **La société de titrisation** », Revue Trimestrielle de Droit Financier, n° 3, 2008.
- 22- De Kergommeaux Xavier, Benteux Grégory: « **La titrisation de créances futures** », Revue de droit Bancaire et Financier, n°2, mars-avril 2000, Paris.
- 23- De Kergommeaux Xavier, Van Gallebaert Christine: « **Les nouvelles catégories d'actifs titrés** », Revue Banque Magazine, n° 638, Juillet-Août 2002, Paris.
- 24- De Kergommeaux Xavier: « **Organisation de titrisation** », Dalloz action, Ingénierie financière, fiscale et Juridique, 2^e éd, paris, 2009.
- 25- De Kergommeaux Xavier et al: « **La responsabilité du dépositaire d'un fonds commun de titrisation** », Revue Trimestrielle de Droit Financier, n° 3, Paris, 2009.
- 26-De Kergommeaux xavier, et al: « **La transmission d'un bordereau daily à un fonds commun de créances** », Revue Trimestrielle de Droit Financier, n°4, 2007, p.124.
- 27- Deschenaux Marc: « **La titrisation de la propriété intellectuelle** », www.deschenaux.com/.../Titrisation%20de%20la%20Propriété%20Intellectuelle%20
- 28- De Larosière Jacques: « **La crise financière actuelle, Pourquoi le système a-t-il déraillé ? Réflexions sur la titrisation** », Revue d'économie financière, Année 2008, volume 7, n°1. www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2008_hos_7_1_5179 (consulté le 19.08.2016).
- 29- Du Marais Bertrand et al: « **Le droit, les agence de notation et la crise du crédit** », www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2008_hos_7_1_5217, (consulté le 25.07.2016).
- 30- Ferry Claude: « **Trust et titrisation aux États-Unis: aspects juridiques** », Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, n° 40, France, novembre-décembre 1993.
- 31- Flandreau Marc: « **Le début de l'histoire: Globalisation financière et relation internationales** », Revue politique étrangère, N° 3, 2000, http://www.persee.fr/doc/polit_0032-342x_2000_num_65_3_4974, (consulté le 25.07.2016).
- 32- Fouquet Frédéric, Haas François: « **Impact des mutation technologiques sur les marchés de gré à gré** », Bulletin de la banque de France, n° 86, février 2001. https://www.banque-france.fr/fileadmin/user...de.../bdf_bm_86_etu_2.pdf, (consulté le 26.09.2016).

- 33- Frédrick Lacroix, Jonathan Lewis: « La société de titrisation française, un instrument attrayant », Revue Banque, n° 724, Mai 2010, Paris.
- 34- Galland Maxime: « La réforme du cadre juridique de la titrisation », Revue Lamy Droit des Affaires, n° 32, Novembre 2008, Paris.
- 35- Gauvin Alain, Goldstein Olivier: « Observation Juridiques et fiscales sur la titrisation synthétique », Revue Banquemagazine, n°638, juillet-août 2012, Paris.
- 36- Goré Marie: « Les créanciers et le trust: l'exemple américain », Mélanges offerts à Jean-Luc Aubert, DALLOZ, Paris, 2005.
- 37- Gourio Alain: « La séparation de certaines activités », Revue de droit bancaire et financier, n° 6, novembre 2013, Paris.
- 38- Granier Thierry: « le respect du formalisme en matière de cession à un fonds commun de créance : à propos de l'arrêt de la chambre commerciale de la cour de cassation du 13 février 2007 », Revue Trimestrielle de Droit Financier, n° 2, 2007, Paris.
- 39- Ganier Thierry: « Titrisation et cession de créances litigieuses », Revue Trimestrielle de Droit Financier, n° 2, 2008, Paris, p. 78.
- 40- Granier Thierry: « Présentation générale de la réforme du cadre juridique de la titrisation », Revue Trimestrielle de Droit Financier, n° 3, 2008, Paris, 2008.
- 41- Granier Thierry: « Financements structurés et encadrement juridique des agences de notation », Revue Trimestrielle de Droit Financier, n° 3, Paris, 2007.
- 42- Granier Thierry: « Vision économique et définition juridique de la titrisation, l'intérêt d'une confrontation », Revue Trimestrielle de Droit Financier, n°4, 2009, Paris.
- 43- Gutmann Daniel: « Trust », Ingénierie Financière Fiscale et Juridique, Dalloz Action, 3^e édition, Paris, 2015.
- 44- Hamdouni Said: « La crise financière et l'état du droit. Quelles évolutions au regard du dispositif des sommets du groupe des vingt pays industrialisés et émergents, le G20 ? », Un article de la revue Etudes internationales, Volume 41, n° 2, 2010.
www.erudit.org/fr/revues/ei/2010-v41-n2-ei3939/044614ar/, (consulté le 14.03.2017).
- 45- Herr Hansjorg: « Comment Faire Fonctionner un système Financier instable? Des option pour le réformer », Journal international de recherche syndicale, 2011.
www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_dialogue/---.../wcms_158765.pdf, (consulté le 28.06.2016).
- 46- Institut Montaigne, France: « Comment concilier régulation financière et croissance ? », Report, octobre 2012.
www.institutmontaigne.org/res/files/publications/rapport_regulation_financiere_et_croissance-1.pdf, (consulté le 27.08.2016).

- 47- Jégourel Yves: « **La titrisation: un outil pertinent de financement des industries minières** ». www.ocppc.ma/.../la-technique-de-la-titrisation-un-outil-pertinent-de-financement-des..., (consulté le 02.10.2016).
- 48- Jeffers Esther et al: « **Le shadow banking system et la crise financière** », www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/libris/.../3303330403754_EX.pdf. (consulté le 01.09.2016).
- 49- Jeffers Esther, Pollin Jean-Paul: « **Déréglementation bancaire des années 1980 et crise financière** », Revue D'économie financière, n°102, 2012. <https://www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/105-1>, (consulté le 01.08.2017).
- 50- Joëlle Paquet: « **Turbulences sur les marchés financiers: L'influence des agences de notation de crédit** », Ecole nationale d'administration publique, Québec, Canada, Septembre 2009. http://www.leppm.enap.ca/leppm/docs/Rapports_Economie/Rapport_7_economie.pdf (consulté le 10.10.2016).
- 51- Joseph E. Stiglitz: « **Quand le Capitalisme perd la tête** », Librairie Arthème Fayard, France, 2003.
- 52- Jospé Ilanah et al: « **les failles des agences de notation** ». www.infoguerre.fr/fichiers/Les_failles_des_agences_de_notation_2012.pdf, (consulté le 19.03.2017).
- 53- Journal Officiel de l'Union européenne, n° L 176-1 du 27.07.2013. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?qid=1505157198535&uri=CELEX:32013R0575> (consulté le 28.08.2016).
- 54- Khariss Mohamed, Dkhissi Tarik: « **Instabilité financière et nécessité de la régulation** », International Journal of Innovation and Applied Studies, vol. 15, N°4, May 2016, <http://www.ijias.issr-journals.org/abstract.php?article=IJIAS-16-071-02>, (consulté le 27.08.2016).
- 55- Lacroix Frédéric et al: « **Titrisation : le diable au service de l'économie réelle ?** », Revue Banque France. <http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/titrisation-diable-au-service-economie-reelle>, (consulté le 19.02.2016).
- 56- Le Hir Christian: « **Un cadre juridique assoupli** », Revue Banque stratégie, n° 110, Novembre 1994, Paris.
- 57- Le Hir Christian: « **Le Fonds commun de Créances** », Revue Banque Editeur, Paris, 1994.
- 58- Legeais Dominique: « **Le montage financier à la recherche de son régime juridique** », Mélanges en l'honneur du professeur Paul Le Cannu, Dalloz-L.G.D.G, Paris, 2014.
- 59- Lescop Daniel: « **vie et marché des créances titrisées aux états-unis** », Bulletin Du Crédit National, 3° Trim. 1989.Paris.
- 60- Lordon Frédéric: « **Après la crise financière: «réguler» ou refondre ?** », Revue de la régulation, n° 5, 2009. <https://regulation.revues.org/7461>, (consulté le 19.02.2016).

- 61- Mainguy Daniel: « **Propriété et contrat** », Revue droit et patrimoine, n° 91, Paris, Mars 2001.
- 62- Marchand Arnaud: « **La Titrisation et ses Dérives** », <https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/2611.pdf> , (consulté le 15.07.2016).
- 63- Mazeaud Denis: « **Les groupes de contrats** », Les Petites Affiches, N° 90, Février 2000, Paris.
- 64- Naudet Jean yves : « **Le retour de la titrisation** » <https://www.contrepoints.org/2014/05/07/165405-le-retour-de-la-titrisation> (consulter le.16.08.2016).
- 65- Lautier Delphine, Simon Yves: « **Titrisation – Analyse économique et financière** », Dalloz action, Ingénierie financière, fiscale et Juridique, 2^é éd, paris, 2009.
- 66- Naudet Jean Yves: « **Le retour de la titrisation** », <http://www.libres.org/conjoncture/3280-le-retour-de-la-titrisation.html> , (consulté le.16.08.2016).
- 67- OMPI organisation mondiale de la propriété intellectuelle, «**Propriété intellectuelle et financement – une introduction** », www.wipo.int/wipo_magazine/fr/2008/05/article_0001.html , (consulté le 04.09.2016).
- 68- Papeians Jean-Charles: « **La titrisation de créances: étude comparative états unis et Belgique** », Revue de Droit des Affaires Internationales, 1996, n° 3, Paris.
- 69- Pedrizzetti Jérôme: « **La titrisation des créance commerciales: la perspective du cédant** », Revue de Droit de Sociétés, Mai 2001, n°5, Paris.
- 70- Peltier Frédéric: « **L'adaptation du droit positif français à la titrisation lesfonds communs de créances** », Revue Banque et Droit, n° 4, mai- juin, 1989, Paris.
- 71- Plavinet Jean-Pierre: « **La régulation Juridique des Marches Financiers** », https://www.agroparistech.fr/IMG/pdf/Droit_Marches_Financiers_2012.pdf , (consulté le 21.07.206).
- 72- Plihon Dominique: « **Minsky , théoricien de L'instabilité financière** », <https://france.attac.org/nos.../les...10.../minsky-theoricien-de-l-instabilite-financiere> , (consulté le 30.08.2016).
- 73- Pollin Jean-Paul: « **Les insuffisances de la nouvelle régulation bancaire: entre renoncements et fausses solutions** », http://www.fondation-res-publica.org/Les-insuffisances-de-la-nouvelle-regulation-bancaire-entre-renoncements-et-fausses-solutions_a828.html , (consulté le.09.07.2016).
- 74- Quiquerez Alexandre: « **Jeter un pont entre la finance et les actifs créatifs via la titrisation** », www.agefi.lu/mensuel/Article.asp?NumArticle=12467 , (consulté le 03.09.2016).
- 75- Quiquerez Alexandre: « **La titrisation de créances de crédit d'impôt recherche: de l'innovation légale à la mise en œuvre** », Revue Trimestrielle de Droit Financier, n° 4, Paris, 2014.

- 76- Rochet Jean-Charles: « **Le futur de la réglementation bancaire** », Toulouse School of Economics, n° 2, Décembre 2008.
[tse-fr.eu/sites/default/files/medias/TSE/TSENotes/notes\(2\)rochet\(pdf\).pdf](http://tse-fr.eu/sites/default/files/medias/TSE/TSENotes/notes(2)rochet(pdf).pdf) , (consulté le 12.02.2017).
- 77- Sacasa Noel: « **Pour éviter de nouvelles crises: les priorités de la réforme réglementaire après le désastre** », Revue Finance et développement, Décembre 2008. Paris.
- 78- Scherer Alexandre: « **La titrisation des risques d'assurance: le marché des insurance linked securities** », Revue d'économie financière, année 2000, volume 59,
www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2000_num_59_4_369 , (consulté le 03.07.2016).
- 79- Scholefield Christopher: « **le trust anglo-américain** », Revue de Droit Bancaire, n°56, Juillet-Août 1996, Paris.
- 80- Segoviano Miguel et al: « **La relance de la titrisation** », Banque de France, Revue de la Stabilité Financière, n° 19, Avril 2015..
https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/.../RSF19_4_FMI.pdf , (consulté le 07.07.2016).
- 81- Sekfali Zine: « **Le droit des financements structurés** », Revue Banquemagazine, n° 658, mai 2004, Paris.
- 82- Thibodeau Josée: « **La titrisation de la propriété intellectuelle au Canada** », Revue de droit de McGill, 2003.
<http://www.lawjournal.mcgill.ca/userfiles/other/796240-Thibodeau.pdf> , (consulté le 07.06.2016).
- 83- Touraine Hervé: « **titrisation internationales, transfert des créances et du surtts. Panorama des législations européennes** », Revue de Droit et Pratique du Commerce International, Tome 22, n° 03, 1996, Masson, Paris.
- 84- Vauplane Hubert: « **Changer les paradigmes de la régulation financière** », Rapport moral sur l'argent dans le monde 2014, 19^e édition, association d'économie financière, France.
<https://www.aef.asso.fr/telecharger-article/changer-les-paradigmes-de-la-r.../pdf> ,
 (consulter le.09.07.2016).
- 85- Visher Bernard, Wynne Julie: « **la notion de trust en droit suisse** », www.froiep.com/upload/prj/.../FicheJuridiquesuisse-Notiondetrustendroitsuisse.pdf ,
 (consulté le 18.11.2016).
- 86- Vodarevski Vladimir: « **La responsabilité de la régulation dans la crise financière** ». <http://economie-analyses-actualites-opinions.over-blog.com/article-32077520.html>
 (consulter le 03.08.2016).
- 87-Wellink Nout: « **Au-delà de la crise:la réponse stratégique du comité de bale** », Banque de France, Revue de la stabilité financière, n° 13 « Quel avenir pour la régulation financière? », Septembre 2009.
<http://www.banque-france.fr/.../revue-stabilite-financiere-de-septembre-2009-etude-1...> ,
 (consulté le 27.08.2016).
- 88-Wortley Ben Atkinson : « **Le trust et ses application modernes en droit anglais** », Revue Internationale de Droit Comparé, vol.14, n°4, octobre-décembre 1962, p.699.
http://www.persee.fr/doc/ride_0035-3337_1962_num_14_4_13473 (consulter le 02.03.2017).

89- Zaveroni Fabien: « La qualité des données: un enjeu réglementaire supplémentaire pour les métiers », Revue Banque et Stratégie, n° 323, mars 2014.

E. Textes juridiques

Législation Français:

- 1- Code civil français, Version consolidée au 2 mars 2017,
<https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000006070721&dateTexte=20170302>
(consulté le 05.05.2017).
- 2- Code commercial français, Version consolidée au 1 juin 2017,
<https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379&dateTexte=20170601>
(consulté le 01.07.2017).
- 3- Code monétaire et financier français, Version consolidée au 11 mai 2016,
<https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000006072026&dateTexte=20160511>
(consulté le 05.06.2017).

Législation de l'UE :

- 1- Règlement (CE) N° 1060-2009 du parlement européen et du conseil du 16 septembre 2009, sur les agences de notation de crédit, publié au journal officiel de l'union européenne, n° L.302-1, le 17.11.2009.
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=celex%3A32009R1060>
(consulté le 28.08.2016).
- 2- Règlement (UE) N° 1092/2010 du parlement européen et du conseil du 24 novembre 2010, relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'union européenne et instituant un comité européen du risque systémique, publié au journal officiel de l'union européenne, n° L.146-1, le 31.05.2013.
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=celex%3A32010R1092>
(consulté le 28.08.2016).
- 3- Règlement (UE) N° 575-2013 du parlement européen et du conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, publié au journal officiel de l'union européenne, n° L.146-1, le 31.05.2013.
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?qid=1504641000703&uri=CELEX:32013R0575>
(consulté le 28.08.2016).
- 4- Comité de Bale sur le Contrôle Bancaire, Bale 3: « dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires », banque des règlements Internationaux.
www.bis.org/publ/bcbs189_fr.pdf , (consulté le 03.09.2016).

Les raopprts :

- Institut Montaigne : « Comment concilier régulation financière et croissance ? » , rapport, octobre, 2012.
http://www.institutmontaigne.org/res/files/publications/rapport_regulation_financiere_et_croissance-1.pdf , (consulter le 21.08.2016).

A. specific books

- 1- MacDonald S.Scott, W.koch Timothy: «***Management of Banking***», 6 edition, Thomson South-Western, USA, 2006.
- 2- Rose S Peter, Marquis H. Milton: «***Money and Capital Market***», McGRAW-HILL international edition, 10th edition, USA, 2008.
- 3- Hull C John: «***Option future and other derivatives***», Pearson Education, Inc. publishing as Prentice, USA, 2011.

B. Articles :

- 1- Grossman Richard: «***Greed destroyed us all: George W. Bush and the real story of the great Recession***».
www.salon.com/.../greed_destroyed_us_all_george_w_bush_and , (consulté le 26.08.2016).

C. Legal texts

USA Legal texts:

- 1- *Dodd-Frank Act*.
<https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text> , (consulté le 21.08.2016).
- 2- *Trust Indenture Act 1939*.
<https://www.sec.gov/about/laws/tia39.pdf> , (consulté le 21.08.2016).
- 3- *Investment Company Act 1940*.
<https://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf> , (consulté le 21.08.2016).
- 4- *Securities Act of 1933*
<https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf> , (consulté le 12.07.2017).

UK Legal texts:

- 1- *Law of Property Act 1925*.
<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/Geo5/15-16/20/contents> , (consulté le 02.06.2016).
- 2- *Trustee Act 1925*.
<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/Geo5/15-16/19/contents> , (consulté le 03.07.2017).
- 3- *Companies Act 2006*.
<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents> , (consulté le 27.07.2017).
- 4- *Insolvency Act 1986*.
<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45/contents> , (consulté le 27.07.2017).

فهرس المحتويات

1	مقدمة
2	أولاً: التعريف بالموضوع
5	ثانياً: إشكالة البحث
6	ثالثاً: فرضيات البحث
6	رابعاً: أسئلة البحث
7	خامساً: أهمية البحث
9	سادساً: أهداف البحث
9	سابعاً: الدراسات السابقة
12	ثامناً: منهج البحث
13	تاسعاً: الخطة
14	فصل تمهيدي: الإطار المفاهيمي للتوريق
16	المبحث الأول: مفهوم وتطور التوريق
16	المطلب الأول: مفهوم ونشأة التوريق
16	الفرع الأول: تعريف التوريق
22	الفرع الثاني: نشأة التوريق
25	الفرع الثالث: تمييز التوريق عما يشبهه من تقنيات الإصدار الأخرى
27	المطلب الثاني: تطور التوريق
27	الفرع الأول: تطور التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية
29	الفرع الثاني: إنتقال وتطور التوريق خارج الولايات المتحدة الأمريكية
33	المبحث الثاني: مجال وفائدة التوريق
34	المطلب الأول: مجال التوريق
34	الفرع الأول: توريق الحقوق الناشئة عن قروض الرهن العقاري

35	الفرع الثاني: توريق الأصول المالية الأخرى ذات التدفقات النقدية.....
36	الفرع الثالث: توريق حقوق الملكية الفكرية.....
37	الفرع الرابع: توريق مخاطر التأمين.....
40	الفرع الخامس: توريق الدخول المستقبلية.....
41	المطلب الثاني: أنواع التوريق.....
41	الفرع الأول: أنواع التوريق بالنظر إلى الأصول المورقة.....
42	الفرع الثاني: أنواع التوريق حسب مدى تمتع منشأة التوريق بالشخصية المعنوية.....
	الفرع الثالث: أنواع التوريق حسب ما إذا كانت الحقوق تورق لأول مرة
43	أم لمرة ثانية.....
44	الفرع الرابع: أنواع التوريق حسب نوع الضمان.....
47	المطلب الثالث: فائدة التوريق.....
47	الفرع الأول: مصدرا مهما للتمويل وإعادة التمويل.....
48	الفرع الثاني: نقل وتوزيع المخاطر.....
49	الفرع الثالث: تحسين تسيير الميزانية.....
49	الفرع الرابع: توفير فرص استثمار جديدة.....
50	الفرع الخامس: توسيع وتنشيط السوق المالي.....
50	الفرع السادس: يقلل من اللجوء للوساطة المالية التقليدية.....
51	المطلب الرابع: صعوبات التوريق.....
52	خلاصة الفصل التمهيدي.....
53	الفصل الأول: مقومات التوريق.....
55	المبحث الأول: البيئة القانونية والإقتصادية اللازمة للتوريق.....
55	المطلب الأول: وجود الحاجة الإقتصادية للتوريق.....
56	الفرع الأول: حاجة البنوك والمؤسسات المالية للتمويل وإعادة التمويل.....
66	الفرع الثاني: الحاجة إلى ضرورة إستجابة البنوك للقواعد الإحترازية.....

67	الفرع الثالث: الحاجة إلى ضرورة تجاوز الوساطة المالية التقليدية في الإقراض.....
67	المطلب الثاني: وجود إطار قانوني مناسب وبيئة مالية متطورة.....
67	الفرع الأول: ضرورة وجود إطار قانوني مناسب.....
71	الفرع الثاني: ضرورة وجود بيئة مالية متطورة.....
72	المطلب الثالث: وجود سوق مالي متطور.....
72	الفرع الأول: مفهوم السوق المالي.....
75	الفرع الثاني مقومات السوق المالي المتطور.....
78	الفرع الثالث: تطور الأسواق المالية في ظل المستجدات المعاصرة.....
81	المطلب الرابع: وجود مؤسسات للتصنيف الائتماني.....
81	الفرع الأول: ماهية وتطور مؤسسات التصنيف الائتماني.....
83	الفرع الثاني: دور وأهمية مؤسسات التصنيف الائتماني في عملية التوريق.....
84	الفرع الثالث: نقد مؤسسات التصنيف الائتماني.....
86	المبحث الثاني: المتدخلون في التوريق.....
86	المطلب الأول: المتدخلون الأساس في التوريق.....
86	الفرع الأول: المؤسسة المالية المبادرة.....
89	الفرع الثاني: منشأة التوريق.....
91	الفرع الثالث: المنظم.....
93	الفرع الرابع: المسير.....
95	الفرع الخامس: المؤمن.....
98	الفرع السادس: المستثمرون.....
99	الفرع السابع: مؤسسات التصنيف الائتماني.....
101	المطلب الثاني: المتدخلون الثانويون.....
102	الفرع الأول: المدينون.....
102	الفرع الثاني: محصل الديون.....

104	الفرع الثالث: المؤمنون على مخاطر عدم الدفع
105	الفرع الرابع: محافظ الحسابات
107	الفرع الخامس: هيئة السوق المالي
112	خلاصة الفصل الأول
113	الفصل الثاني: منشأة التوريد
116	المبحث الأول: الترسر كمنشأة للتوريد في النظام الأنجلوسكسوني
116	المطلب الأول: مفهوم ونشأة الترسر
116	الفرع الأول: تعريف الترسر
118	الفرع الثاني: نشأة الترسر
119	الفرع الثالث: تطور الترسر
121	المطلب الثاني: تكوين الترسر
121	الفرع الأول: أطراف الترسر
126	الفرع الثاني: شروط الترسر
128	الفرع الثالث: خصائص الترسر
134	المطلب الثالث: آثار الترسر
134	الفرع الأول: دور الترسر في عملية التوريد
137	الفرع الثاني: إلتزامات ومسؤولية الترسر
143	المبحث الثاني: هيئة التوريد في النظام الفرنسي
144	المطلب الأول: نشأة وتطور هيئة التوريد الفرنسية
144	الفرع الأول: نشأة هيئة التوريد في القانون الفرنسي
146	الفرع الثاني: تطور هيئة التوريد في القانون الفرنسي
154	المطلب الثاني: الصندوق المشترك للتوريد
155	الفرع الأول: الطبيعة القانونية للصندوق المشترك للتوريد
158	الفرع الثاني: تأسيس الصندوق المشترك للتوريد

159	الفرع الثالث: الغرض من نشاط الصندوق
159	الفرع الرابع: تسيير الصندوق المشترك للتوريد
166	الفرع الخامس: إنقضاء الصندوق المشترك للتوريد
167	المطلب الثالث: شركة التوريد
169	الفرع الأول: تأسيس شركة التوريد
170	الفرع الثاني: عمل وتسيير شركة التوريد
171	الفرع الثالث: حل وتصفية شركة التوريد
174	خلاصة الفصل الثاني
175	الفصل الثالث: عمل آلية التوريد
178	المبحث الأول: حوالة الحقوق في التوريد
178	المطلب الأول: حوالة الحق كأساس لنقل الحقوق في التوريد
182	الفرع الأول: الأصول المورقة
183	الفرع الثاني: طبيعة الأصول المورقة
186	المطلب الثاني: شروط حوالة الحق في التوريد
187	الفرع الأول: القواعد العامة في حوالة الحق المدنية
188	الفرع الثاني: الخروج في التوريد عن القواعد العامة في حوالة الحق
191	الفرع الثالث: الشروط الموضوعية لحوالة الحقوق في التوريد
193	الفرع الرابع: الشروط الشكلية
199	الفرع الخامس: الطبيعة القانونية لجدول الحوالة
200	المطلب الثالث: آثار حوالة الحقوق في عملية التوريد
201	الفرع الأول: أثر الحوالة بالنسبة للأطراف
215	الفرع الثاني: أثر الحوالة في مواجهة الغير
220	المبحث الثاني: تحويل الحقوق المحالة إلى أوراق مالية
220	المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية

221	الفرع الأول: تعريف الأوراق المالية.....
223	الفرع الثاني: أنواع الأوراق المالية.....
227	الفرع الثالث: خصائص الأوراق المالية.....
228	الفرع الرابع: الهدف من إصدار الأوراق المالية في التوريق.....
230	المطلب الثاني: إنشاء الأوراق المالية.....
230	الفرع الأول: أنواع الأوراق المالية المصدرة في التوريق.....
241	الفرع الثاني: قواعد إصدار الأوراق المالية.....
246	الفرع الثالث: الإكتتاب في الأوراق المالية المصدرة.....
248	المطلب الثالث: آثار تحويل الحقوق إلى أوراق مالية في التوريق.....
248	الفرع الأول: الطبيعة القانونية للأوراق المالية المكتتب فيها.....
252	الفرع الثاني: تكييف العلاقات التعاقدية في عملية التوريق.....
256	خلاصة الفصل الثالث.....
257	الفصل الرابع: مراقبة عملية التوريق.....
259	المبحث الأول: آليات مراقبة عملية التوريق.....
259	المطلب الأول: مراقبة هيئة السوق المالي.....
260	الفرع الأول: مراقبة تأسيس وتسيير هيئة التوريق.....
266	الفرع الثاني: مراقبة إصدار الأوراق المالية الموجهة للجمهور.....
270	المطلب الثاني: مراقبة محافظي الحسابات.....
271	الفرع الأول: تعيين محافظي الحسابات لدى هيئات التوريق.....
275	الفرع الثاني: مهمة محافظ الحسابات في مراقبة عملية التوريق.....
278	الفرع الثالث: مسؤولية محافظ الحسابات.....
281	المطلب الثالث: مراقبة مؤسسات التصنيف الائتماني.....
281	الفرع الأول: دور مؤسسات التصنيف الائتماني في مراقبة عملية التوريق.....
285	الفرع الثاني: الرقابة الداخلية كبديل لرقابة مؤسسات التصنيف الائتماني.....

288	المبحث الثاني: تعزيز نظام مراقبة التوريق بعد الأزمة المالية لسنة 2007
290	المطلب الأول: الأسباب الحقيقية للأزمة المالية لسنة 2007
290	الفرع الأول: الجذور التاريخية للأزمة المالية لسنة 2007
294	الفرع الثاني: الأسباب المباشرة للأزمة المالية لسنة 2007
301	المطلب الثاني: طرق إصلاح النظام القانوني لمراقبة التوريق
301	الفرع الأول: الفصل بين نشاطات البنوك التجارية ونشاطات بنوك الإستثمارات
302	الفرع الثاني: تحسين سياسات منح القروض
303	الفرع الثالث: مراقبة بنوك الظل غير المنظمة والمنتجات المالية المشتقة
304	الفرع الرابع: الإنقاص من حجم البنوك الكبرى
305	الفرع الخامس: إصلاح عمل مؤسسات التصنيف الائتماني
308	الفرع السادس: تعزيز العمل على تماثل المعلومات من خلال الشفافية والإفصاح
	المطلب الثالث: الإجراءات القانونية المتخذة لتعزيز نظام
309	مراقبة التوريق بعد أزمة 2007
311	الفرع الأول: الإجراءات المتخذة في الولايات المتحدة الأمريكية
315	الفرع الثاني: الإجراءات المتخذة في إطار الإتحاد الأوروبي
319	الفرع الثالث: الإجراءات المتخذة على الصعيد الدولي
322	خلاصة الفصل الرابع
323	الخاتمة
330	قائمة المراجع

ملخص:

التوريق تقنية مالية حديثة، ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1970، إبتكرها العاملون في المجال المالي وهم بصدد البحث عن حلول عملية للصعوبات التي كانت تواجههم في مجال البحث عن التمويل وإعادة التمويل العقاري، مستخدمين في ذلك تقنيات الهندسة المالية والقانونية التي بدأت في الازدهار في ذلك الوقت، من أجل تصميم تركيب مالي تحيل بواسطته مؤسسة مالية بعضا من حقوقها، التي غالبا ما تكون قروض رهن عقاري، إلى منشأة أعدت خصيصا لهذا الغرض تسمى منشأة التوريق، التي تصدر بعد ذلك في مقابل هذه الحقوق المحالة اليها أوراقا مالية تطرح في السوق المالي موجهة للجمهور والمستثمرين المحترفين. بعد ذلك تطور التوريق ليشمل أنواعا أخرى من الحقوق ويحقق مزيدا من الفوائد الاقتصادية، وينتشر في كثير من دول العالم ومنها الجزائر التي صدر فيها قانون توريق القروض الرهنية سنة 2006.

وقد ساعد على ظهور التوريق وجود بيئة مالية متطورة وموجة التحرر من القوانين والأنظمة وهيئات الضبط التي حصلت نتيجة سيادة أفكار المدرسة النيوليبرالية القائمة على السلطة المطلقة للأسواق، وسيادة فكرة العقد ومبدأ سلطان الإرادة لحكم العلاقات الإقتصادية، وكذلك تعاضم أهمية الأسواق المالية في بداية السبعينيات من القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية، كما ساعد على ظهوره أيضا مرونة قواعد النظام الأنجلوسكسوني في مجال الملكية دون الحاجة إلى وضع قواعد خاصة لعمله، وكذلك وجود مؤسسة الترس التي إستخدمت كمنشأة لعمل التوريق، وهو ما لم يكن ممكنا في ظل أنظمة القانون المدني ذات الأصول الرومانية و الجرمانية، التي إحتاجت إلى وضع قواعد خاصة من أجل تجاوز الصعوبات القانونية التي كانت تضعها القواعد العامة في هذه القوانين، وعلى الأخص فيما يتعلق بحالة الحق، و وضع منشأة توريق خاصة، على غرار مؤسسة الترس، من أجل القيام بعملية التوريق.

والتوريق تقنية معقدة ومتطورة تعمل كنظام يتكون من عدة أجزاء مترابطة تتفاعل فيما بينها من أجل تحقيق أهداف معينة، كما أنه تقنية تتطلب مراقبة متواصلة لتفادي الإنحراف في إستخدامه، ذلك أنه إتهم بأنه كان السبب الرئيس في حدوث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ليتضح لاحقا أن هذا الإتهام لم يكن صحيحا، فالأزمة حصلت نتيجة فشل القواعد التنظيمية وهيئات الضبط التي كانت تحكم النظام المالي ككل، ولذا عمل المشرعون على إصلاحه، فالتوريق أصبح جزء من النظام المالي لا يمكن الإستغناء عنه، و مفيد إذا تم إستخدامه بصورة صحيحة وعقلانية.

الكلمات المفتاحية: توريق، حقوق، حوالة حق، منشأة توريق، أوراق مالية.

Résumé:

La titrisation est une technique financière moderne apparue aux États-Unis au début des années 1970. Elle a été créée par des professionnels de la finance, qui étés à la recherche de solutions pratiques aux difficultés de financement et de refinancement, en utilisant les techniques d'ingénierie financière et juridique qui ont connu un grand essor a cette période. La titrisation consiste à concevoir une structure financière par laquelle une institution financière transfère certains de ses créances, souvent des prêts hypothécaires, à une entité crée spécialement à cet effet appelée entité de titrisation, qui ensuite émettra sur le marché financier des titre adossés à ces actifs transférés, au profit des investisseurs et des professionnels. Après la titrisation a évolué pour inclure d'autres types d'actif financiers et pour offrir plus d'avantages économiques, on se répandant dans de nombreux pays du monde, y compris l'Algérie, où la loi sur la titrisation des prêts hypothécaires a vu le jour en 2006.

L'émergence de la titrisation a été favorisée par le développement de l'environnement financier, la vague de libéralisme financier, la déréglementation et la dérégulation en raison de la prédominance de l'idéologie néolibérale et de l'importance croissante des marchés financiers au début des années 1970 aux États-Unis. Et aussi sur la notion du contrat et le principe de l'autonomie de la volonté pour régir les relations économiques. A cela d'ajoute la souplesse des règles du system juridiques anglo-Saxon, surtout dans le domaine de la propriété, et l'existence du Trust qui a été utilisée comme entité de titrisation, ce qui n'était pas possible dans le cadre des systèmes de droit civil d'origine romano-germanique qui exigeait la mise en place de règles spéciales pour surmonter les difficultés que posent les règles générales, et en particulier en ce qui concerne la cession des créances, et la mise en place d'une entité de titrisation a l'image du trust pour conduire des opérations de titrisation.

La titrisation est une technique complexe et sophistiquée qui fonctionne comme un système de parties interconnectées qui interagissent les uns avec les autres pour atteindre les mêmes objectifs, mais c'est aussi une technique qui nécessite un suivi continu pour éviter les dérives. La titrisation a été accusée d'être la principale cause de la crise financière mondiale de 2008, ce qui n'est pas vrais car la crise résultait de l'échec de la réglementation et des régulateurs qui régissaient le système financier dans son ensemble, une reforme a été nécessaire car la titrisation est devenu une partie intégrante du système financier actuel, et une technique utile si elle est utilisé correctement de manière rationnelle.

Mots-clés : titrisation, créances, cession de créances, entité de titrisation, titres financiers.

Abstract:

Securitization is a modern financial technique that first appeared in the United States in the early 1970's. It was created by financial professionals in search of practical solutions to the difficulties they faced in the search for financing and refinancing real estate, using the techniques of financial and legal engineering that were developed at that period. In order to design a financial structure by which a financial institution transfers some of its receivables, often mortgage loans, to a facility established specifically for this purpose called the securitization facility, which is then issued against the financial assets transferred to it. The financial market is geared towards the public and professional investors. After that, securitization evolved to include other types of receivables and achieve more economic benefits, and spread in many countries of the world, including Algeria, where the law securitized mortgage loans in 2006.

The emergence of securitization has contributed to the emergence of an advanced financial environment and a wave of liberalization of laws, regulations and regulatory bodies as a result of the neoliberal school ideology and the growing importance of financial markets in the early 1970s in the United States of America. And on the notion of the contract and the principle of autonomy of will of the contracting Parties, to rule the economic relations. In addition, the flexibility of the Anglo-Saxon rule in terms of property was of a great help, as well as the existence of the Trust, which was used as a facility for securitization, which is not possible under the civil law systems of Romano- Germanic origin, which required special rules to overcome the legal difficulties. General rules in their laws, and in particular with regard to assignment transfer receivables and the implementation of private securitization facility, similar to the Altrust Foundation, in order to carry out the process of securitization.

Securitization is a complex and sophisticated technique that functions as a system of interconnected parts that interact with each other to achieve specific goals. It is also a technique that requires continuous monitoring to avoid diversion. It has been accused of being the main cause of the 2008 global financial crisis, that turned out to be not true. The crisis came as a result of the failure of the regulations and regulators that governed the financial system as a whole. So legislators reformed it, and securitization became part of the financial system. It is useful if used correctly and rationally.

Keywords: securitization, receivables, receivable assignment, securitization facility, securities