

الباب الثاني
البنية القانونية للتوريق فى القانون المصري

الباب الثاني

البنية القانونية للتوريق في القانون المصري

(توريق الأصول المالية المقترنة بالضمان العقاري)

الارتباط التاريخي بين التمويل العقاري والتوريق - تماثل ظروف نشأه التوريق مع الظروف الداعية للعمل به في مصر

يرتبط التوريق بالتمويل العقاري (1) ارتباطاً تاريخياً. فعندما اشتدت أزمة الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية، وعجزت المؤسسات المالية عن الوفاء باحتياجات السوق من القروض العقارية، إنشئت مؤسسة متخصصة تقوم بتمويل تجمع لقروض مضمونة بالرهن العقاري بشرائها بعوائد الاكتتاب في السندات التي تصدرها (2). وأصبح هناك سوق ثانوية لهذه القروض كان له أثر كبير في المساهمة في حل مشكلة الإسكان بزيادة الأموال المخصصة لتمويل قروض شراء المنازل.

¹ - راجع تاريخ نشأة التوريق بهذه الرسالة ونظر أيضا المذكرة الإيضاحية لقانون التمويل العقاري 148 / 2001
لقد بدأ التفكير في حل مشكلة الركود في السوق العقاري ونقص الوحدات السكنية لفئات معينة عن طريق إصدار قانون التمويل العقاري رقم 148 لسنة 2001 ولائحته التنفيذية فقد سمح القانون بالتمويل لشراء مسكن أو لبناء مسكن أو لتجديد أو تنكيس مسكن. كما انشأ بعض الهيئات الجديدة ومنها: هيئة التمويل العقاري، صندوق ضمان ودعم نشاط التمويل العقاري، شركات التمويل العقاري وعلى أثر ذلك ظهرت أنشطة جديدة لها علاقة بالتمويل العقاري كشركات التأمين العقاري، وخبراء التقييم العقاري، والوسطاء العقاريين، والوكلاء العقاريين وجهات المساعدة في التسجيل العقاري. وعلى أي حال، يتعامل قانون التمويل العقاري مع كل من يطلب تمويلا عقارياً. ولكن يشترط أن لا يزيد قسط السداد عن 25% بالنسبة لمحدودي الدخل و40% بالنسبة لصاحب الدخل المتوسط والمرتفع.

² - إلا أنه امتد الآن ليشمل كافة الأصول المولدة للدخل وأن كان نظام التوريق قد بدأ من توريق قروض الرهن العقاري .
Charles E. Harrell et al., *Securitization of Oil, Gas, and Other Natural Resource Assets: Emerging Financing Techniques*, 52 BUS. LAW. 885, 886 (1997) (describing "the securitization of domestic and international oil and gas assets, with particular attention to the securitization of future

وليس الوضع في مصر الآن⁽¹⁾، وقبل ذلك بسنوات، ببعيد عن الوضع في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1970 . فتعيش مصر أزمة إسكان طاحنة ومستمرة لم تخرج منها حتى الآن. وتحاول الدولة حلها بحلول عملية تارة⁽²⁾، وبحلول تشريعية تارة أخرى⁽³⁾. ومن الحلول القانونية التي رأى المشرع المصري أنها ستأتي بالنفع ويمكن عن طريقها المساهمة في علاج مشكلة الإسكان هي إصدار قانون التمويل العقاري رقم 148 / 2001 .

ونظراً لأن هذا القانون لم يؤد الدور المنوط به⁽⁴⁾. فقد رأى لرفع كفاءته من بين أمور أخرى، ضرورة إدخال نظام التوريق في التمويل العقاري⁽⁵⁾ الذي يعمل على تحويل الأصول المالية للمقرض أو المنشئ (الممول) أو الناقل إلى نقود، وذلك ببيعها إلى شركة التوريق المتخصصة التي تقوم بهيكله تلك الأصول في

receivables tied to anticipated proceeds of production of oil or gas”) See also :- Lewis Carroll, Alice in Wonderland- ,op,cit.

¹ - اثر الرهن العقاري على البورصة -2001 قطاع الإسكان و التعمير دراسات قطاعية

www.philadelphia.edu.jo/courses/Markets/Files/Markets/70073.doc

و قد أتاح القانون للمؤسسات التي تمنح التمويل أن تقوم بضمان قروضها من الوحدات نفسها مما أدى إيجاد حالة من الضمانات شجعت المؤسسات المالية علي منح الائتمان بصورة تؤدي إلي تحقيق الغرض من القانون. ويتضح من ذلك أن الأسس التي قام عليها القانون في هذه الناحية هي :- أن أزمة القطاع الرئيسية هي أزمة ضعف قوة شرائية وتمويل، وأن تحسن الوضع الاقتصادي يمكن أن يضمن سداد المواطنين للأقساط التمويلية المستحقة.

² - كمشروعات البناء التي تتولها الدولة بالبناء وبيع وحداتها مباشرة إلى أفراد الشعب ولكنها حلول غير كافية.

³ - كإصدار القانون رقم 4 / 1996 الذي أرجع التعاقد على الوحدات بالإيجار إلى الحرية التعاقدية، وقانون التاجير التمويلي .

⁴ - الدكتور سامح الترجمان: إعادة التمويل عقد التمويل العقاري Aug 18, 2005

http://www.edar.com/docs_465.html

⁵ - انظر استبدال المادة 11 من ذلك القانون بالقانون 143 لسنة 2004 يجوز للممول أن يحيل حقوقه المالية ومستحقته آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها ولناشئة عن اتفاق التمويل، وذلك وفقاً لأحكام الفصل الثالث من الباب الثالث من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992 " وراجع المذكرة الإيضاحية لقانون التمويل العقاري رقم 148 / 2001 . ونظر أيضاً دكتور مصطفى النشري- تقييم كفاءة البنوك العقارية في مصر. ويذكر أن هناك العديد من الآثار الإيجابية المتوقعة من استخدام نظام التوريق وحصراً في :- (1) المساهمة في حل مشكلة الديون المتعثرة لدى البنوك وذلك من خلال استحداث شركات متخصصة في مجال توريق الحقوق المالية ، وبالتالي تحويل أعباء الديون العقارية إلى مشتري سندات التوريق التي ستقوم بإصدارها هذه الشركات، حيث بلغت الديون المتعثرة في قطاع التشييد والبناء حوالي 21 مليار جنيه في مارس 2000، وإذا أمكن إصدار سندات بنسبة 80% من هذه القيمة سوف يؤدي ذلك إلى سد الديون المتعثرة للبنوك مما يمكنها من إعادة استثمار هذه المبالغ مرة أخرى في ظل قانون التمويل العقاري (2). يؤدي نظام التوريق إلى إيجاد سوق ثانوي لضمان أموال متجددة للتمويل العقاري يساهم في تحقيق أقصى استفادة ممكنة من التمويل المتاح (3). يساهم نظام التوريق في حل مشكلة إسكان الطبقة الوسطى والتي تمثل 16% من الطلب على الإسكان في مصر وذلك من خلال توريق القروض العقارية التي تتولد بعد تطبيق قانون التمويل العقاري. وراجع في ذلك الإطار د. محمد مطر - د. عبد الناصر نور- د. ظاهر القشي- العلاقة المتبادلة بين معايير القيمة العادلة والأزمة المالية العالمية جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا- عمان - الأردن ص 22

<http://www.philadelphia.edu.jo/courses/accountancy/Files/Accountancy/E226.pdf>

وانظر أيضاً اثر الرهن العقاري على البورصة -2001 قطاع الإسكان و التعمير دراسات قطاعية المرجع السابق

www.philadelphia.edu.jo/courses/Markets/Files/Markets/70073.doc

يؤدي تحويل الدائنين لديونهم المستحقة لشركات ومؤسسات مالية متخصصة، تقوم بعمليات إعادة طرح مجمع لهذه الديون في أسواق التداول، خاصة وأن هذه الديون مضمونة بضمانات عقارية إلي إعادة تسييل للائتمان الممنوح، وزيادة معدلات الدوران للاستثمارات العقارية، وتنشيط سوق المال؛ بضح أوراق مالية جديدة للتداول.

شكل سندات قابلة للتداول في السوق الثانوي (1) وتمويل الممول بعائد الاكتتاب في السندات . وبذلك يتمكن البنك من توفير الأموال اللازمة للتمويل العقاري، باعتبار، أهم الممولين(2) على النحو الذي يستطيع معه إعادة استخدام الأموال مرة أخرى في إقراض عملاء آخرين (3). لذا، فقد أدخل المشرع نظام التوريق بموجب القانون رقم 143 / 2004 .

وإذا كانت الدول التي تبنت نظام التوريق ضمن أنظمتها القانونية تحرم على أن يعمل هذا النظام وفق آلياته المعمول بها في الولايات المتحدة الأمريكية، فإنه ينبغي على المشرع المصري لجنى فوائده أن يعمل على الإحاطة بتلك الآليات والعمل على التوافق معهما. وإذ تبين من خلال دراستنا للتوريق المقارن أن هناك إشكاليتين في تطبيق آليات هذا النظام: تتمثل الأولى، منهما، في إيجاد آلية يسند إليه مجموع الأموال المستثمرة في التوريق، بعيدا عن نظام الشركة والشخص المعنوي، وبينما حققت فكرة الترتب (أداة التوريق) في النظام الأنجلوأمريكي ذلك الهدف بما تقوم عليه من فكرة ازواج حق الملكية، فإن المشرع الفرنسي اعتمد على فكرة الملكية المشتركة - قبل تبنى نظام الملكية الائتمانية- للوصول إلى نفس النتيجة. لذا، فإنه يتعين معرفة إلى أي من الأساسيين القانونيين اتجه المشرع المصري للتغلب على تلك الإشكالية عند تنظيمه لأداة التوريق، وما إذا كان راعى بشأنها معايير وكالات التقدير العالمية في هذا الشأن التي من شأنها الوقوف على ما إذا كان نظام التوريق، في بلد ما، يعمل بكفاءة وفق آليات عمله النموذجية.

وتكمن الإشكالية الثانية، لتطبيق نظام التوريق في كيفية نقل الأصول من المنشئ أو الناقل إلى أداة التوريق. فإذا كان الثابت أن نظام التوريق المقارن عمل على نقل الأصول بالبيع الحقيقي، بما يعنى انتقال الأصول من ذمة المنشئ أو الناقل إلى المخول بذلك في تلك الأداة، وبما لا يؤثر إفلاس الأول على الأخير، وكان المشرع المصري يعمل في نقل الأصول إلى شركة التوريق بحوالة الحقوق بالبيع. فهل يمكن القول بأن العمل بهذه الحوالة وافق المقصود من حوالة التوريق في القانون المقارن ؟

وعلى ذلك، نتناول تجربة المشرع المصري في العمل بنظام التوريق في ضوء التوريق المقارن في فصلين كما يلي :- الفصل الأول :- تطبيق نظام التوريق في القانون المصري فيما يتعلق بأداة التوريق (النطاق الشخصي للتوريق في القانون المصري). وندرس فيه ما تبناه المشرع بشأن تلك الاداة للتغلب على الإشكاليات الجوهرية لتنظيمها بما يتوافق مع نظامه القانوني، ومدى نجاحه في ذلك في ظل مظاهر اختلاف

¹ -Pelma Jacinth Rajapakse ,op,cit. see also Pelma Jacinth Rajapakse, op,cit.

² - PELMA JACINTH RAJAPAKSE, Assignment of Mortgage Loans to the Special Purpose Vehicle in Securitisation Programs 2005 Vol 24 No 1 - Law School, University of Tasmania 2006

³ - إلا أنه توجد عوامل كثيرة تؤثر على نشاط التوريق في مصر. انظر بشأن تلك العوامل دراسة قطاع الاسكان والتعمير بعنوان - أثر الرهن العقاري على البورصة -2001

www.philadelphia.edu.jo/courses/Markets/Files/Markets/70073.doc

عدم قيام البنوك بدورها المنشود: في توفير التمويل العقاري حيث فضلت البنوك إنشاء شركات متخصصة في التمويل العقاري، قيام البنك المركزي المصري بوضع ضوابط لمزولة البنوك لنشاط التمويل العقاري، إذ أشترط ضرورة تحقيق التناسب بين آجال مؤار: البنك وآجال الإقراض لأغراض التمويل العقاري، وعدم تجاوز القروض التي يمنحها البنك للتمويل العقاري ما يعادل 5 % من محفظة قروض البنك التجاري ولا يسري هذا الشرط على البنوك العقارية، ضعف أداء سوق السندات المصري وتأثير، على تداول سندات التوريق، على الرغم من انخفاض مخاطر الاستثمار في سندات التوريق بالمقارنة بالأسهم الأخرى، وانخفاض درجة التقلب في أسعار تلك السندات واستقرار وثبات عائدها .

ذلك النظام عن الأنظمة التي يجرى العمل فيها بنظام التوريق، خاصة نظم القانون العام، ومدى فاعلية هذه المظاهر الأخيرة على نجاح أداة التوريق في القانون المصري.

الفصل الثاني:- تطبيق نظام التوريق في القانون المصري فيما يتعلق بنقل الأصول(النطاق الموضوعي للتوريق في القانون المصري) وندرس فيه، نقل الأصول بحوالة الحقوق، وما اضطر المشرع المصري إلى إدخاله من تعديلات عليها بهدف التقارب مع نظام التوريق المقارن، ومدى نجاحه في ذلك في ظل مظاهر اختلاف نظامه القانوني عن الأنظمة التي يجرى العمل فيها بنظام التوريق، خاصة تلك النظم العاملة بالقانون العام، ومدى فاعلية هذه المظاهر الأخيرة على نجاح نقل الأصول في القانون المصري.

الفصل الأول

النطاق الشخصي للتوريق في القانون المصري

وقفنا عند دراستنا للنطاق الشخصي للتوريق في القانون المقارن على الأشخاص القائمة على عملية التوريق. وعرفنا أن هناك أطراف أساسية وأطراف أخرى مساعدة، بما لا داعي معه لتكرار ما سبق أن تناولناه بشأن تلك الأطراف. وسنكتفى في دراسة ذلك النطاق في القانون المصري بدراسة الأشخاص الأساسية في عملية التوريق، فندرس أداة التوريق ومدى اتفاقها مع نظيرتها في القانون المقارن (المبحث الأول) ، كما ندرس المستثمرون الذين يقتصر دورهم على الاكتتاب في السندات التي تصدرها أداة التوريق، والذين لا يملكون التدخل في إدارة عملية التوريق (مادة 3/75 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 / 1992)⁽¹⁾ (المبحث الثاني).

وعلى ذلك، نقسم الدراسة في هذا الفصل إلى مبحثين كالتالي :-

المبحث الأول أداة التوريق في القانون المصري، وتقديرها

المبحث الثاني المستثمرون

المبحث الأول

أداة التوريق في القانون المصري وتقديرها

¹- قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993 المنشور بالوقائع المصرية العدد 8 (تابع) في 8 / 4 / 1993

تمارس أغلب نظم القانون المقارن توريق الأصول عبر الاستعانة بالشكل التعاقدى مفضلة له على الشكل النظامي (شكل الشركة) حتى أصبح استخدام ذلك النظام القاعدة فى نظام التوريق المقارن من كثرة الالتجاء إليه وصلاحيته لذلك.

والمطالع لتنظيم التوريق فى القانون المصرى الوار. بالقانون رقم 95 / 1992⁽¹⁾ يظن لأول وهلة أن المشرع المصرى نظم الاستثمار فى التوريق وفق الإطار التعاقدى، وأنه لم يتجه نحو تنظيمه عبر الإطار التنظيمى. فلئن كانت المادة 41 مكرراً منه تنص على أن " شركة التوريق تزول نشاط إصدار سندات قابلة للتداول فى حدود ما يحال إليها من حقوق ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها"، إلا أنه بالنظر إلى كيفية قيام تلك الشركة بنشاطها يتبين أنها أحد أركان أداة التوريق فى عملية التوريق. فقد نص المشرع فى المادة 41 مكرراً (2) / 3 من القانون على أن " تلتزم شركة التوريق بإيداع المستندات الدالة على حوالة محفظة التوريق والمبالغ التى يتم تحصيلها بعد خصم مستحقات شركة التوريق ومصاريف عملية شركة التوريق، وذلك لحساب حملة السندات لدى أمين للحفاظ مرخص له وفقاً لإحكام قانون الإيداع والتقييد المركزى للأوراق المالية الصادرة بالقانون رقم 93 لسنة 2000 وتكون المبالغ والمستندات والأوراق المالية والتجارية المودعة لدى أمين الحفاظ وفقاً لإحكام هذه المادة ملكاً لحملة السندات، ولا تدخل فى الذمة المالية لشركة التوريق ولا فى الضمان العام لدائنى المحيل أو الشركة، وبخلاف محفظة التوريق لا يحق لحملة سندات التوريق التنفيذ على أصول الشركة" (41 مكرراً (2) / 5 القانون رقم 95 / 92

وعلى أى حال فقد نظم المشرع المصرى الاستثمار الجماعى فى الحقوق الآجلة وفق الإطار التنظيمى باستخدام أداة التوريق والتى تتكون من شركة التوريق وأمين الحفاظ، وقد عنى بتنظيمهما، وبفرض القيود عليهما حتى يتمكن من حماية المستثمرين. وإذا كانت تقاس مدى نموذجية أداة التوريق فى التوريق المصرى بالنظر إلى أداة التوريق فى القانون المقارن، فإننا سنتناول مدى اتفاق تلك الأداة مع نظيرتها فى القانون المقارن، وعلى ذلك نقسم هذا المبحث إلى مطلبين كما يلى :

المطلب الأول : أداة التوريق

المطلب الثانى : تقدير أداة التوريق

المطلب الأول

أداة التوريق

تتكون أداة التوريق فى القانون المصرى من شركة التوريق وأمين الحفاظ، ندرسهما على فرعين كما يلى

الفرع الأول

شركة التوريق

¹ - تمت إضافة نشاط توريق الحقوق إلى القانون رقم 95 / 1992 بالقانون رقم 143 / 2004 المنشور الجريدة الرسمية العدد (25) تابع أ فى 17 / 6 / 2004

أهمية شركة التوريق

أدخلت هذه الشركة إلى النظام القانوني المصري بموجب إضافة نشاط توريق الحقوق بالقانون رقم 143 / 2004 (1) إلى الباب الثالث من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بتعديل بعض أحكام قوانين سوق رأس المال المشار إليه، وقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم 93 لسنة 2000، وقانون التمويل العقاري رقم 148 / 2001.

تعد شركة التوريق ذات أهمية بالغة في نظام التوريق، إذ عن طريقها يتم تحويل الأصول المالية (محفظه الحقوق) إلى أوراق مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية. ولا يقتصر الاهتمام بتنظيمها على علاقتها بمن ينشئونها، بل يجب تنظيمها على النحو التي تكون فيه بعيدة عن الإفلاس. ونبين ذلك في غصنين : الغصن الأول نخصه بالتنظيم القانوني لشركة التوريق والغصن الثاني نخصه لنشاط شركة التوريق .

الغصن الأول

التنظيم القانوني لشركة التوريق

نصت المادة 300 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال (2) على أن " شركة التوريق من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ويقتصر غرضها على ممارسة نشاط التوريق، ويجب ألا يقل رأس مالها المصدر والمدفوع على خمسة ملايين جنية مصرى " واستلزم المشرع الموافقة على تأسيسها والترخيص بمزولة نشاطها، وحدد لها غرض خاص، كما حدد واجباتها وأحوال وقف نشاطها. ونبين ذلك فيما يلي :

أولا - الشكل القانوني لشركة التوريق

تعمل شركة التوريق في مجال الأوراق المالية (3)، ويسرى عليها أحكام الباب الثالث من القانون 95 / 92، بالإضافة إلى الأحكام العامة الواردة في القانون 159 / 1981 ، فيما يخص أحكام قانون شركات المساهمة، وشركات التوصية بالأسهم، والشركات ذات المسؤولية المحدودة، وفيما لم ينص فيه نص خاص في هذا القانون. فنصوص شركات المساهمة التي تمت مخالفتها بشأن تلك الشركات لا تنطبق عليها(4)؛ بحسبان أن القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وفي المادة الرابعة الفقرة الثانية من مواد الإصدار قرر أنه يلغى كل نص يخالف ما جاء بأحكام القانون المرافق.

1 - الجريدة الرسمية العدد (25) تابع أ في 17 / 6 / 2004

2 - مضافة بالقرار رقم 46 / 2004 (الصادر بإضافة باب جديد إلى اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال 95 / 1992 رقم 135

/ 1993) الوقائع المصرية - العدد 26 (تابع) في 18 نوفمبر سنة 2004

3 - انظر المادة 27 من القانون 95 / 1992 المنشور بالجريدة الرسمية العدد 25 مكرر في 22 / 6 / 1992

4 - راجع المادة الأولى من القانون 195 لسنة 1992

ويقصد بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وفقا للمادة 27 من قانون سوق رأس المال المشار إليه، الشركات التي تباشر نشاطا أو أكثر من الأنشطة التالية أ- ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية ب- الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو في زيادة رؤوس أموالها ج- رأس مال المخاطر د- المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية هـ- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار و- السمسرة في الأوراق المالية ...

وحيث تنص المادة 124 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال⁽¹⁾ على أنه " يجب أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المنصوص عليها في هذا القانون شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم"، فإن شركات التوريق تستطيع أن تتواجد في أي من الشكلين. ولا اجتهاد مع صراحة النصوص.

ثانيا- رأس مال شركة التوريق

تنص المادة رقم 300 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال⁽²⁾ على أنه " .. يجب ألا يقل رأس مالها المصدر والمدفوع عند التأسيس على خمسة ملايين جنية مصرى". كما يجب على شركة التوريق تطبيقا لما رود في المادة 29 من القانون 95 / 1992 فقرة (هـ) أداء تأمين يحدد قيمته والقواعد والإجراءات المنظمة للخصم منه واستكمال وإدارة حصيلته قرار من مجلس ادارة الهيئة. وفي هذا الإطار تنص المادة 126 من اللائحة التنفيذية للقانون على أن يكون الحد الأقصى لقيمة العمليات التي تقوم بها الشركات المشار إليها بالمادة 120 من هذه اللائحة (وهي الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ومن بينها بالطبع شركة التوريق) بالنسبة إلى كل نشاط في ضوء رأس مالها والتأمين المدفوع منها، وذلك وفقا للقواعد التي يضعها مجلس إدارة الهيئة. وفي هذا الصدد بين قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم 105 / 2011 أنه في كل مرة يسمح لشركة التوريق أن تعمل في محفظة توريق جديدة عليها أداء التأمين المحدد بقرار رئيس الهيئة رقم 102 لسنة 2008 . وهكذا، فإن المشرع المصرى يستلزم دائما وجود تراط وتناسب بين العمليات المجراه وبين التأمين الذى تسدده الشركة، وذلك لضمان حقوق المستثمرين في الأوراق المالية التي تصدرها.

ثالثا-

شركة التوريق بين التأسيس والترخيص

تمر شركة التوريق كأى شركة من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بمرحلة تأسيس ومرحلة ترخيص. وإذا كان المشرع خصها بنشاط جديد، فإنها تمر في المرطتين بما يميزها عن غيرها من الشركات الأخرى لحماية المستثمرين.

أ - مرحلة التأسيس

¹ - قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993 المنشور بالوقائع المصرية العدد 8ذ (تابع) في 8 / 4 / 1993

² - مضافة بالقرار رقم 46 / 2004 مشار إليه

تخضع شركة التوريق فى تأسيسها لأحكام القانون رقم 95 / 1992 ولائحته التنفيذية وتعديلاتها. فوفقا للمادة 27 من هذا القانون تقدم طلبات تأسيس هذه الشركات إلى الهيئة العامة للرقابة المالية وتبين اللائحة التنفيذية إجراءات وأوضاع تأسيسها والأحكام المنظمة لعملها والأعمال التى تدخل فى تلك الأنشطة.

وطبقا للمادة 128 من اللائحة التنفيذية للقانون المشار إليه تقدم إلى الهيئة طلبات تأسيس الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية ومنها شركة التوريق مرثقا بها الأوراق التالية:

1- ثلاث نسخ من العقد الابتدائى للشركة ونظامها الأساسى موقعا عليهما من المؤسسين أو من الوكيل عنهم
2- شهادة من مصلحة السجل التجارى تفيد عدم التباس الأسم التجارى للشركة مع غيرها من الشركات
3- إقرار السلطة المختصة فى الشخص المعنوى بتعيين ممثل له فى مجلس إدارة الشركة ، وذلك إذا كان هذا الشخص عضوا بمجلس الإدارة
4- إقرار من مراقب الحسابات يفيد قبوله التعيين 5- شهادة من الجهة التى تم الاكتتاب عن طريقها تفيد تمام الاكتتاب فى جميع أسهم الشركة وحصصها، وأن القيمة الواجب سددها على الأقل من الأسهم أو الحصص النقدية قد تم أداؤها، وأن هذه القيمة لا يجوز السحب منها إلا بعد شهر نظام الشركة وعقد تأسيسها فى السجل التجارى 6- بيان من وكيل المؤسسين بالتعديلات التى أدخلت على نموذج العقد الإبتدائى للشركة ونظامها 7- إذا تضمن العقد إنشاء حصص تأسيس أو حصص أرباح فتقدم الأوراق والوثائق التى تثبت وجود الالتزام أو الحق الذى أعطيت الحصص المذكورة فى مقابله، وما يفيد التنازل عنه للشركة بعد إنشائها 8- إذا دخل فى رأس مال الشركة حصة عينية يتعين تقديم ما يفيد تقييمها واستكمال إجراءات ذلك .

وتعد الهيئة سجلا تدون فيه طلبات تأسيس الشركات، ويتم تدوين هذه الطلبات بأرقام متتابعة وفقا لتاريخ ورود كل منها ويكون لكل طلب ملف خاص به تودع فيه أوراق التأسيس وكل ما يتعلق بذلك من إجراءات (المادة 129 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 / 92).

وقد عهد المشرع بسلطة فحص طلب تأسيس الشركة والبت فيه إلى جهة متخصصة فى نطاق التعامل فى أسواق رأس المال والأوراق المالية وهى الهيئة العامة للرقابة المالية. وتشكل هذه اللجنة بقرار من رئيس الهيئة لجنة تضم عناصر فنية وقانونية للنظر فى تأسيس الشركة (مادة 130 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 / 92).

ولا يخرج قرار هذا اللجنة عن أحد احتمالين، فإما أن تصدر قرارها بالموافقة على تأسيس الشركة أو أن يكون هذا القرار برئض الموافقة على تأسيس الشركة، وفى الحالة الأخيرة يجب أن يكون قرار الرئض مسببا وقد أكتفى المشرع بأن يكون قرار الرئض مسببا دون اشتراط أن يكون ذلك مستندا إلى أسباب بعينها (مادة 132 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 / 92). غير أن حكم المادة المتقدم يأتى فى ظل حكم المادة 127 من اللائحة المشار إليها، الذى يقرر فى الفقرة الثالثة والرابعة .. وتكون الموافقة فى ضوء حاجة سوق رأس المال للنشاط المطلوب الترخيص به أو تأسيس الشركة لمباشرته، وفى حالة تعدد الأغراض المطلوب مباشرتها يجب ألا تكون تلك الأنشطة متعارضة فيما بينها.

بيد أن بوسع المؤسسين أو المسئول عن إدارة الشركة حسب الأحوال استطلاع نتيجة فحص طلب التأسيس إذا تقدم بطلب للحصول على الموافقة المبدئية على ذلك مرفقا به الأوراق التي تحددها الهيئة (المادة 127 من اللائحة).

وعلى أى حال، فقرارات اللجنة لا تكون نهائية إلا بعد اعتمادها من رئيس الهيئة ويجب إخطار ذوى الشأن بقرار اللجنة خلال خمسة عشر يوما من تاريخ اعتماده⁽¹⁾.

ويجوز التظلم من قرار رفض تأسيس الشركة إلى لجنة التظلمات المنصوص عليها فى الباب الخامس من هذا القانون خلال خمسة عشر يوما من تاريخ إخطار أو علم صاحب الشأن بقرار الرفض، ويجب أن يتضمن التظلم بيانا بأسبابه، وأن يرفق به ما يتوفر من مستندات تؤيده (المادة 137 من اللائحة التنفيذية)

وتتولى لجنة التظلمات نظر التظلم ولها فى سبيل ذلك طلب إيضاحات من المتظلم أو من الهيئة. ويتم البت فى التظلم خلال خمسة عشر يوما من تاريخ تقديمه أو من تاريخ تقديم الإيضاحات، ويكون قرار اللجنة بالبت فى التظلم نهائيا وناظا، ولا تقبل الدعوى بطلب إلغاء قرار رفض التأسيس قبل التظلم منه" بما يعنى أن التظلم من قرار الهيئة برفض التأسيس تظلم وجوبى يجب أن يتم قبل رفع الدعوى وإلا قضى فيها بعدم القبول

ب- مرحلة الترخيص بنشاط التوريق

تنص المادتان 28 من القانون رقم 95 / 1992، 133 من لائحته التنفيذية على أنه لا يجوز مزوئة الأنشطة المتعلقة بمجالات الأوراق المالية، إلا بعد الحصول على ترخيص بذلك من الهيئة، ولقيد بالسجل المعد لديها لهذا الغرض. وتفيد الشركات المرخص بها فى جدول خاص يعد بالهيئة لهذا الغرض، ويعطى لكل شركة رقم مسلسل ويحدد فيه نوع الأنشطة المرخص بها ويتضمن بيانات عن الشركة ورأس مالها وأعضاء مجلس الإدارة والمديرين والفروع .

وبذلك يكون المشرع المصرى لم يكتف بشأن الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية بصور قرار بالموافقة على تأسيسها من قبل اللجنة المختصة بذلك كما قدمنا، وإنما استلزم فضلا عن ذلك الترخيص بمباشرة النشاط التى تضطلع بممارسته أيا من تلك الشركات فى ذلك المجال.

وتدلنا شروط الترخيص الواردة فى المادة 135 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 / 1992 على أن الهيئة العامة للرقابة المالية تمارس رقابتها على الشركة التى ترغب فى ممارسة إحدى الأنشطة التى تعمل فى مجال الأوراق المالية، حيث تطلب المشرع أن يقدم طلب الترخيص بمزوئة النشاط على النموذج الذى تعهده الهيئة مرفقا به المستندات الآتية:

1- شهادة بقيد الشركة فى السجل التجارى وتاريخ القيد ورقمه 2- الأنشطة المطلوب مزولتها ومدى اتفاق رأس المال مع هذه الأنشطة 3- بيان بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين وخبراتهم على النحو الذى يحدده قرار مجلس إدارة الهيئة 4- أن يكون المؤسسون وأعضاء مجلس الإدارة والمديرون حسنى السمعة مع تقديم ما يفيد أنه لم تصدر على أى منهم أحكام بعقوبة جنائية أو جنحة فى جريمة ماسة بالشرف الامانة أو إحدى

1 - المادة 132 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 / 1992

الجرائم المنصوص عليها في قوانين الشركات أو التجارة أو الحكم بإشهار إفلاس مالم يكن قد ر: إليه أعتبار، 5- ما يفيد سداد رسم الترخيص، وفي هذا الشأن نصت المادة 301 من اللائحة التنفيذية للقانون على أن يكون الترخيص لشركة التوريق بمزولة نشاطها مقابل رسم يؤدى للهيئة مقداره عشرة الاف جنية 6- ما يفيد أداء قيمة التأمين على النحو الذى يبينه قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة 7- أية تعديلات تطرأ على البيانات والمستندات والوثائق التى تم على أساسها تأسيس الشركة فمما لاشك فيه أن البيانات والمستندات المقدمة للترخيص من جانب الشركة لا بد أن تعكس حقيقة أوضاعها من حيث نوعية النشاط والقائمين على إدارته، وما تم تخصيصه من أموال لمباشرة نشاطها وذلك على النحو الذى يمكن الهيئة من إصدار الترخيص اللازم بمزولة نشاط الشركة أو رفض الترخيص لها بذلك 8- تلتزم الشركة بتقديم ما يفيد قيامها بالتأمين من المسؤولية عن الخسائر والأضرار التى تصيب عملائها، وذلك بسبب خطأ الشركة أو مديريها أو العاملين بها أو نتيجة لفق أو تلف أو سرقة واثاق العملاء وأموالهم وذلك على النحو الذى يصدر به قرار من مجلس إدارة الهيئة.

وتلتزم شركة التوريق، بالإضافة إلى ما سبق، بأن ترفق بطلب الترخيص مستندات أخرى تتمثل (مادة 301 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال⁽¹⁾) فى شهادتين إداريتين على النحو الذى يحدد بقرار رئيس مجلس إدارة الهيئة، وهما، شهادة من مراقب حسابات الشركة بتوفر النظام المحاسبي ونظام الدورة المستندة لللازمين لإدارة عملية التوريق، وشهادة تفيد بتوافر الخبرة والكفاءة لللازمين لإدارة عملية التوريق فى المديرين والعاملين فى الوظائف العليا.

كما تضمنت المادة 301 من اللائحة المشار اليها التزام الشركة للحصول على الترخيص بنشاطها أن يكون لديها وعد من مالك محفظة حقوق بإحالة الحقوق الى شركة التوريق على أن يكون ساريا لمدة ستة أشهر. وأجازت هذه المادة أن يتضمن اتفاق الوعد بالحوالة أن تكون الحوالة نافذة وناجزة بمجرد تغطية الاكتتاب فى السندات.

ويعتبر الحصول على هذا الوعد شرطا ضروريا للترخيص للشركة للعمل فى مجال إصدار سندات التوريق. ويبدو أيضا ضروريا عند إصدار السندات، وبعد الترخيص وفى كل مرة يسمح للشركة من قبل الهيئة أن تعمل فى محفظة توريق أخرى، كما ور: النص على ذلك فى المادة 41 مكررا من القانون 95/ 1992.

ولئن الوعد بالحوالة يجب أن يكون ساريا لمدة ستة أشهر، فلا يحوز للواعد أن يحدد من بين عناصر وعده الجوهرية مدة أقل من المدة المتطلبة، وهى المدة التى يبقى فيها الواعد ملتزما بإبرام الحوالة النهائية خلالها. وقد أجازت تلك اللائحة للواعد أن يحدد من بين تلك العناصر أن الحوالة لن تكون نافذة إلا بعد الاكتتاب بالكامل فى سنداتها.

و يتم هذا الوعد نظريا بأن يبحث مؤسسي الشركة عن مؤسسة تقبل حوالة حقوقها بالبيع، إلا أنه عمليا يمكن تصور أن المحيل مع آخرين هو الذى يؤسس شركة التوريق ويحيل إليها محفظة حقوقه، ولكن لا بد ألا يكون مساهما فى هذه الشركة فيما يجاوز 20 % ، غير أنه يمكن أن يحصل على إعفاء لشرط النسبة من

¹ - - مضافة بالقرار رقم 139 / 2006 الوقائع المصرية - العدد 93 فى 29 ابريل سنة 2006

مجلس إدارة الهيئة.ولذا، يمكن أن يكون المحيل أو المنشئ مالكا لأكثر من هذه النسبة المحددة (مادة 302 / 2 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

وأخير يصدر الترخيص للشركة بمزولة نشاطها بقرار من هيئة الرقابة المالية وذلك خلال ستين يوما على الأكثر من تاريخ تقديم الأوراق مستوفاة إلى الهيئة، فإذا كان القرار بالرفض وجب أن يكون مسببا وفي كل الأحوال يتعين إخطار أصحاب الشأن بقرار الهيئة خلال خمسة عشر يوما ووفقا للمادة 137 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال 95 / 1992 يجوز التظلم من قرار رفض الترخيص وذلك خلال خمسة عشر يوما من تاريخ إخطار أو علم صاحب الشأن برفض القرار.

ويقدم التظلم إلى لجنة التظلمات (مادة 50 من القانون رقم 95 / 1992) التي تتشكل بقرار من الوزير برئاسة أحد نواب رئيس مجلس الدولة وعضوية اثنين من مستشارى مجلس الدولة، وتتولى هذه اللجنة نظر التظلم، ويكون لها فى سبيل ذلك طلب إيضاحات من المتظلم أو من الهيئة، ويتم البت فى التظلم خلال خمسة عشر يوما من تاريخ تقديمه أو من تاريخ طلب تقديم الإيضاحات.

ويكون قرار اللجنة بالبت فى التظلم نهائية ولا تقبل الدعوى بطلب الغاء تلك القرارات قبل التظلم فيها وعلى أى الأحوال، تنص المادة 28 من القانون 95 / 1992 على أنه " لا يجوز مزولة الأنشطة المتعلقة بمجالات الأوراق المالية إلا بعد الحصول على ترخيص من الهيئة بذلك، وإذا قامت الشركة بنشاطها بدون الحصول على ترخيص من الهيئة العامة لسوق المال، فإنه يجب على رئيس الهيئة وقف نشاطها، ويجوز أن يتضمن القرار غلق المكان الذى تتم فيه مزولة النشاط بالطريق الإدارى.

رابعاً -

غرض شركة التوريق

تنص المادة 27 من القانون رقم 95 لسنة 1992 على أنه" تسرى أحكام هذا الباب على جميع الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية، ويقصد بهذه الشركات التى تباشر نشاطا واحد أو أكثر من الأنشطة التالية أ - ترويج وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية ب- الاشتراك فى تأسيس الشركات التى تصدر أوراقا مالية أو زيادة رؤوس أموالها ج - رأس مال المخاطر د- المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية هـ - تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار و- السمسرة فى الأوراق المالية . ويجوز للوزير بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة إضافة أنشطة أخرى تتصل بمجال الأوراق المالية"، وقد نص فى المادة 41 مكررا من القانون المشار إليه على أن " شركة التوريق هى التى تزول نشاط اصدار سندات قابلة للتداول فى حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها وتعد شركة التوريق من الشركات العاملة فى مجال الاوراق المالية". كما تضمنت الفقرة الثالثة من هذه المادة " ويقتصر غرض هذه الشركة على مزولة النشاط المشار إليه دون غير، ولا يجوز بغير ترخيص من مجلس إدارة الهيئة أن يحال إلى الشركة أكثر من محافظة توريق واحدة أو أن تقوم بأكثر من إصدار واحد للسندات وذلك طبقا للقواعد والإجراءات التى يصدر بها قرار من مجلس الإدارة. وفى هذا الصدد صدر قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 105 لسنة 2011

بشأن القواعد والإجراءات المنظمة لإحالة أكثر من محفظة توريق واحدة إلى شركة التوريق، وقيام شركات المساهمة من غير شركات التوريق بأكثر من إصدار لسندات التوريق.

وبذلك يكون المشرع المصرى قد قصر عمل شركة التوريق على إصدار سندات مدعومة بحافطة الحقوق المحالة أو بحوافظ الحقوق، وطرحها للاكتتاب العام فى سوق الأوراق المالية، وليس لها عمل آخر خلاف ذلك، بما يمكن وصفه بأنه غرض خاص لهذه الشركة. غير أنه لا يجوز أن تزيد القيمة الأسمية لسندات التوريق عن القيمة الحالية للمحفظة والعائد عليها محسوبة على أساس معدل خصم يساوى سعر العائد على سندات التوريق . (المادة 306 اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال).

ويمثل نشاط شركة التوريق فى إصدار السندات نشاطها الوحيد، فهو من تقوم عن طريقه باستثمار مدخرات المستثمرين فى شراء محافظ الحقوق، والاستفادة من الفارق بين القيمة التى يتحصل عليها صاحب المحفظة والقيمة التى يتم تحصيلها من المدينين فى محفظة الحقوق. ويمثل هذا الفارق العائد الذى يجنيه المستثمر من ولوج طريق الاستثمار فى التوريق، بعد خصم العمولات والمصاريف المتعلقة بعملية التوريق. هذا إلى جانب عائد استثمار المبالغ المودعة لدى أمين الحفظ فهى ملك لحملة السندات (1).

خامسا-

واجبات شركة التوريق

نصت المادة 41 مكرر(4) من القانون 95 / 1992 على أن " تحدد اللائحة التنفيذية لهذا القانون واجبات شركات التوريق وما يتعين عليها إمساكه من دفاتر وسجلات وذلك فضلا عما هو منصوص عليه فى هذا القانون بشأن الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية .

وقد نصت المادة 309 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على مايلى " تلتزم شركة التوريق بأن تودع لدى أمين الحفظ خلال ثلاثة أيام من انعقاد الاتفاق النهائى للحوالة ما ياتى أ - نسخة أصلية من اتفاق حوالة محفظة التوريق ب- نسخة أصلية من الاتفاق بين شركة التوريق والمحيل أو من تم الاتفاق معه على تحصيل الحقوق على أن يضمن التكليف بتوريد الحصيلة إلى أمين الحفظ فور تحصيلها ج- الاتفاقات المنشئة للحقوق المحالة والمستندات المثبتة للحقوق والضمانات المحالة بما فى ذلك الأوراق التجارية والكفالات والتأمينات وأية ضمانات أخرى. د - إقرار بالتصريح لأمين الحفظ بتسليم الجهة المسؤولة عن تحصيل الحقوق المحالة المستندات اللازمة لتمكينها من القيام بالتحصيل و- نسخة أصلية من نشرة الاكتتاب فى سندات التوريق.

كما تنص المادة 28 من القانون المشار إليه على أنه" يجب على شركة التوريق ألا تزول نشاطها فى إصدار السندات إلا بعد الحصول على ترخيص بذلك من الهيئة"، و أنه لا يجوز لهذه الشركة وقف نشاطها أو تصفية عملياتها إلا بموافقة مجلس إدارة الهيئة (مادة 23 من القانون).

ويجب على شركة التوريق أن تحتفظ بحسابات مستقلة لكل صندوق تتولى نشاطه وأن تمسك الدفاتر والسجلات اللازمة التى تحددها الهيئة وعليها أن تزود الهيئة بالمستندات والبيانات التى تطلبها. وتنفيذا لما

¹ - راجع المادة 41 مكرر / 2، 3، 4 من القانون رقم 95 لسنة 1992

ور، باللائحة صدر القرار رقم 105 لسنة 2011 من الهيئة العامة للرقابة المالية ونص في المادة الأولى منه على ما يجب على شركة التوريق أن ترفقه بطلب الحصول على ترخيص بإصدار سندات توريق في مقابل محفظة توريق جديدة وهي كما يلي 1- 2- تعهد من الشركة موقعا من العضو المنتدب والمدير المالي مقدما إلى الهيئة بقيام الشركة بإمسك حسابات منفصلة لكل عملية توريق (قيمة السندات ، سعر العائد ، تاريخ الإصدار ، تاريخ الاستحقاق ، أسم محيل المحفظة ، أسم الشركة القائمة على التحصيل.

وتنص المادة 6 من القانون رقم 95 / 1992 على أن " على كل شركة طرحت أوراق مالية لها في اكتتاب عام أن تقدم على مسئوليتها إلى الهيئة تقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها ، على أن تتضمن هذه التقارير البيانات التي تفصح عن المركز المالي الصحيح لها ، وتعد الميزانية وغيرها من القوائم للشركة طبقا للمعايير المحاسبية ولقواعد المراجعة التي تحددها أو تحيل إليها اللائحة التنفيذية، وتخطر الهيئة بالميزانية والقوائم المالية وتقرير مجلس الإدارة، ومراقب الحسابات عنها قبل شهر من التاريخ المحدد لانعقاد الجمعية العامة، وللهيئة فحص الوثائق المشار إليها في الفقرات السابقة أو تكليف جهة متخصصة بهذا الفحص. وتبلغ الهيئة الشركة بملاحظاتها وتطلب إعادة النظر في الوثائق بما يتفق ونتائج الفحص. فإذا لم تستجب الشركة لذلك التزمت بنفقات نشر الهيئة لملاحظتها والتعديلات التي طلبتها ويتم النشر على الوجه المبين بالفقرة السابقة، كما يجب على كل شركة تواجه ظروفًا جوهرية تؤثر في نشاطها أو في مركزها المالي أن تفصح عن ذلك فوراً، وأن تنشر عنه ملخصاً وافياً في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتي الانتشار إحداهما باللغة العربية، ويجب على الشركة نشر ملخص وافٍ للتقارير النصف سنوية والقوائم المالية السنوية في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار إحداهما باللغة العربية .

سادسا-

وقف نشاط الشركة

تراقب الهيئة العامة للرقابة المالية الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية طيلة حياة هذه الشركات ولا تقتصر على رقبته تأسيسها والترخيص بمزولة نشاطها. فللهيئة إتخاذ الإجراءات والتدابير اللازمة في مواجهة الشركة في حالة إتيانها إحدى المخالفات المنصوص عليها قانوناً أو قيام خطر يهدد سوق رأس المال أو مصالح المساهمين في الشركة أو المتعاملين معها.

فإذا خالفت الشركة أحكام قانون سوق رأس المال 95 / 1992 أو لائحته التنفيذية أو قرارات رئيس مجلس إدارة الهيئة الصادرة تنفيذاً له، يجوز للهيئة أن تصدر قرار بوقف نشاط الشركة، كما يمكن إصدار هذا القرار إذا فقدت الشركة أي شرط من شروط الترخيص بنشاطها، ولم تقم بعد إنذارها بإزالة المخالفة أو استكمال شروط الترخيص خلال المدة وبالشروط التي يحددها رئيس الهيئة .

ويصدر بالوقف قرار مسبب من رئيس الهيئة لمدة لا تتجاوز ثلاثين يوماً، ويحدد القرار ما يتخذ من إجراءات خلال مدة الوقف، ويسلم القرار للشركة أو تخطر به بكتاب موصى عليه مصحوباً بعلم الوصول ، ويعلن عن ذلك في صحيفتين صباحيتين يوميتين واسعتي الانتشار على نفقة الشركة.

فإذا انتهت هذه المدة دون قيام الشركة بإزالة الأسباب التي تم الوقف على أساسها، تعين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بإلغاء الترخيص، وإلى جانب سلطة الهيئة في الغاء وسحب الترخيص الممنوح للشركة، فإنها تملك في مواجهتها ما يمكن اعتباره جزءات تأديبية.

ووفقا للمادة 31 من القانون 95 / 1992 لمجلس إدارة الهيئة إذا قام خطر يهدد استقرار سوق رأس المال أو مصالح المساهمين في الشركة أو المتعاملين معها ان يتخذ ما يراه من التدابير الاتية أ- توجيه تنبيه للشركة ب- منع الشركة من مزولة كل أو بعض الأنشطة المرخص بمزولتها ج- مطالبة مجلس إدارة الشركة بدعوة المجلس إلى الإنعقاد للنظر في أمر المخالفات المنسوبة إلى الشركة وإتخاذ اللازم نحو إزالتها ويحضر إجتماع مجلس الإدارة في هذه الحالة ممثل أو أكثر عن الهيئة د- تعيين عضو مراقب مجلس إدارة الشركة وذلك للمدة التي يحددها مجلس إدارة الهيئة ويكون لهذا العضو المشاركة في مناقشات المجلس وتسجيل رأيه فيما يتخذ من القرارات. ه- حل مجلس الإدارة وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتا لحين تعيين مجلس إدارة جديد بالإدارة القانونية المقررة. و- إلزم الشركة المخالفة بزيادة قيمة التأمين المودع منها .

ويتبين مما سبق أن النشاط التي تباشر الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية يخضع لرقابة فعالة من مجلس إدارة الهيئة وهي رقابة تبدأ من وقت تأسيسها ولا تنتهي إلا بانتهاء هذه الشركات ووفقا لما تقرر، تلك الهيئة وذلك نظرا لأهمية النشاط الذي تباشر، هذه الشركات وتأثير البالغ على الاقتصاد القومي.

وتجيز المادة 32 من القانون المشار إليه التظلم من قرار وقف النشاط أو إتخاذ التدابير الموضحة بالمادة 31 من هذا القانون، وذلك خلال خمسة عشرة يوما من تاريخ إبلاغ صاحب الشأن بالقرار أو علمه به، ويكون التظلم أمام لجنة التظلمات المنصوص عليها في المادة 50 من هذا القانون، وتكون قرارات اللجنة بالبت في التظلم نهائية ونافاذة ولا تقبل الدعوى بطلب إلغاء هذه القرارات قبل التظلم فيها .

وخروجا على حكم القواعد العامة والتي تقضى بحرية الشركة في إتخاذ ما تراه من قرارات تتعلق بوقف نشاطها أو الاستمرار فيه وفقا لما تراه محققا لمصالحها ومصالح مساهميتها ، حظرت المادة 23 من القانون على شركة التوريق وقف نشاطها أو تصفيه عملياتها إلا بموافقة مجلس إدارة الهيئة. إذ نصت على أنه " لا يجوز لأية شركة وقف نشاطها أو تصفية عملياتها، إلا بموافقة مجلس إدارة الهيئة، وذلك بعد التثبت من أن الشركة أبرأت ذمتها نهائيا من التزاماتها وفقا للشروط والإجراءات التي يحددها مجلس إدارة الهيئة " .

الفصل الثاني

نشاط شركة التوريق

تتولى شركة التوريق في عملية التوريق مهمة تأسيس صندوق التوريق، أو محفظة التوريق، فتعقد الاتفاقات اللازمة مع الشركات المختلفة لإنجاز هذه العملية. كما أن هذه الشركة هي من تضع النظام الأساسي للاستثمار في سندات التوريق من خلال نشر الإكتتاب أو مذكرات المعلومات المعتمدة من هيئة الرقابة المالية، وتصدر سندات التوريق. لذا، فإننا سنتناول نشاط شركة التوريق في تكوين عملية التوريق و إصدار السندات، فيما يلي.

أولاً-

تكوين عملية التوريق

تتطلب عملية التوريق قيام شركة التوريق بالاتفاق مع العديد من الشركات لتكوين عملية التوريق ولأن أى اتفاقات يمكن أن تتأثر بها حقوق حملة السندات، فإنه يجب معرفة مدى علاقة شركة التوريق بالشركات التى تتعاقد معها. وإذا كان مدير شركة التوريق هو من يتعاقد مع تلك الشركات، فإن التساؤل يثور حول مركز مدير الشركة أبان هذه التعاقدات، ومدى إمكانية أن يؤثر ولاءه لشركة التوريق على حقوق حملة السندات.

1- شركة التوريق والاتفاقات اللازمة للتوريق ومدى علاقة هذه الشركة بمن تتعاقد معهم

- شركة التوريق والاتفاقات اللازمة لتكوين عملية التوريق

يجرى توريق الحقوق المالية عمليا، بأن يقوم منشئ الأصول العقارية أو شركات الإقراض العقاري بتجميع حزمة من الحقوق المتماثلة أو المتشابهة ذات التدفقات النقدية المستمرة في المستقبل والمضمونة بأصول محددة، وحوالتها (1) إلى شركة التوريق التي تصدر سندات مضمونة بتلك الأصول (2) قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية وفقا للمواد 303 ، 304 ، 306 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال(3).

وبذلك يتم خلق ما يسمى بالسوق الثانوي للقروض المضمونة بالرهن العقاري أو سوق السندات الذى يمثل المستثمرين فيه صناديق التأمينات والمعاشات، وصناديق الاستثمار، والمؤسسات المالية والاستثمارية، وشركات التأمين، والأفراد. وعلى هذا النحو تتمكن البنوك أو شركات الإقراض العقاري من الاستفادة من الأموال الناتجة من بيع الأوراق المالية بالبورصة، حيث يتم إعادة توظيفها بمنح قروض جديدة أو باستغلالها فى توظيفات أخرى مشابهة.

وإذا كانت عملية التوريق تبدأ بحوالة الأصول إلى شركة التوريق، فقد تطلبت المادة 301 (4) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال لحصول الشركة على الترخيص بنشاطها أن يكون لديها وعد من مالك محفظة بقبول حوالتها ساريا لمدة ستة أشهر وهى المدة التى يبقى فيها الوعد ملتزما بإبرام الحوالة النهائية خلالها. ويتم هذا الوعد نظريا بأن يبحث مؤسس الشركة عن مؤسسة تقبل حوالة حقوقها بالبيع، إلا أنه عمليا يمكن تصور أن المحيل مع آخرين هو الذى يؤسس شركة التوريق ويحيل إليها محفظة حقوقه.

ويعتبر الحصول على هذا الوعد شرطا ضروريا للترخيص للشركة للعمل فى مجال إصدار سندات التوريق. ويبدو أيضا ضروريا عند إصدار السندات، وبعد الترخيص وفى كل مرة يسمح للشركة من قبل الهيئة أن تعمل فى محفظة توريق أخرى، كما ورد النص على ذلك فى المادة 41 مكررا من القانون 95 / 1992.

1 - المادة 41 مكرر 1 من قانون التمويل العقارى رقم 143 سنة 2001

2 - راجع الأعمال التحضيرية لقانون التمويل العقارى رقم 143 سنة 2001

3 - مضافة بالقرار رقم 139 / 2006 مشار اليه سابقا.

4 - نفس القرار

كما نصت المادة 301 من اللائحة التنفيذية⁽¹⁾ على أن تبرم شركة التوريق اتفاقا مع أمين الحفظ يجب أن يراع فيه القواعد التي تضعها الهيئة. وأن يتضمن التزام أمين الحفظ، بحفظ وإمسك حسابات الأوراق المالية وإدارتها باسم وإصالح المالك، ووفقا لتعليماته وفي حدودها. كما يجب أن يتضمن التزمه ببذل عناية الرجل الحريص في تنفيذ أوامر العميل وتحديد عمولة مقابل خدماته، وأن يبين أسلوب تسوية المنازعات. و يجب إخطار الهيئة العامة للرقابة المالية بهذا الاتفاق ويحق للهيئة أن تبدى ملاحظاتها في خلال خمسة عشر يوما من تاريخ إخطارها⁽²⁾. ويمكن لشركة التوريق أن تنهى أو تعدل الاتفاق المبرم بينها وبين أمين الحفظ، إلا أنه لا يكون نافذا ومرتبيا لآثار، إلا بعد الحصول على موافقة الهيئة⁽³⁾.

وتطلبت كذلك تلك المادة اتفاق شركة التوريق مع شركة تغطية وترويج السندات، فقد نصت على أن " وتكون التغطية والترويج لسندات التوريق باتفاق مع إحدى الشركات المرخص لها بذلك " فإذا كان نص هذه المادة (مادة 301 من اللائحة) قد تضمن قبل تعديله "وتكون تغطية والترويج لسندات التوريق بواسطة شركة التوريق أو عن طريق إحدى الشركات المرخص لها بذلك " وكانت المادة 304 من اللائحة⁽⁴⁾ تنص على أنه، يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب في سندات التوريق أو مذكرة المعلومات بالإضافة إلى البيانات المقررة في هذه اللائحة بشأن إصدار السندات، ما يلي 1- بيان أسم وعنوان ورقم الترخيص وقدر رأس المال المدفوع لكل من شركة التوريق وشركة تغطية وترويج الاكتتاب في الأوراق المالية في حالة الاتفاق معها، كما ورد في البند 6 من ذات المادة، وأنه يجب تحديد الجهة التي تقوم بتغطية الاكتتاب أو ضمانه في سندات التوريق إن وجدت. كما ورد في الفقرة الأخيرة من البند العاشر من المادة المشار إليها يجب اعتماد البيانات السابقة من رئيس مجلس الإدارة أو العضو المنتدب بشركة التوريق والشركة المحيلة وشركة الترويج والتغطية، وكذا من مراقب حسابات شركة التوريق والشركة المحيلة والمستشار القانوني لعملية التوريق، وذلك حسب الأحوال .

وفي ضوء ما تقدم، يثور التساؤل حول ما إذا كان يمكن لشركة التوريق أن تقوم بنفسها بالتغطية والترويج لسندات التوريق ؟ فإذا كانت المادة 304 من اللائحة التنفيذية المشار إليها المنظمة لعمل شركة التوريق تتحدث في بندها الأول عن شركة الترويج والتغطية بعبارة في حال الاتفاق معها وفي بندها السادس بعبارة إن وجدت، وفي البند العاشر باعتبارها ممن يجب اعتماد البيانات السابقة منها ضمن آخرين، فإن هذا ما قد يؤدي بنا إلى القول بوجود إمكانية لقيام شركة التوريق بمزولة نشاط تغطية وترويج سندات التوريق في حالة عدم وجود من يقوم بالنشاط الأخير.

بيد أن ذلك ليس إلا محض قراءة في عدم اتساق نصوص اللائحة المنظمة لعمل شركة التوريق، والقول الفصل في هذا الأمر هو أنه لا يجوز لشركة التوريق بحسب طبيعتها ، وبحسب القانون القيام بنفسها بمزولة نشاط تغطية وترويج سندات التوريق، فقد ورد في المادة 41 مكررا/ 1 من القانون 95 / 1992 أن شركة التوريق هي التي تزول نشاط إصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما يحل إليها ... وأكملت ذات المادة في فقرتها الثالثة بالنص على أن " ويقتصر غرض هذه الشركة على مزولة النشاط المشار إليه دون غيره، وأكدت على ذلك بالنص على أنه ولا يجوز بغير ترخيص من مجلس إدارة الهيئة أن يحال إلى الشركة

1 - مضافة بالقرار رقم 139 / 2006

2 - المادة 49 من قانون القيد والإيداع المركزي 93 / 2008

3 - المادة 310 / 3 مضافة إلى اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بقرار وزير الاستثمار رقم 139 / 2006

4 - قرار وزير الاستثمار رقم 139 / 2006

أكثر من محفظة توريق واحدة أو أن تقوم بأكثر من إصدار واحد للسندات، وذلك طبقاً للقواعد والإجراءات التي يصدر بها قرار من مجلس الإدارة". ومن ثم، يكون المشرع المصري قد حصر عمل شركة التوريق في إصدار السندات الخاصة بمحفظة التوريق التي تحال إليها أو محافظ التوريق الأخرى التي ترخص بها الهيئة، بما يعنى أن هذه الشركة لا تعمل في نشاط تغطية وترويج الاكتتاب وهو نشاط متخصص تعمل به غيرها من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

وحيث تنص المادة 27 من القانون 95 / 1992 على أن تسرى أحكام هذا الباب على جميع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ويقصد بها الشركات التي تباشر نشاط أو أكثر من الأنشطة التالية، وعددت هذه المادة ستة أنشطة من بينها نشاط ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية. فإن شركات التوريق، وإن كانت من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بمقتضى إضافتها إلى ذلك الباب بالقانون رقم 143 / 2004 إلا أن لها نشاط واحد، وهي لا تعمل في نشاط غير، بحسب نصوص إنشائها (41 مكرراً / 1 و3 من القانون المشار إليه). وأكدت على ذلك المادة 300 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال (1)، التي لم تعدل، إذ نصت على أن يقتصر عرض شركة التوريق على ممارسة نشاط التوريق، فشركة التوريق هي التي تزول نشاط إصدار سندات قابلة للتداول، في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها.

بالإضافة إلى ما تقدم، فإن شركة تغطية وضمان الاكتتاب تقوم عملاً بشراء السندات لإعادة طرحها على المستثمرين أو تشتري بعضها بضمان طرحها والباقي للاكتتاب أو تتعهد بطرح الجميع للاكتتاب. وفي كل الأحوال، لا يجوز عملاً أن تباشر شركة التوريق هذا النشاط فتبيع وتشتري من نفسها، مما من شأنه أن يضر بالمستثمرين، وتفقد الشركة على أثر عرضها الخاص، ولا تتوافق بذلك مع متطلبات وكالات التقدير بشأن ما يجب مراعاته في شركة إدارة عملية التوريق. لذا، فإنه لا يمكن إعطاء شركة التوريق الحق في أن تقوم بنفسها بتغطية وترويج الاكتتاب، وينبغي عليها أن تتفق بشأن ذلك مع إحدى الشركات المرخص لها بذلك.

- مدى علاقة شركة التوريق بمن تتعاقد معهم لتكوين عملية التوريق

يعمل المشرع المصري على تنظيم حقوق الشركات التي تعمل على عملية الاستثمار وشركة التوريق من جهة، ومن جهة أخرى حقوق حملة السندات الذين يدخلون على نظام قائم قد لا يعرفون قواعده الداخلية، حيث أنهم - غالباً - تالين لشركة تغطية وترويج الاكتتاب فيما يتعلق بالتعامل على سندات التوريق.

ويعتمد المشرع بشأن منع تضارب المصالح حماية لحملة السندات على مبدأ استقلال وعدم تبعية شركة التوريق لكل من أمين الاستثمار ومنشئ الأصول أو محيلها. ويعود مبدأ استقلال شركة التوريق وعدم تبعيتها لأمين الترتست إلى أن الأخير في النظام الأنجلو أمريكي كان يسيطر على أصول الترتست وعلى إدارتها. وبدلاً من أن يعمل لصالح المستفيدين كما تقتضى القواعد المنظمة له، نهج نهجاً مختلفاً فعقد المضاربات التي أضير منها المستفيدين. وانتهى الأمر إلى فصل الترتست إلى كيانين مستقلين هما شركة الإدارة وأمين الترتست حماية للمستثمرين، وبذا، تم فصل إدارة الأصول عن ملكيتها، فبينما يملكها قانوناً الأمين تبقى إدارتها لشركة

1 - مضافة بقرار وزير الاستثمار رقم 46 / 2004 سابق الإشارة إليه

الإدارة. كما حرص القانون المقارن على ألا تكون شركة التوريق تابعة للمنشئ، واشترط القانون في الولايات المتحدة الأمريكية ألا تزيد نسبة نسبة المساهمة في أصول شركة التوريق عن 20%. كما قرر القانون الانجليزي أنه سينظر في كل حالة يكون المحيل مساهما في شركة التوريق بنسبة تجعله يتحكم في قراراتها والعبء بإمكانية حدوث ذلك لا بمباشرة بالفعل، وقرر القانون الفرنسي لضمان استقلالية مدير الاستثمار عدم مساهمة المؤسسات المحيلة في شركة الإدارة بأكثر من ثلث مالها، وينطبق هذا على الأشخاص الذين يرتبطون معه بعلاقات تبعية.

ويرجع اهتمام المشرع على مستوى القانون المقارن بتفادي مسألة الارتباط والتبعية، مع المنشئ أو المحيل لمحافظة التوريق، بالإضافة إلى مسألة تحقيق عزل الأصول من ذمته المالية والتي تحميها من مخاطر التجارية، ضمان ألا تتأثر الأصول المنقولة بإفلاسه وهي الهدف الأهم في عمليات التوريق. وجريا وراء تحقيق هذا الهدف ومنع التعارض في المصالح بين شركة التوريق والمحيل حضرت المادة 302 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال⁽¹⁾ على شركة التوريق أن تعقد اتفاقا لحوالة التوريق مع محيل تزيد مساهمته فيها سواء كان منفردا أو مع مجموعة مرتبطة على 20% من رأس مالها، إلا أن هذا الحظر قد عدل عنه بتعديل هذه المادة⁽²⁾ التي أباحت لمجلس إدارة الهيئة إعفاء شركة التوريق من هذا القيد لظروف وأسباب يقدرها. وبذلك يمكن للمنشئ أو المحيل المساهمة في شركة التوريق بأي نسبة يقررها بشرط موافقة الهيئة وفي هذا تبعية وعدم استقلال صارخين من شركة التوريق للمنشئ أو المحيل.

كما نصت المادة 302 من اللائحة التنفيذية المشار إليها على أنه يجوز أن تكون ملكية أى نسبة من أسهم شركة التوريق لأمين الحفظ أو لمن يختار، أو من يرتبط معه باتفاق أو يكون معه مجموعة مرتبطة، على أن يتم الإفصاح عن ذلك للهيئة عند تقديم طلب التأسيس ... ويقصد بالمجموعة المرتبطة الأشخاص الذين يخضعون للسيطرة الفعلية لنفس الأشخاص الطبيعيين، أو لذات الأشخاص الاعتبارية، أو أولئك الذين يجمع بينهم اتفاق يتعلق بالمساهمة في شركة التوريق. وما ورد في هذه المادة ليس له معنى إلا أن شركة التوريق قد تكون تابعة لأمين الحفظ بشكل أو آخر. ليس هذا فقط، بل يمكن أن تكون شركة التوريق تابعة للمنشئ وأمين الحفظ في آن واحد في حال ما إذا تم الاتفاق بينهما على ذلك.

وإذا كانت نصوص اللائحة التنفيذية المنظمة لعملية التوريق لم تدع مجالا للشك، على ذلك النحو، على تبعية شركة التوريق لأى من المحيل أو أمين الحفظ أو لكليهما معا، فإن هذا وذاك مرهون على موافقة هيئة الرقابة المالية. ومن ثم، فإن حماية المستثمرين ليست في آليات عمل التوريق في القانون المصري، وإنما في قيام الهيئة بواجبها نحو الحفاظ على حقوقهم، بما تفرضه على أطراف عملية التوريق من قيود. غير أنه من الأفضل أن يعمل الجميع ضمن نظام محدد الأطر واضح المعالم حتى يكون تنفيذ النظام نفسه إلى جانب ما تقوم به الهيئة حاميا لحملة السندات من أي مؤثرات يمكن أن يضاروا منها. أما وأن ما يحدث غير ذلك، فإن حماية المستثمرين أصبحت أسيرة لما تفرضه الهيئة، وهو ما قد يثير مسئوليتها القانونية في حالة الإضرار بالمستثمرين.

1- المادة 302 مضافة إلى لائحة قانون سوق رأس المال بالقرار رقم 46/ 2004

2- المادة 302 عدلت بموجب القرار رقم 139 / 2006

لذلك فرضت الهيئة على شركة التوريق التزاما بواجب الإفصاح عن نسب ملكية وأسماء المكتتبين في أسهمها وبيان ما إذا كان هناك أي نوع من أنواع الإرتباط بين أطراف عملية التوريق، وعناصر هذا الإرتباط في حالة وجوده (مادة 304 / 8 اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال)، على أن يتم الإفصاح عن ذلك للهيئة عند تقديم طلب تأسيس الشركة.

-2-

المركز القانوني لمدير شركة التوريق في إطار تكوين عملية التوريق

تقوم شركة التوريق بنشاط مقصور على إصدار سندات التوريق طبقا لشروط وضمانات واردة بنشرة الاكتتاب ومكررة المعلومات وإخطار إصدار السندات، وهي في سبيل ممارسة نشاطها هذا تعقد الاتفاقات المختلفة تحت بصر الهيئة العامة للرقابة المالية بتنفيذ ما تفرضه حماية المستثمرين.

ولأن عملية التوريق تتمخض عن انتاج سندات قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية تتعلق بها مصالح وحقوق المستثمرين، فيجب أن يكون القائم على أمر إصدارها ليس حرا بأن يفعل ما يشاء، فإذا كان الأصل أن أمين الترتب في النظام الأنجلوأمريكي يقوم بإدارة عملية التوريق وفق ما تقتضى مصلحة حملة السندات، فإن مديري الشركات يديرونها وفقا لما ترى الأغلبية أنه يحقق مصلحة الشركاء فيها بغض النظر عن أقليتها.

لذا، فإنه في ضوء حماية المستثمرين كان على المشرع أن يسيطر على من يصدر سندات التوريق بفرض عليه أن يكون في شكل الشركة. ليس هذا فقط، بل من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية التي تخضع لقانون سوق رأس المال حتى تكون تحت بصر الهيئة العامة للرقابة المالية. حيث يتيح شكل الشركة للمشرع التدخل بطريقة أمرة، لتحقيق أهداف معينة، كحماية الادخار العام، ورعاية المصالح القومية.

ولأن شركات التوريق تتخذ - وفي الغالب - شكل شركات المساهمة، فأصبحت تتم وفقا لنظام موضوع لا وفقا لمشيئة المتعاقدين⁽¹⁾، إذ لا يقتصر التصرف المنشئ لها كبقية العقود على ترتيب التزامات أو تقرير حقوق لأطرافه، وإنما ينبني عليه نشوء شخص قانوني جديد، شخص معنوي، مخاطب بأحكام القانون. ومن ثم، فهذه الشركة تعد بمثابة نظام قانوني، أي مجموعة من القواعد تنظم على وجه ملزم ومستمر التفاعل تجمع من الأشخاص حول هدف معين، وما يستتبعه ذلك من ضرورة إخضاع الحقوق والمصالح الخاصة بأفراد التجمع المذكور للهدف الذي ينشده هذا الأخير، وهذا ما يفسر من ناحية أن حقوق الشركة لا تتحدد بصفة نهائية بالعقد المنشئ للشركة، بل يمكن تعديلها إذا اقتضت مصلحة الشركة ذلك، كما يفسر سبب عدم اعتبار مديري الشركة مجرد وكلاء عنها والنظر اليهم بوصفهم أعضاء في جسم الشركة⁽²⁾

¹ - راجع الدكتور مصطفى كمال طه - الشركات التجارية 1998 ص 13 إذ ينبني على عقد الشركة نشوء شخص قانوني جديد وهو الذي يسيطر على الإيرادات الفرنسية التي اشتركت في تكوين العقد . حيث يجوز لأغلبية الشركاء أن تفرض إرادتها على الأقلية، ولها أن تعدل من نصوص نظام الشركة، مع أن تعديل العقد يتطلب وفقا لقواعد العامة إجماع المتعاقدين.

² - الدكتور فريد العريني الشركات التجارية دار المطبوعات الجامعية ص 11

ولئن كان يتعين على مدير شركة التوريق العمل وفق ما تقتضى مصلحة الشركة، وكانت وكالات التقدير العالمية قد تطلبت أن يكون هناك مديراً مستقلاً لصندوق التوريق أو لمحافظة الحقوق يكون ولاءه لحملة السندات، فإنه يثور التساؤل عن مدى اعتبار مدير شركة التوريق مجرد وكيل لها في تكوين عملية التوريق يرتبط معها بعلاقة عقدية، أم أنه عضو في جسم الشركة؟ ومن الإجابة على ذلك التساؤل نبرز مدى اتفاق أو اختلاف المصالح بين حملة السندات وبين شركة التوريق أو مديريها .

الواقع أن مدير شركة التوريق هو عضو في مجلس إدارتها. ولا ينظر إليه حسب الرأي الغالب والأقرب للصواب على أنه ليس مجرد وكيل عن الشركة، وإنما ينظر إليه بوصفه عضواً في جسم الشركة. أو هو السلطة المكلفة قانوناً بتحقيق الهدف المشترك الذي تقوم عليه الشركة (1)، ومن هنا، قد يقع مدير شركة التوريق في تضارب مصالح بين واجباته كعضو مجلس إدارة في شركة الإدارة وواجباته تجاه حملة السندات، وفي النهاية، يلتزم بقرارات مجلس الإدارة كعضو فيه. وتقتصر المحكمة فيما إذا كان تصرفه تجاه المستثمرين يتسم بالصحة من عدمه.

بيد أن مصلحة شركة التوريق في عملية التوريق كشخص قائم بذاته وإن كانت تختلف من الناحية النظرية عن مصلحة حملة السندات، خاصة أن الأخيرين لا يتدخلون في إدارتها. إلا أن النظرة العملية لدور شركة التوريق في تلك العملية، تؤكد بما لا يدع مجالاً للشك على أن دورها في عملية التوريق تم توجيهه لصالح حماية المستثمرين، فهو دور مقيد ومحدود ومؤقت؛ فهو أولاً دور مقيد، إذ بفضل أنها من شركات المساهمة أتيح للمشرع أن يفرض عليها قيوداً من أول نوع النشاط إلى كيفية ممارسته، فقتصر عملها في مزولة إصدار سندات التوريق وفق محافظ التوريق التي تحال إليها لمصلحة حملة السندات. وهو دور محدود؛ لأن المشرع قيد عملها بأن أوجب عليها باعتبارها من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أن تضع نشرة إكتتاب ومذكرة معلومات بحسبان أن الأمر سيترك في إكتتاب عام، وهذه النشرة وما أوجب المشرع أن تشتمل عليه لهي بمثابة ميثاق عمل هذه الشركة في مجال التوريق. وكل ما ورد فيه يضمن حقوقها وحقوق المتعاملين معها، بل أن كل ذلك يضمن حقوق حملة السندات. وثالثاً، هو، دور مؤقت إذ طبقاً لما جرى عليه العمل في نشاط التوريق يتعين على شركة التوريق أن تنقل كل ما يتعلق بعملية التوريق إلى أمين الحفظ في ظرف ثلاثة أيام من الحوالة النهائية.

وبما تقدم، لا نجد أن دور مدير شركة التوريق في الشكل النظامي، يمكن أن يختلف عنه في الشكل التعاقدية على الأقل من حيث مضمون هدف حماية حملة السندات. وفي هذا الإطار يمكن أن نشيد بدقة استعمال المشرع في المادة 41 مكرراً 2/ لهذه العبارة (ويقتصر غرض هذه الشركة على مزولة النشاط المشار إليه دون غير،) حيث أن نشاط إصدار السندات كغرض لا يعنى وحدة الوسيلة لتحقيقه، وإنما يشير إلى قصر استعمال الوسائل المتعددة لتحقيق الغرض. وترتب على ذلك، أن شركة التوريق يمكن لها أن تباشر أنشطة أخرى من أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، مقصور استعمالها لهذا النشاط أو ذاك على قدر تحقيق الغرض الذي من أجله أنشئت هذه الشركة ومصالح عملية التوريق، ولكن بترخيص من الهيئة.

¹ - الدكتور فريد العرينى الشركات التجارية ص 11

ثانياً -

عملية إصدار السندات

بداية لا يجوز للشركة إصدار السندات إلا إذا كانت قد استوفت رأس المال المصدر بكامله من المساهمين، فقد نصت المادة 43 / 1 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على أنه "يجوز لشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم إصدار سندات ... بشرط أداء رأس المال المصدر بالكامل". وتنص المادة 300 من اللائحة المشار إليها⁽¹⁾ على أنه ... ويجب ألا يقل رأسمال شركة التوريق المصدر والمدفوع عند التأسيس على خمسة ملايين جنيه، واشترطت الهيئة العامة للرقابة المالية بموجب القرار رقم 105 لسنة 2011 أن يكون رأس المال المصدر لشركة التوريق مدفوعاً بالكامل ولا يقل عن خمسة ملايين.

كما تنص المادة 306 من تلك اللائحة التنفيذية⁽²⁾ على أنه يحظر على شركة التوريق أن تصدر أية سندات أو صكوك تمويل بخلاف سندات التوريق المنصوص عليها في هذا الباب⁽³⁾ إلا بموافقة مجلس إدارة الهيئة، ولا يجوز أن تزيد القيمة الاسمية لسندات التوريق عن القيمة الحالية للمحفظة والعائد عليها محسوبة على أساس معدل خصم يساوي سعر العائد العائد على سندات التوريق .

وعلى أي حال فشركة التوريق تمارس في عملية التوريق نشاطاً وهو إصدار السندات، وتمر بصدد ممارستها لهذا النشاط بمرطتين هما: مرحلة إعداد نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات، ومرحلة الأخطار بإصدار السندات. وإذا كانت شركة التوريق تعتبر مالكا قانونياً للأصول المحالة إليها من المنشئ بعد الحوالة النهائية، فما هو مركزها القانوني تجاه الأصول المنقولة إليها قبل الاكتتاب الكامل في الأوراق المالية التي تصدرها.

- 1

مرحلة إصدار السندات

المرحلة الأولى: إعداد نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات:

تبدأ شركة التوريق ممارسة نشاطها لإصدار سندات التوريق، بإعداد نشرة اكتتاب أو مذكرة معلومات. فالدعوة للاكتتاب العام لا تجوز⁽⁴⁾ إلا بناء على نشرة معتمدة من الهيئة، وعلى النماذج التي تعدها وتقرها⁽¹⁾

1 - الباب العاشر المضافة بالقرار رقم 46 / 2004 الى اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال فيما يتعلق بنشاط التورق الوقائع المصرية العدد 26 (تابع) في 18 نوفمبر سنة 2004

2 - مضافة بالقرار رقم 139 / 2006

3 - مضافة بالقرار رقم 46 / 2004

4 - تنص المادة 4 من القانون رقم 123 لسنة 2008 بشأن تعديل بعض أحكام القانون رقم 95 / 1992 على مايلي ((لا يجوز لأشخاص اعتباري مصري أو غير مصري أياً كانت طبيعته وأياً كان النظام القانوني الخاضع له طرح أوراق مالية في اكتتاب عام للجمهور إلا بناء على نشرة اكتتاب معتمدة من الهيئة يتم نشرها في صحيفتين مصريتين واسعتي الانتشار أحدهما على الأقل باللغة العربية وذلك كله وفقاً للأوضاع والشروط التي تبناها اللائحة التنفيذية. ويجب أن تحرر نشرة الاكتتاب وفقاً لنموذج تعده الهيئة))

ويجب قبل اعتماد الهيئة لنشرة الاكتتاب أن يعتمدها رئيس مجلس الإدارة أو العضو المنتدب في شركة التوريق والشركة المحيلة، وشركة الترويج والتغطية، وكذا تعتمد من مراقب حسابات شركة التوريق والشركة المحيلة، والمستشار القانوني لعملية التوريق.

وتنص المادة 4 30 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 / 1992 على أن " يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب البيانات المقررة في هذه اللائحة ولا يجوز طرح السندات في اكتتاب عام إلا بعد الحصول على ترخيص مسبق من الهيئة العامة لسوق المال (مادة 12 / 2 من القانون)، كما لا يجوز طرح أوراق مالية لأية شركة بما في ذلك شركات قطاع الأعمال العام في اكتتاب عام للجمهور إلا بناء على نشرة اكتتاب معتمدة من الهيئة يتم نشرها في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتي الانتشار أحدهما باللغة العربية ويجب أن تحرر نشرة الاكتتاب وفقا للنماذج التي تعدها الهيئة (المادة 4 من القانون) .

ويجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب بالإضافة إلى البيانات المتعلقة بالاكتتاب في أسهم الشركة عند التأسيس الواردة في المادة 5 من القانون رقم 95 / 1992 وهي أ- غرض الشركة ومدتها ، ب- رأس مال الشركة المصدر والمدفوع ، ج- مواصفات الأسهم المطروح ومميزتها وشروط طرحها ، د- أسماء المؤسسين ومقدار مساهمى كل منهم وبيان الحصص العينية إن وجدت ، هـ - خطة الشركة في استخدام الأموال المحصلة من الاكتتاب في الأسهم المطروحة وتوقعاتها بالنسبة لنتائج استخدام الأموال ، و- أماكن الحصول على نشرة الاكتتاب المعتمدة من الهيئة ، ز- أية بيانات تحدها اللائحة التنفيذية ونصت اللائحة على هذه البيانات وهي أسم الشركة وشكلها القانوني وغرضها ، تاريخ العقد الإبتدائي القيمة الأسمية للسهم وعدد الأسهم وأنواعها وخصائص كل منها والحقوق المتعلقة بها سواء بالنسبة إلى توزيع الأرباح أو عند التصفية بيان ما إذا كانت هناك حصة تأسيس ، وما قدم للشركة في مقابلها ونصيبها المقرر في الأرباح ، إذا كان الاكتتاب العام عن جز، من رأس المال يبين كيفية الاكتتاب في باقى رأس المال ، تاريخ بدء الاكتتاب، والجهة التي سيتم الاكتتاب بواسطتها، والتاريخ المحدد لقفل الاكتتاب، وتاريخ ورقم اعتماد الهيئة للنشرة، المبلغ المطلوب دفعه عند الاكتتاب بحيث لا يقل عن 10 % من القيمة الأسمية بالإضافة إلى مصاريف الإصدار ، أسماء مراقبى حسابات الشركة وعناوينهم، بيان تقريبي مفصل بعناصر مصروفات التأسيس التي ينتظر أن تتحملها الشركة من بدء التفكير في تأسيسها إلى تاريخ الإخطار بالتأسيس، بيان العقود ومضمونها التي يكون المؤسسون قد ابرموها خلال الخمس سنوات السابقة على الاكتتاب ويزعمون تحويلها إلى الشركة بعد تأسيسها، وإذا كان موضوع العقد شراء منشأة - قائمة - نقدا، فيتعين تضمين النشرة موجز لتقرير مراقب الحسابات عن هذه المنشأة. تاريخ بداية السنة المالية ونتاجها، بيان عن طريقة توزيع الربح الصافى للشركة، طريقة تخصيص الأسهم إذا بلغت طلبات الاكتتاب أكثر من المطروح للاكتتاب، المدة والحالات التي يجب فيها على الجهة التي تلقت الاكتتاب ر. المبالغ إلى المكتتبين (مادة 42 من اللائحة).

ويجب أن تتضمن نشرات الاكتتاب الأخرى بالإضافة إلى البيانات المشار إليها في الفقرة السابقة الإفصاح عن البيانات الآتية: سابقة أعمال الشركة، أسماء أعضاء مجلس الإدارة والمديرين المسؤولين بها وخبرتهم، أسماء حملة الأسهم الأسمية الذين يملك كل منهم أكثر من 5 % من أسهم الشركة ونسبة ما

¹ - ولا يعد اعتماد الهيئة لنشرة الاكتتاب وإقرارها اعتمادا للجدوى التجارية للنشاط موضوع النشرة أو لقدرته المشروع على تحقيق نتائج معينة ويجب بيان ذلك بطريقة واضحة راجع المادة 40 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 / 1992

يملكه كل منهم، موجز للقوائم والبيانات المالية المعتمدة من مراقبي الحسابات عن السنوات الثلاثة السابقة أو عن المدة من تاريخ تأسيس الشركة أيهما أقل والمعدة طبقا لقواعد الإفصاح التي تبينها اللائحة التنفيذية والنماذج التي تضعها الهيئة .

كما يجب أن تشمل كذلك على رقم وتاريخ السجل التجاري للشركة، وبيان الرهونات والحقوق العينية الأخرى لجميع الأصول. هذا فضلا عن تاريخ قرار الجمعية العامة للشركة بالموافقة على إصدار السندات، والسند القانوني لهذا القرار، ونوع السند والعائد الذي يغله وأساسه حسابيه، ورقم وتاريخ ترخيص الهيئة بطرح السندات للاكتتاب العام وشروط إصدار السندات، وشروط ومواعيد استردادها وبيان بالضمانات والتأمينات المقدمة من الشركة لأصحاب السندات، وقيمة صافي أصول الشركة محددة بتقرير من مراقب حسابات وفقا لأخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العامة وإقرار من مجلس الإدارة بأن السندات المصدرة لا تجاوز هذه القيمة. وذلك مالم تكن الشركة مرخصا لها بالإصدار بقيمة تجاوز هذه القيمة وأخيرا ملخص موازنات الشركة التقديرية مع تحديد أهم النسب المالية لهيكل التمويل ونسب الربحية على أن يقر مراقب الحسابات بصحة البيانات المالية الواردة بها (المادة 44 من اللائحة).

وقد نصت المادة 4 30 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على أن نشرة الاكتتاب يجب أن تتضمن ما يلي من بيانات :

- البيانات الجوهرية لشركة التوريق والشركات التي ترتبط معها لإتمام عملية الاستثمار كشركة تغطية وترويج الاكتتاب، وأمين الحفظ المسئول عن متابعة العمليات ذات الارتباط بحقوق حملة السندات وبصفة خاصة العمولات والمصاريف التي يتم خصمها من حصيلة الحقوق المحالة، ومواعيد خصمها ، وقواعد التصرف في فائض محفظة التوريق.

- قيمة محفظة الحقوق المحالة والحقوق التي تتضمنها بالتفصيل، بما في ذلك الأوراق التجارية، وغيرها من المستندات المثبتة لهذه الحقوق، والضمانات المتصلة بها، وآجال سداد تلك الحقوق، ومعدلات الإخلال بالالتزامات المقابلة لتلك الحقوق، ومتوسط أجل المحفظة، وأسس تقييمها. وفي هذا الإطار أوجبت المادة 41 مكرر (2) / 2 من القانون 95 / 92 التزم شركة التوريق بتقديم شهادة بالتصنيف الائتماني لمحفظة التوريق التي تصدر السندات في مقابلها، والتي لا ينبغي أن تقل درجته عن المستوى الدال على القدرة على الوفاء بالالتزامات، وفقا للقواعد التي يقرها مجلس إدارة الهيئة.

- حجم إصدار السندات المقابلة للمحفظة، وسعر العائد عليها، وتاريخ استحقاقها، وتحديد مواعيد سداد مستحقات حملة السندات، والمخاطر التي قد يتحملوها، وما تم اتخاذه من تدابير أو ما رصد بشأن ذلك من ضمانات.

- تحديد الجهة التي تقوم بتحصيل المبالغ المستحقة عن الحقوق المحالة، وبيان حقوق والتزامات تلك الجهة بالاتفاق المبرم بينها وبين شركة التوريق

- بيان ما إذا كان هناك أي نوع من أنواع الارتباط بين شركة التوريق ومحيل محفظة التوريق، وعناصر الارتباط

- إقرار المستشار القانوني لعملية التوريق، مفاده أن الحوالة ملقا للمحيل وقت الحوالة. ولا توجد بشأنها منازعات قضائية ومن حقه التصرف فيها. وإقرار بأن اتفاق الحوالة قد أعد وفقا لأحكام القانون ولللائحة التنفيذية. أن الحوالة بموجبه نافذة وناجزة وغير معلقة على شرط وناقلة لجميع الحقوق والضمانات المحالة، ما لم ينص على أنها ستتم على هذا النحو بمجرد تغطية الاكتتاب في السندات بالكامل.

- ولا يعد بإصدار السندات أو بنشرة الاكتتاب إلا بموافقة الهيئة أو بانتهاء المدة التي يجوز فيها للهيئة الاعتراض على الإصدار⁽¹⁾. ويحرص القانون على أن تتضمن نشرة الاكتتاب على كل ما من شأنه ضمان حقوق حاملي السندات. حيث أنهم وغالبا يقبلونها ضمنا بالاستثمار في سندات التوريق. فمن الناحية العملية تكتب في هذه السندات شركة تغطية وترويج الاكتتاب أو تتعهد بذلك. وتقوم بعد ذلك بإعادة طرحها في اكتتاب عام بذات الشروط والأوضاع الواردة بنشرة الاكتتاب المعتمدة دون التقييد بالقيمة الأسمية للورقة.

المرحلة الثانية - الإخطار بإصدار السندات :

نصت المادة 303 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 / 92 على أنه" يقدم طلب إصدار السندات أو الإخطار به - بحسب الأحوال - ونشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات مرثقا به بالإضافة إلى المستندات المنصوص عليها في هذه اللائحة بالنسبة لإصدار السندات وعدا بالحوالة وما يفيد الاتفاق على ضمان تغطية الاكتتاب في السندات ، ما لم يتضمن الطلب ونشرة الاكتتاب في السندات ما يفيد أن الحوالة لن تكون نافذة وناجزة إلا بعد تغطية الاكتتاب بالكامل.

وقد نصت المادة 7 من اللائحة التنفيذية المشار إليها على أن" على كل شركة ترغب في إصدار أوراق مالية أن تخطر الهيئة بذلك، ويجب أن يتضمن الإخطار ويرفق به البيانات والمستندات الآتية أولا - ثانيا - ثالثا- وهي بالنسبة لإصدار الأوراق المالية الأخرى : 1- نسخة من النظام الأساسي للشركة وفقا لأخر تعديل 2- قرار الجمعية العامة بإصدار الأوراق المالية والمستندات والتقارير التي عرضت عليها في هذا الشأن 3- بيان أعضاء مجلس الإدارة أو الشرك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال 4- موجز للقوائم والبيانات المالية المعتمدة من مراقبي الحسابات عن السنوات الثلاثة السابقة أو عن المدة من تاريخ التأسيس أيهما أقل 5- نوع الورقة المالية المزعم إصدارها وبيانات وافية عنها وبيان ما إذا كان يتم طرحها للاكتتاب العام من عدمه 6- الإيصال الدال على سداد الرسوم المقررة للهيئة 7- شروط ومواعيد استرداد الأوراق المالية 8- بيان المساهمات في رأس المال وتوزيعاته وما إذا كانت الشركة مقيدة ببورصة الأوراق المالية ونوع الجدول المقيدة بها 9- مصاريف الإصدار في حالة تقريرها وفي جميع الأحوال يجب على الشركة إخطار الهيئة بتمام إجراءات الإصدار خلال خمسة عشر يوما من تاريخ تمامها أو من تاريخ القيد في السجل التجاري في الحالات التي يلزم فيها هذا القيد، كما يجب على المختص خلال ذات المدة إبلاغ الهيئة بذلك القيد،

¹ - المادة 307 من القرار رقم 46 / 2004 وراجع أيضا المادة 2 من القانون رقم 123 / 2008 الصادر بتعديل بعض أحكام للقانون رقم 95 / 1992 والتي تنص على يلتزم أى شخص اعتباري يرغب في إصدار أوراق مالية أن يخطر الهيئة بذلك فإذا لم تعترض الهيئة في خلال سبعة أيام من تاريخ إخطارها يتم السير يتم السير في إجراءات الإصدار وتحدد اللائحة التنفيذية بيانات الإخطار وما يرفق به من مستندات .

بالإضافة إلى إرفاق نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات وكافة الاتفاقات المبرمة⁽¹⁾ لممارسة نشاط التوريق، وأي مستندات وبيانات يصدر بها قرار من مجلس إدارة الهيئة⁽²⁾.

بيد أن المادة 303⁽³⁾ قد تم تعديلها⁽⁴⁾ ونصت على يقدم الإخطار بإصدار سندات التوريق مرفقا به ما يلي 1- نشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات 2- الاتفاق المبرم بين شركة التوريق وأمين الحفظ 3- اتفاقات الضمانات الإضافية في حالة وجودها 4- اتفاق الحوالة المبدئي المبرم بين شركة التوريق والمحيل 5- اتفاق ضمان تغطية الاكتتاب في السندات مالم يتضمن الإخطار ونشرة الاكتتاب ما يفيد أن الحوالة لن تكون نافذة وناجز، إلا بمجرد تغطية الاكتتاب بالكامل 6- الاتفاق المبرم بين شركة التوريق والجهة المسؤولة عن تحصيل الحقوق المحالة 7- شهادة من مراقب الحسابات بصافي قيمة المحفظة وأسس تقييمها 8- التدفقات النقدية المتوقعة لمحفظة التوريق وأسس إعدادها معتمدة من شركة التوريق مرفقا بها تقرير من مراقب حساباتها 9- المستندات المنصوص عليها في المادة 7 من هذه اللائحة 10 - المستندات والبيانات الأخرى التي يصدر بها قرار من مجلس إدارة الهيئة.

وتلتزم شركة التوريق بإيداع محفظة التوريق والمستندات الدالة عليها والمبالغ المحصلة لدى أمين الحفظ طبقا للمادة 41 مكررا 2 من القانون 95 / 92 وفي ظرف ثلاثة أيام من اكتمال الاكتتاب في السندات (مادة 309 من اللائحة التنفيذية للقانون) . كما أنه في حالة الاتفاق على أن الحوالة لن تكون نافذة وناجز، إلا بعد تغطية الاكتتاب في السندات بالكامل، وعدم تمام هذه التغطية حتى تاريخ قفل باب الاكتتاب يتعين على شركة التوريق إخطار الهيئة بذلك في يوم العمل التالي على الأكثر ور: المبالغ التي تم سدادها للاكتتاب خلال مدة لا تتجاوز ثلاثة أيام عمل من ذلك التاريخ (مادة 305 من اللائحة المشار إليها) .

2 - المركز القانوني لشركة التوريق على محفظة التوريق

لم يصرح المشرع المصري بما إذا كان يقيم الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة على قاعدة ملكية الترتب، ولم يحدد وصف ملكية حملة السندات. لذا، فلامنص من محاولة تحديد المركز القانوني لشركة التوريق على محفظة التوريق بتحليل نصوص إنشائها، والنصوص التي تعمل من خلالها. يختلف مركز شركة التوريق على محفظة التوريق قبل إتمام الاكتتاب في سندات التوريق عنه عن بعد الاكتتاب الكامل في تلك السندات. ولذا، سنتناول مركز شركة التوريق، فيما يتعلق بمحفظة التوريق بتقسيمه إلى مرحلتين هكذا.

¹ - المادة 303 من القرار رقم 139 / 2006 أوردت هذه المادة خمسة اتفاقات، وهي، الاتفاق الأول مع أمين الحفظ. الاتفاق الثاني مع المحيل (الاتفاق المبدئي). الاتفاق الثالث، اتفاق مع شركة ضمان تغطية الاكتتاب في السندات. ويمكن أن تستعيض عنه شركة التوريق بالنص في إخطار إصدار السندات على أن الحوالة لن تكون نافذة وناجز، إلا بمجرد تغطية الاكتتاب بالكامل. الاتفاق الرابع، مع الجهة المسؤولة عن تحصيل الحقوق المحالة وغالبا المحيل . الاتفاق الخامس، اتفاقات الضمانات الإضافية في حالة وجودها.

² - نفس المادة

³ - القرار رقم 46 / 2004

⁴ - القرار رقم 139 / 2006

المرحلة الأولى:- ما قبل إتمام الاكتتاب في سندات التوريق

يمكن أن نؤسس علاقة شركة التوريق بحملة السندات قبل الاكتتاب الكامل في السندات على النظام القانوني للوكالة. فهي تتفق مع كل ما تجرته هذه الشركة من تصرفات على محفظة التوريق. وفي ذلك تنص المادة 699 مدني على أن الوكالة عقد بمقتضاه يلتزم الوكيل بأن يقوم بعمل قانوني لحساب الموكل. فحامل السند بشرائه سندا من سندات التوريق يتعرف على نشرة الاكتتاب ومذكرة المعلومات التي تصدر بناء عليها السندات، ودور شركة التوريق في عملية التوريق، ويرتضى للشركة أن تقوم بالوكالة عنه بكافة الأعمال التي يقتضيها القيام بدور. ومما لا شك فيه أن موضوع الوكالة أعمال قانونية تباشرها شركة التوريق عن حملة السندات.

ويعمل الوكيل لحساب الموكل، ولكن ليس معنى هذا، أنه يجب على الوكيل دائما - وإن كان هذا هو الغالب- أن يعلن في العقد أنه يتعاقد لحساب موكله، مع ذكر أسم الموكل. بل يصح أن يقوم الوكيل بالعمل القانوني باسمه الشخصي دون إشارة إلى صفته أو اسم الموكل كما في حالة الوكيل بالعمولة.

وإذ تقوم شركة التوريق بالعمل باسمها الشخصي طبقا لما اشارت اليه المادة 41 مكرر (2) / 3 من القانون 95 / 1992 ، فإنها تعتبر وكيل بالعمولة غير نائب لكونها تعمل في مجال يجهله حملة السندات. ومن ثم، لا يوجد تفوق من الموكل على حساب الوكيل من شأنه أن يتيح له إعطاء تعليمات. لذا يمكن القول بأن الوكيل، أي شركة التوريق، لا يتقيد بتعليمات الموكل في تنفيذ الوكالة. ومن ثم، لا محل لعمل المادة 711 مدني والتي تنص على أن " ويكون الموكل مسئولا عما أصاب الوكيل من ضرر دون خطأ منه بسبب تنفيذ الوكالة تنفيذا معتادا. حيث الوكيل بالعمولة مسئول عن أخطائه في اختيار النائب، وأن كانت شركة التوريق تلتزم في مباشرتها نشاطها في عملية التوريق ببذل عناية الرجل الحريص.

بيد أن تكييف طبيعة شركة التوريق وعلاقتها بالمكتبتين على أنها علاقة وكالة بالعمولة في هذه المرحلة، لا تعد في نظرنا كافية لبيان دور وطبيعة شركة التوريق في عملية التوريق. إذ أن ما تبرمه هذه الشركة من عقود وما تعقده من اتفاقات كالوعد ببيع الأصول من المحيل وحتى وكالتها في استثمار مدخرات المستثمرين في شراء السندات لا تسمح بتفسير ما اتجهت إليه إرادة المتعاقدين (التمويل - ضمانه)، ذلك أن تنفيذ الوعد يتوقف على إبرام عقد الحوالة النهائية. وتثور هنا مسؤولية شركة التوريق في حالة عدم إتمام الحوالة النهائية، وتحميلها تبعة العجز عن عدم تمكين حامل السند من الانتفاع بحصة استثمار، في محفظة الحقوق التي باعها له وقت أن كان الأصل في ملك الشركة المحيلة.

ولا يفيد عقد الوكالة في تفادي الآثار المشار إليها، فبينما الوكالة المقصودة في هذا المقام هي الوكالة في اختيار الأصل وبائعه لمصلحة حامل السند، بما يعن أنه إذا تعذر إبرام الحوالة النهائية كان معنى ذلك أنه يمكن إثارة مسؤولية شركة التوريق استنادا إلى خطئها في تنفيذ الوكالة، فإن الأمر لا يجرى في عمليات التوريق هكذا، إذ تشير تلك العمليات إلى أنه لا تقع أدنى مسؤولية على عاتق شركة التوريق في حالة عدم إبرام الحوالة النهائية⁽¹⁾. فمن حيث الأصل أن الشركة لديها وعد بالتعاقد على شرط واقف هو انتقال الملكية

¹ - المادة 305 من القرار رقم 46 / 2004

بالاكتتاب الكامل في السندات، فإذا تعذر إتمام الاكتتاب الكامل وتخلف الشرط زل الوعد بأثر رجعي ولا تتحمل الشركة تبعه عدم تنفيذ عقد تعذر إبرامه دون خطأ منها. وعليه تضحى علاقة الوكالة للمستثمرين لا قيمة لها إذ لم يبرم الاتفاق النهائي للحوالة. هو ما يفسر انتفاء مسئوليتها عن عجزها في تنفيذ وكالتها.

ولكن قد يبقى للوكالة دورا بعد اكتمال الاكتتاب الكامل في سندات عملية التوريق وإلى ما قبل إيداع متعلقات عملية التوريق، فقد اشترطت المادة 309 من اللائحة التنفيذية رقم 46 / 2004، على شركة التوريق أن يتم إيداع كامل متعلقات عملية التوريق لدى أمين الحفظ في مدة ثلاثة أيام بعد اكتمال الاكتتاب في السندات. وهي تودع بصفقتها مالكة للاصول المحالة، إذ أنه من لحظة اكتمال الاكتتاب وإلى ما قبل الإيداع تكون متعلقات عملية التوريق ملكا لشركة التوريق، وهي مرحلة أساسية تبدأ على أثرها عملية التوريق في الانطلاق. لذا فالمركز القانوني الأهم لشركة التوريق في عملية التوريق يبدأ بعد الاتفاق النهائي على حوالة محفظة التوريق وإيداع متعلقات عملية التوريق لدى أمين الحفظ .

المرحلة الثانية :- ما بعد الاكتتاب الكامل في سندات التوريق

تحيل شركة التوريق أن كل متعلقات صفقة التوريق عقب إبرام اتفاق الحوالة النهائي، وفي موعد لا يتجاوز ثلاثة أيام من تاريخ قفل باب الاكتتاب في السندات⁽¹⁾ إلى أمين الحفظ وهي كما يلي :- أ - نسخة أصلية من اتفاق حوالة محفظة التوريق ب- نسخة أصلية من الاتفاق بين شركة التوريق والمحيل أو من تم الاتفاق معه على تحصيل الحقوق على أن يتضمن التكليف بتوريد الحصيلة إلى أمين الحفظ فور تحصيلها ج - الاتفاقات المنشئة للحقوق المحالة المستندات المثبتة للحقوق والضمانات المحالة بما في ذلك الأوراق التجارية والكفالات وأى ضمانات أخرى هـ - إقرار بالتصريح لأمين الحفظ بتسليم الجهة المسؤولة عن تحصيل الحقوق المحالة المستندات اللازمة لتمكينها من القيام بالتحصيل.و- نسخة أصلية من نشرة الاكتتاب في سندات التوريق

فقد نصت المادة 41 مكرر 2/ 3، 4 من القانون رقم 95/ 92 على ما يلي " تلتزم شركة التوريق بإيداع المستندات الدالة على حوالة محفظة التوريق والمبالغ التي يتم تحصيلها بعد خصم مستحقات شركة التوريق ومصاريف عملية التوريق وذلك لحساب حملة السندات لدى أمين الحفظ ... " ولأمين الحفظ، بعد موافقة شركة التوريق ، استثمار المبالغ المودعة لديه وفقا للشروط والأوضاع التي تحددها اللائحة التنفيذية

وهناك طريقتان للإيداع (المادة 5 من قانون القيد و الإيداع المركزي) " لمالك الورقة المالية جميع الحقوق التي تنتجها ملكيته لها ، ويتم ايداع وقيد الورقة باسمه. ومع ذلك يجوز أن تودع الأوراق وتفيد باسم شخص، ويكون لشخص آخر أو أكثر الحقوق التي تنتجها، ويطلق على الأول اسم المالك المسجل

في حالة الاتفاق على أن الحوالة لن تكون نافذة وناجز، إلا بعد تغطية الاكتتاب في السندات بالكامل ، وعدم تمام هذه التغطية حتى تاريخ قفل باب الاكتتاب يتعين إخطار الهيئة بذلك في يوم العمل التالي على الأكثر ور: المبالغ التي تم سدادها للاكتتاب خلال مدة لا تتجاوز ثلاثة أيام عمل من ذلك التاريخ .

¹ - مادة 309 من اللائحة التنفيذية للقانون 95/ 92 مضافة بالقرار الوزري رقم 46 / 2004

وعلى الثاني اسم المالك المستفيد وفي هذه الحالة يلتزم المالك المسجل بالتزامات أمين الحفظ المنصوص عليها في هذا القانون " .

ويدلنا نص المادة 41 مكرر 2 / 3 من القانون رقم 92 / 95 على أن شركة التوريق باعتبارها مالك قانوني لمحفظة التوريق تودع السندات وكافة أوراق عملية التوريق لدى أمين الحفظ (المالك المسجل¹) لحساب حملة السندات. فمتعلقات شركة التوريق وإن كانت تودع باسم أمين الحفظ تظل ملكا لحملة السندات كملك مستفيدين. فقد نصت المادة 43 من اللائحة التنفيذية على أن المالك المسجل يلتزم بإبرام عقد مع المالك المستفيد يتضمن حقوق والتزامات كل منهما، ويلتزم المالك المسجل بأن يفصل بين تعاملاته وتعاملات المالك المستفيدين لدية. ويمكن اعتبار نشرة الاكتتاب ومذكرة المعلومات بمثابة العقد بانضمام المستثمر إليه بالاكتتاب في سندات التوريق. كما يلتزم المالك المسجل بإخطار الملك المستفيد كتابة بالمعلومات التي يفصح عنها مصدر الورقة خلال ثلاثة أيام على الأكثر من تاريخ علمه بها ولا يجوز لهذا المالك المسجل رهن الأوراق المالية المملوكة لملاك مستفيدين لديه أو ترتيب أي حق عليها والاقتراض بضمانها إلا إذا وافق المالك المستفيد كتابة على ذلك. ويلتزم المالك المسجل بكافة التزامات أمين الحفظ المنصوص عليها في المادة 5 من قانون القيد والإيداع المركزي 93 / 2000 . كما يلتزم بأن يمكن المالك المستفيد من جميع الحقوق التي تنتجها الورقة وعلى الأخص الحقوق المالية ، بما في ذلك عوائد تلك الأوراق وناتج التصرف فيها وذلك خلال اليوم التالي على الأكثر من حصوله عليها والمعلومات المتعلقة بها التي يفصح عنها مصدر الورقة، ويلتزم بتعليمات المالك المستفيد بالنسبة إلى التصويت عن الورقة والتصرف فيها ، وتؤول حصيلة التصرف إلى المالك المستفيد. وفي جميع حالات انقضاء شخصية المالك المسجل أو إفلاسه، ينتقل تسجيل الأوراق المالية إلى المالك المستفيد .

وتعد شركة التوريق باعتبارها مالك قانوني للأصول ملفا خاصا لكل مالك مستفيد يسجل فيه البيانات المتعلقة به وحركة حسابه وتعاملاته، يكون تعامل مصدر الورقة المالية مع المالك المسجل، ويكون تعامله على هذا النحو مبرراً لذمته المادة (7) من القانون المشار اليه.

ويطابق مركز شركة التوريق في هذه الحالة دور أمين الترتت في النظام الأنجلوأمريكي ، إذ أنه يمسك الملكية القانونية لمحفظة التوريق، وهي لم تدخل في ذمته ولا تخضع لدائني الشركة كما أنها خرجت من ذمة الناقل ولم تدخل الذمة الأصلية لشركة التوريق فابتعدت شركة التوريق عن الإفلاس بشأنها، كما تتطلب وكالات التقدير ذلك في الأمين. ومن ثم يضحى غير مفهوم النص في المادة 41 مكرر 2 / 3 القانون رقم 92 / 95 (...) ولا تدخل في الذمة المالية لشركة التوريق ولا في الضمان العام لدائني المحيل (أو الشركة ..) إذ يعني نظام المالك القانوني دخول متعلقات عملية التوريق في ذمته ومع ذلك فهي لا تختلط بذمته الأصلية، بما يعني عزها من أصول ذمته لصالح حملة السندات. وهي على هذا النحو لا تخضع للإفلاس كلما تعرض الأمين في ذمته الأصلية للإفلاس وتكون الأصول معزولة تمام من دائني

1 - نصت المادة (6) من القانون 93 / 2000 على أنه " لا يجوز أن يكون مالكا مسجلاً إلا بنوك الإيداع والجهات التي تمارس أنشطة أمناء الحفظ أو إدارة محافظ الأوراق المالية أو أي نشاط آخر يصدر به قرار من الوزير المختص بعد أخذ رأى الهيئة" . وعلى كل ملك مسجل أن يقيد اسمه وبياناته في سجل تعده الهيئة لهذا الغرض ويحدد مجلس إدارة الهيئة قواعد وإجراءات القيد به.

الشركة وداخلي المحيل. كما أن متعلقات عملية التوريق وإن كانت من ناحية أخرى ملكا لحملة السندات كما جاء بالنص سالف الإشارة إليه (من إنه وتكون المبالغ والمستندات والأوراق المالية والتجارية المودعة لدى أمين الحفظ وفقا لهذه المادة ملكا لحملة السندات) فإن ذلك من شأنها تخويل حملة السندات كافة الحقوق التي توفرها لهم سندات التوريق وفقا لما جاء بنشرة الاكتتاب فى السندات. ومن ثم، فإذا كان القانون المصري لم يتبن نظام الترتت صراحة، فإنه لا يسعنا بالاعتماد على العناصر الجوهرية المتوفرة فى التوريق فى القانون المصري، إلا القول بأن ذلك القانون أقام التوريق على قاعدة ملكية الترتت. ويضحي إتباع المشرع لنظام ازواج الملكية محققا لأغراض الاستثمار فى الحقوق الآجلة. حيث يمكن عن طريقه تحقيق البيع الحقيقي للأصول مع إمكانية أن تمسك شركة التوريق أصول للمنشئ على سبيل الضمان الاحتياطي للمستثمرين (محفظة التوريق) كذمة مالية مخصصة والتي قد ينشأ بمقتضاها حق للمنشئ على فائض تلك الأصول .

الفرع الثاني أمين الحفظ

بينا فيما سبق، أن شركة التوريق يمكن يشارك فيها أمين الحفظ بأي نسبة أو لمن يختار، أو يرتبط معه باتفاق أو يكون معه مجموعة مرتبطة (1)، على أن يتم الإفصاح عن ذلك للهيئة عند تقديم طلب التأسيس. لذلك، فإن أمين الحفظ قد يكون شريكا لشركة التوريق فى عملية التوريق.

ويجب أن يكون أمين الحفظ مرخصا له وفق قانون الإيداع والقيود المركزي رقم 93 / 2000 بممارسة هذا النشاط. وقد قصر القانون هذا النشاط على 1- البنوك المسجلة لدى البنك المركزي 2- الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية 3- والشركات المرخص لها بمزولة نشاط المالك المسجل على ألا يقل صافى حقوق المساهمين فيها عن عشرة ملايين جنيه ولا يجوز مباشرة نشاط الحفظ إلا بعد الحصول على ترخيص من الهيئة بعد التيقن من توافر الشروط المتطلبية (2).

وإذ يعد أمين الحفظ طبقا للمادة 19 من هذا القانون المشار إليه من بين أعضاء الإيداع المركزي، بحسبان أنه من الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية (3). فإنه فضلا عن أنه يخضع للقواعد التي تنظم

¹ - ويقصد بالمجموعة المرتبطة فى القانون المصري كل مجموعة من العملاء تكون خاضعة للسيطرة الفعلية لنفس الأشخاص الطبيعيين أو لذات الأشخاص الاعتبارية أو يجمع بينهما اتفاق على التنسيق عند التصويت فى اجتماعات الجمعيات العامة للشركات أو مجالس إدارتها ويجب على أمين الحفظ إخطار الهيئة والبورصة وشركة الإيداع والقيود المركزي بأى مجموعة مرتبطة سوف تتعامل معها راجع فى ذلك المادة 294 / 3 من القرار رقم 192 لسنة 2005 وزارة الاستثمار الصادر بتعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادرة بالقرار رقم 135 / 1993

² راجع المواد 47- 48 من قانون القيد والإيداع المركزي رقم 93 / 2000

³ - قرار وزير التجارة الخارجية رقم 554 لسنة 2002 الوقائع المصرية العدد 224 تابع (أ) فى 29 / 9 / 2002 ولا يجوز لشركة الإيداع المركزي أن تباشر نشاط أمناء الحفظ () فقد عدل القرار رقم 554 لسنة 2002 المادة 46 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 93 / 2000 والتي كانت تجيز لشركة الإيداع أن تباشر نشاط أمناء الحفظ بنفسها أو عن طريق وكلاها من الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية وأجازت الترخيص بمزولة هذا النشاط للشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية.

نشاط أمناء الحفظ بقانون الإيداع والقيود المركزي ولائحته التنفيذية، يخضع لقانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية وقرارات هيئة الرقابة المالية .

وبينما يرتبط أمين الحفظ بشركة التوريق باتفاق في مرحلة إصدار السندات، فإن دوره في عملية التوريق يبدأ فعليا من تنفيذ شركة التوريق الواجب الملقى عليها بإيداع (1) متعلقات عملية التوريق في خلال ثلاثة أيام من انعقاد الاتفاق النهائي للحوالة. وقد أناط القانون بأمين الحفظ في عملية التوريق القيام بمهام معينة وألقي عليه واجبات خاصة. فعليه الوفاء بالقيمة الاسمية للسندات التي تصدرها شركة التوريق والعائد عليها من حصيله الحقوق الناشئة عن محفظة التوريق (2). واستثمار المبالغ الموعدة لديه بعد موافقة شركة التوريق وفقا للشروط والأوضاع التي تحددها اللائحة التنفيذية. وألقي عليه القانون واجبات معينة تمثلت في أفراد حسابات مستقلة لكل عملية توريق، وإمسك الدفاتر والسجلات والحسابات. وأخيرا إعداد تقريرا شهريا بشأن محفظة التوريق، فيما يعرف بواجب الإفصاح. لذا سنوزع دراسة أمين الحفظ على ثلاثة عضون

الفصل الأول

نشاط أمين الحفظ

ولئن كان النشاط الرئيسي لأمين الحفظ يتمثل في حفظ وإدارة القيوود الحسابية، إلا أن قانون سوق رأس المال أعطاها بصدد عملية توريق الأصول وظيفه ليست من بين وظائفه المعتادة بمقتضى المادة 41 مكررا (2) / 4 وبينت ذلك المادة 310 من اللائحة التنفيذية للقانون فبجانب القيام بالحفظ وما يستتبعه، يقوم بسداد حقوق حملة السندات، واستثمار المبالغ الموعدة، واستثمار الفائض بعد موافقة شركة التوريق.

1 - حفظ سندات التوريق

بايداع الأوراق لدى شركة الإيداع المركزي (3) تنفيذا لما يوجبه قانون القيد والإيداع المركزي المشار اليه تتحول تلقائيا إلى قيوود في حساب (4). ومادامت تحولت تلك الأوراق إلى حسابات فمن الضروري إسناد مهمة حفظ هذه الحسابات إلى أحد أمناء الحفظ ليتولى حفظ وإدارة القيوود الحسابية. وذلك، تأمينا لسلامة وصحة

¹ - المادة 41 / 2 من القانون 143 لسنة 2004 وتلتزم شركة التوريق بإيداع المستندات الدالة على حوالة محفظة التوريق، والمبالغ التي يتم تحصيلها بعد خصم مستحقات شركة التوريق ومصاريف عملية التوريق، وذلك لحساب حملة السندات لدى أمين للحفظ مرخص له، وفقا لأحكام قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية الصادر بالقانون رقم 93 لسنة 2000.

² - راجع المادة 310 من القرار الوزري رقم 139 / 2006

³ - المادة 16 من القانون رقم 123 لسنة 2008 تقيد الاوراق المالية في جداول البورصة بناء على طلب الجهة المصدرة لها

⁴ - وتتماثل الاوراق المالية التي تم ايداعها لدى الشركة والمزيا التي تنتجها وتحل محل بعضها اذا كانت من ذات النوع والاصدار والعملة ولايكون لاي عضو من اعضاء الايداع المركزي التمسك بحق او التزم على اوراق بذاتها. وتسرى احكام الفقرة السابقة بالنسبة الى الملاك المستفيدين لاوراق مالية لها مالك مسجل واحد ويمتنع على اصحاب تلك الاوراق التعامل عليها أو اقتضاء أي حقوق ناشئة عنها إلا عن طريق القيد الدفترى لدى شركة الإيداع وتنقل ملكيتها بالتحويل من حساب إلى حساب انظر في مفهوم التحويل الحسابي وطبيعتها القانونية الدكتور هشام فضلى - تداول الاوراق المالية والقيد في الحساب ط 2005 ص181 راجع المادة الخامسة من مواد اصدار قانون الايداع والقيود المركزي

القيود التي تجرى في هذه الحسابات. ومن ثم، أوجب قانون سوق رأس المال على شركة التوريق ايداع كافة متعلقات التوريق لدى أمين الحفظ .

وينصرف مفهوم الحفظ إلى الحفظ المادي للقيود الحسابية، والحفظ القانوني لحقوق العميل التي تمثلها تلك القيود⁽¹⁾. ولذلك، يلتزم أمين الحفظ باتخاذ كافة الإجراءات والتدابير المنصوص عليها في المادة 8 من اللائحة التنفيذية لقانون القيد والإيداع المركزي 93 / 2000. كما يتعين على أمين الحفظ، وإعمالاً للالتزام بالحفظ، عدم استعمال الحقوق الناشئة عن الأوراق المالية للعملاء إلا بإذن خاص منهم (مادة 31 من اللائحة التنفيذية للقانون المشار إليه).

وبينما تنص المادة 30 / 3 من ذلك القانون على أن نشاط أمناء الحفظ يتناول حفظ الأوراق المالية والتعامل عليها وإدارتها باسم وإصالح المالك أو باسم الملك المسجل لصالح المالك المستفيد وذلك كله تنفيذاً لتعليمات العميل وفي حدودها. فإن المادة 31 من ذات القانون تنص على التزام أمين الحفظ وهو بصدد نشاطه في حفظ الأوراق المالية بما يلي 1- أن يفصل بين الأوراق المالية والحسابات الخاصة به وبين ما يخص عملائه مع إمسك سجلات بذلك 2- إضافة وخصم المدفوعات الناتجة عن التعامل على الأوراق المالية وإدارتها في الحساب الخاص بكل عميل 3- ر. الأوراق المالية للعميل ومال له من مبالغ نقدية وذلك بناء على طلبه. غير أن مصطلح الر: منتقد لكونه ير: على الأوراق المالية المادية وبعد قانون الإيداع والقيد المركزي أصبحت تلك الأوراق من ظلال الماضي إذ تحولت إلى قيوداً حسابية.

2- تحصيل الحقوق وسداد مستحقات حملة سندات التوريق

بينما لم يحدد المشرع صراحة في المادة 41 مكرراً (2) من القانون رقم 95 / 1992 من المنوط به الوفاء بالقيمة الاسمية للسندات التي تصدرها شركة التوريق، إلا أن الوفاء بقيمة تلك السندات يكون من حصيلة محفظة التوريق.

وبينما يتولى المحيل أو غير، في حال الاتفاق على ذلك، طبقاً للمادة 41 مكرراً (1) / 3 من القانون المشار إليه، تحصيل الحقوق والمستحقات المحالة ومباشرة حقوق شركة التوريق في مواجهة المدينين لصالح حملة السندات التي تصدرها الشركة بصفته نائبا عنها ، فإن المادة 41 مكرراً (2) / 3 منه ألزمت شركة التوريق بإيداع المستندات الدالة على حوالة محفظة التوريق والمبالغ التي يتم تحصيلها بعد خصم مستحقات شركة التوريق لدى أمين الحفظ. وتنفيذاً لذلك نصت المادة 309/ هـ من اللائحة التنفيذية للقانون (2) على شركة التوريق أن تسلم لأمين الحفظ إقراراً بالتصريح له بتسليم الجهة المسؤولة عن تحصيل الحقوق المحالة للمستندات اللازمة لتمكينها من التحصيل. لذا، فإن عبء سداد مستحقات حملة سندات التوريق ينتقل إلى أمين الحفظ. وهذا، ما أوضحته المادة 310 من اللائحة التنفيذية للقانون بالنص على أنه " لا يجوز لأمين الحفظ استخدام حصيلة الحقوق الناشئة عن محفظة التوريق لغير سداد مستحقات حملة سندات التوريق وذلك بعد خصم العمولات والمصاريف والأتعاب المقررة، وبما لا يجاوز ما تم تحديده في نشرة الاكتتاب أو في شروط

¹ - الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 183

² - القرار رقم 46 / 2004

الإصدار بحسب الأحوال. ويتعين على أمين الحفظ إخطار المحيل والجهات الضامنة للسداد إن وجدت وحملة السندات فور حدوث ما يمكن أن يعوق أو يعطل سداد مستحقاتهم في المواعيد المقررة.

3- استثمار المبالغ المودعة والفائض

وإذا كان لأمين الحفظ بمقتضى المادة 30 من القانون 93 لسنة 2000 إدارة الأوراق المالية والتي تندرج في إطار نشاطه بالحفظ، فإن هذه الإدارة هي يقتضيها حفظ القيود الحسابية وليست الإدارة بحسبانها سياسة استثمارية تهدف إلى تعظيم قيمة المحفظة وتحقيق أهداف العميل الاستثمارية، وعلى خلاف ما يفهم من المادة السادسة من القانون المشار إليه من أن نشاط إدارة محافظ الأوراق المالية كنشاط مستقل يختلف عن مصطلح إدارة الأوراق المالية، فإن المادة 41 مكررا (2) / 4 من القانون رقم 95 / 1992 أجازت لأمين الحفظ استثمار هذه المبالغ بعد موافقة شركة التوريق باعتبارها المالك القانوني لأصول عملية التوريق المودعة (41 مكررا (2) / 5) ووفقا للشروط والإجراءات التي تحددها المادة 310 (1) من اللائحة التنفيذية للقانون والتي أوضحت كيفية استثمار هذه المبالغ، وحددت مجالات استثمارها بنوعين من الأوراق المالية هما أذون الخزنة أو في ودائع لدى البنوك المسجلة لدى البنك المركزي. لذا، فإنه تثبت لأمين الحفظ في عملية التوريق إدارة محفظة التوريق إدارة استثمارية تخرج عن حدود إدارة الأوراق المالية التي يقتضيها نشاط الحفظ. وما يؤكد أن للأمين تلك الإدارة الاستثمارية لمحفظة التوريق، والتي يعينها مصطلح إدارة محافظ الأوراق المالية، هو أن تلك اللائحة أجازت لأمين الحفظ أن يعهد باستثمار فائض المبالغ لديه لإحدى شركات إدارة محافظ الأوراق المالية متى كانت نشرة الاكتتاب تسمح بذلك.

الفصل الثاني

واجبات أمين الحفظ

وتتمثل واجبات أمناء الحفظ في إطار عملية التوريق فيما يلي

1 - أفراد حسابات خاصة لعملية توريق

¹ - القرار رقم 139 / 2006

يجب على أمين الحفظ أن يفرز حسابات مستقلة لكل عملية توريق، ولا يجوز الخلط أو الدمج أو المزج بين حساباته الخاصة وبين حسابات عمليات التوريق أو بين بعضها البعض وأية حسابات أخرى (مادة 311 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 / 1992).

ويجب أن يفرز لكل عملية توريق الحسابات الآتية :- حسابا لسداد أصل سندات التوريق ، وحسابا لسداد العائد المستحق على السندات، وحسابا لإدارة استثمار الفائض من حصيلة الحقوق المحالة. ويجب أن يمسك أمين الحفظ سجلا لكل عميل يتضمن ما يلي أسم أو مهنة العميل ومحل إقامته وشكله القانوني وجنسيته بيان ما إذا كان العميل يتعامل باسمه وإصلحه أو باعتباره مالكا مسجلا يتعامل لصالح ملاك مستفيدين، العنوان التي يتم مراسلة العميل عليه، أسماء وصفه من لهم حق التوقيع عن العميل أو تمثيله لدى أمين الحفظ، ويتعين الحفاظ على سرية البيانات المتعلقة بالعميل وعدم السماح للغير بالاطلاع عليها وذلك بمراجعة ما قد تطلبه الهيئة والشركة والجهات المختصة من بيانات، ويعتبر الالتزام الأساسي لأمين الحفظ هو إمساك حساب العميل والذي يعكس حركة التعاملات على ما يملكه من قيود حسابية تمثل أوراقه المالية. ويقتضى تنفيذ هذا الالتزام في إطار عملية التوريق كما قدمنا إبداع كافة متعلقات عملية التوريق كما ورد النص عليها في المادة 309 من اللائحة التنفيذية للقانون المشار إليه .

ويجب أن يسلم أمين الحفظ إلى عمليه وثيقة مثبتة للمعلومات المتعلقة بالقيود الحسابية الممثلة للأوراق المالية في حسابه. كما يجب على أمين الحفظ أن يقوم بتسجيل أوامر البيع أو الشراء ومتابعة تنفيذها (1). وله مراجعة صحة الحساب مع شركة السمسرة قبل تنفيذ أو أمر العميل(2) .

3 - إمساك الدفاتر والسجلات(3) والحسابات

نصت المادة 313 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال 95 / 1992 على أمين الحفظ أن يمسك سجل تحليلي للمدينين بالحقوق المحالة حسب تواريخ استحقاق ونوع الضمانات المقدمة من كل منهم ، دفتر أستاذ مساعد يوضع المبالغ المستحقة على كل مدين والمبالغ المسددة منه ورصيد المستحق، سجل الأوراق التجارية التي استحق موعد تحصيلها ولم تحصل، بيان بالمبالغ المحصلة، حساب إيرادات أمين الحفظ عن مزولة نشاط متابعة التوريق. ولممثل جماعة حملة سندات التوريق بناء على إخطار كتابي لأمين الحفظ لا تقل مدته عن أسبوع طلب الاطلاع على تلك الدفاتر خلال أوقات العمل الرسمية لدى أمين الحفظ .

4 - واجب الإفصاح

¹ - راجع المواد 13- 14 - 19 - 26 من القانون رقم 93 / 2000

² - راجع ملحق اللائحة التنفيذية للقانون رقم 93 / 2000 المواد 12- 14 ، 19 ، 25- 27 ، 33

³ - يعتبر إمساك السجلات أوراق مالية من الأنشطة التي تتصل بمجال الأوراق المالية التي يمكن أن تباشرها الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية على أن يكون الحد الأدنى لرأس المال المصدر اللازم لمباشرة هذا النشاط مليون جنية نقدا لا يقل المدفوع منه عن النصف راجع المادة 1 من القرار رقم 891 لسنة 1995 قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية ومنشور في الجريدة الرسمية العدد 17 في 20 / 1 / 1996 وقد حلت سجلات الأوراق المالية محل سجلات ملكية أوراق الآلية لدى جهة الإصدار بصدور قانون القيد والإيداع المركزي 93 / 2000

بينما أجمت المادة 52 / 5 من اللائحة التنفيذية لقانون القيد والإيداع المركزي (1) ولم تحدد على وجه الدقة ما يلتزم به أمين الحفظ تجاه العميل بنصها على موافاة العميل بشكل تفصيلي وبصفة دورية وإلى كل عميل على أن يتضمن الكشف العمليات التي تم تنفيذها ورصيد العميل، فإن المادة 312 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 / 1992 أوجبت على أمين الحفظ أن يعد تقريراً شهرياً بشأن محفظة التوريق يجب أن يتضمن المبالغ التي تم تحصيلها في فترة التقرير، ما تم سداده من مستحقات حملة السندات، العمولات والمصروفات التي تم خصمها، فائض الأموال المودعة لدى ومجالات استثمار، وما تم رده من الفائض إلى محيل المحفظة، حالات التأخير أو الامتناع عن السداد والإجراءات التي تمت بشأنها، كل ما يمكن أن يؤثر على جودة الضمانات المتصلة بالحقوق المحالة تأثيراً جوهرياً، أي تغيير بشأن الاتفاق مع أمين الحفظ أو الجهة المسؤولة عن تحصيل الحقوق والمستحقات المحالة بما لا يؤثر على حقوق حملة السندات، ويجب إخطار الهيئة بهذا التقرير وكذا حملة السندات أو من يمثلهم بعد اعتماده من مراقب الحسابات.

5 - واجب الأمانة

ويعنى ذلك أن يباشر الأمين السلطات المخولة له بقصد تحقيق مصلحة العميل وليس تحقيق مصلحته الشخصية أو مصلحة الغير وأن يمتنع على كل عمل يمكن أن يسبب ضرراً للعميل وأن يلتزم بالحيدة تجاه كل من تتشابه أوضاعهم من عملائه ويلتزم بعد إفشاء الأسرار المتصلة بعمله (2).

الفصل الثالث

المركز القانوني لأمين الحفظ

لبيان المركز القانوني لأمين الحفظ في عملية التوريق يجب علينا التذكير بأن شركة التوريق ملزمة قانوناً، وعقب إبرام الحوالة النهائية أن تودع ستة مستندات عددهم المادة 309 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال تتمثل في :- أ - نسخة أصلية من اتفاق حوالة محفظة التوريق ب- نسخة أصلية من الاتفاق بين شركة التوريق والمحيل أو من تم الاتفاق معه على تحصيل الحقوق على أن يتضمن التكليف بتوريد الحصيلة إلى أمين الحفظ فور تحصيلها ج - الاتفاقات المنشئة للحقوق المحالة (د) المستندات المثبتة للحقوق والضمانات المحالة بما في ذلك الأوراق التجارية والكفالات وأي ضمانات أخرى (هـ) إقرار بالتصريح لأمين الحفظ بتسليم الجهة المسؤولة عن تحصيل الحقوق المحالة المستندات اللازمة لتمكينها من القيام بالتحصيل. (و) - نسخة أصلية من نشرة الاكتتاب في سندات التوريق

ومن الجدير بالذكر أن من بين تلك المستندات ما لا ينطبق عليه وصف الإيداع أو التسليم حيث يثبت فيها حق لأمين الحفظ فهي ليست مستندات لصالح شركة التوريق بشكل خالص كتسليم نسخة أصلية من نشرة الاكتتاب في سندات التوريق فهذه النسخة هي من تعطيه الصفة في تسلم حقوق محفظة التوريق.

1 - المادة 52 من اللائحة التنفيذية لقانون القيد والإيداع المركزي الصادر بقرار وزارة التجارة الخارجية رقم 906 لسنة 2001 وللصادر باصدار اللائحة التنفيذية لقانون القيد والإيداع المركزي 93 / 2000 المنشور في الوقائع المصرية - العدد 274 تابع (

أ) في 29 نوفمبر سنة 2001

2 - المادة 56 من قانون الإيداع المركزي 93 / 2000

وعلى أى حال، قد لا يبقى عمليا لدى أمين الحفظ غير المستندات المثبت لحقه فى العملات المتفق عليه بينه وبين شركة التوريق كمنشأة الاككتاب، إلا الإقرار بالتصريح لأمين الحفظ بتسليم الجهة المسؤولة عن تحصيل الحقوق المحالة للمستندات اللازمة لتمكينها من القيام بالتحصيل فجميع المستندات الأخرى تشملها عبارة المستندات اللازمة لتمكين الجهة المحصلة من التحصيل. لذا، يقتصر عمل أمين الحفظ فى متابعه تحصيل حقوق حافظة التوريق، على احتفاظها بالقيود الحسابية التي تتحول إليها الأوراق المالية بعد قيدها فى البورصة وإيداعها لدى شركة القيد والإيداع المركزى والقيام بما فرضه عليه القانون تجاه ما يجب أن يقوم به بشأنها من سداد حقوق المستثمرين بعد خصم العملات ومصاريف عملية التوريق. واستثمار فائض المبالغ المودعة لديه فى اذون للخرنثة أو فى ودائع لدى البنوك المسجلة لدى البنك المركزى وله أن يعهد بذلك إلى إحدى شركات إدارة محافظ الأوراق المالية متى كانت منشأة الاككتاب فى سندات التوريق تسمح بذلك.

وبالبناء على ما تقدم يمكن عد أمين الحفظ بمثابة شركة الإدارة التنفيذية لعملية التوريق. إذ يقتصر دور شركة التوريق على إصدار السندات وإدارة هذه المرحلة إداريا وإلى الاككتاب الكامل فى السندات، وبعدها يتولى أمين الحفظ الدور التنفيذي لعملية التوريق الذي يدوم إلى أن يحصل حملة السندات على كافة حقوقهم من الأصل والعائد عليها .

وكن ما الطبيعة القانونية للعلاقة ما بين شركة التوريق وأمين الحفظ بالنظر إلى المهام المسندة إلى أمين الحفظ أولا - وفيما يتعلق باستثمار فائض المبالغ المودعة لديه يمكن القول أن علاقتهما فيما يتعلق بها تتمثل فى عقد إدارة محافظ أوراق مالية وما يؤكد ذلك الدور أن استثمار هذا الفائض ليس نتيجة طبيعة لمهمة الحفظ الموكلة إلى أمين الحفظ بالأساس، بل أن قيامه بهذا الدور مرهون على موافقة شركة التوريق متى كانت منشأة الاككتاب تسمح بذلك. غير أن ما ورد فى الفقرة (د) من المادة 312 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 / 92 ، من أنه يجب أن يتضمن التقرير الملتمزم باصدار، أمين الحفظ، كواجب الافصاح، ما تم ربه من الفائض الى محيل المحفظة، يثير التساؤل هنا حول طبيعة العلاقة بين أمين الحفظ ومحيل محفظة التوريق .

أما فيما يتعلق بعلاقة أمين الحفظ بشركة التوريق بشأن السندات وما تغله من حقوق لحملتها، فلا يمكن حسب الرأى الراجح (1) اعتبار علاقة أمين الحفظ بشركة التوريق علاقة وديعة كاملة نظرا للطبيعة الخاصة للأوراق المالية موضوع الإيداع وكونها من المثليات التى تقوم مقام بعضها فى التعامل. فإيداع هذه الأوراق المالية تتحول الى قيود حسابية (دفترية) تنتقل ملكيتها بالتحويل من حساب إلى آخر، ولا يجيز القانون إعادة تحول الورقة المالية من الشكل الحسابى إلى شكل الدعامة المادية القديمة. فالتحول إذا إلى الشكل الحسابى أمر ملازم من ناحية (مادة 11 من قانون القيد والإيداع المركزى) وغير قابل للالغاء من ناحية أخرى، وهو أمر يقطع بتخلف عنصر الر: فى علاقة العميل بأمين الحفظ ماسك الحساب(2).

كما أن أمين الحفظ وفقا للمادة الخامسة من قانون القيد والإيداع المركزى ليس حائز لأوراق المالية إذ تنص هذه المادة على أن لمالك الورقة المالية جميع الحقوق التى تنتجها ملكيته لها، وله كافة سلطات المالك

1- الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 143

2- نفس المرجع ص 147

على القيود الحسابية التي تمثل أوراقه. ومن ثم، فهو وحده من يملك التصرف فيها أو أن يغلق الحساب نهائياً ، وإذا كان صحيحاً أن ممارسة مالك الأوراق المالية لسلطاته تتطلب تدخل شخص آخر هو ماسك الحساب والذي تكون له الحيازة المادية على القيود الحسابية، فإن أمين الحفظ لا يعدو في ذلك إلا أن يكون حائزاً بالوساطة لصالح ذلك المالك. فإذا كانت تصح الحيازة بالوساطة متى كان الوسيط يباشرها باسم الحائز وكان متصلًا به إتصلاً يلزمه الائتثار بأوامر، فيما يتعلق بالحيازة⁽¹⁾ وكانت المادة 31 من قانون القيد والإيداع المركزي قد جرت على أنه يجب على أمين الحفظ أن 1- أن يفصل بين الأوراق المالية والحسابات الخاصة به، وبين ما يخص عملائه مع إمساك سجلات بذلك 2- إضافة وخضم المدفوعات الناتجة عن التعامل على الأوراق المالية وإدارتها في الحساب الخاص بكل عميل 3- ر: الأوراق المالية للتعامل وما له من مبالغ نقدية وذلك بناء على طلبه، فإن ماسك الحساب يباشر الحيازة المادية للقيود الحسابية بالوساطة عن مالك الأوراق حيث أنه يباشرها بأسم الحائز ولا شك في أن ذلك الحائز متصل به من خلال حقوقه على القيود الحسابية إتصلاً من شأنه الائتثار بأوامره فيما يتعلق بهذه الحيازة.

وإذ ينتفى عنصر الز. والحيازة، على النحو المتقدم، لدى أمين الحفظ بالنسبة للقيود الحسابية التي تمثل الأوراق المالية، فلا يتصور مع تعريف عقد الوديعة (مادة 718 مدني) بأنه عقد يلتزم به شخص أن يتسلم شيئاً من آخر على أن يتولى حفظ هذا الشيء وعلى أن يرده عينا، أن يكون ما يربط بين شركة التوريق وأمين الحفظ علاقة الوديعة.

وعلى أي حال، فبينما يكفى قالب عقد الوكالة في وصف علاقة أمين الحفظ بشركة التوريق بالنظر إلى ملكية شركة التوريق لأصول عملية التوريق. إذ يمكن عد أمين الحفظ وكيلًا لشركة التوريق. فإيداع الأوراق المالية وتحويلها إلى قيود حسابية يؤدي أمين الحفظ لعمليه صاحب الحساب مجموعة من الخدمات من بينها حفظ القيود الحسابية، وإمسالك الحساب، وإجراء القيود الصحيحة وكلها عمليات تجعل عقد الوكالة هو الأقرب إلى تكييف علاقتهما، ومع ذلك يتخلف في حقه عنصر الز. بالإضافة إلى إنه لا يبقى لديه أية مستندات خاصة بمحفظه التوريق فجميعها يسلمها بالاتفاق بينه وبين شركة التوريق لمن يقوم بتحصيل حقوق محفظة التوريق وما يبقى لديه من مستندات له حق ثابت فيها، وينبنى على ذلك أنه لا يمكن إثارة مسؤولية أمين الحفظ جنائياً على سند من نص المادة 341 عقوبات، إلا أنه لا يمكن الركون إلى عقد الوكالة لتفسير ما يقوم به أمين الحفظ من ر: الفائض للمحيل في ضوء البيع الحقيقي منه لمحفظه التوريق وفي ضوء ملكية حملة السندات لجميع متعلقات التوريق المودعة لدى أمين الحفظ. فإذا كانت معاملات التوريق قد جرت على أن المحيل غالباً ما يحيل أصول تزيد عن مستحقات حملة السندات، فإن ما ضمن حق المحيل في فائض الأصول في النظام الأنجلو أمريكي هو الاستعانة بنظام الترت كماً قدمنا، وهو ما لم يتوافر في النظام القانوني المصري . ولذا فإن القوالب التعاقدية تبقى غير كافية لتكييف علاقات عملية التوريق.

المطلب الثاني

تقدير أداة التوريق في القانون المصري

¹ - تنص المادة 951 مدني / 1 " تصح الحيازة بالوساطة متى كان الوسيط يباشرها باسم الحائز وكان متصلًا به إتصلاً يلزمه الائتثار بأوامر، فيما يتعلق بالحيازة "

مدى اتفاق أداة التوريق مع نظيرتها فى التوريق المقارن)

من محاسن ثمار البحث فى القانون المقارن هو تحسين القانون الوطنى، أو محاولة إدخال نظام مستحدث على علم بآلياته التى يعمل بها، مما يكون له شأن كبير فى النجاحات التى نأمل تحقيقها من هذا النظام، ويتأتى ذلك بمعرفة المحددات الجوهرية لإشكاليات تنظيمه أو نقاط تقاطع هذا النظام الأجنبي مع النظام القانونى المصرى، ومن تلك المعرفة يمكن صياغة الحلول المناسبة، بإجراء تغييرات، أو تعديلات ملائمة على بعض نظم القانون القائمة يكون من شأنها أن تؤدى إلى العمل بالنظام المستحدث وكأنه جز راسخ من نظامنا القانونى .

وحيث وضعت وكالات التصنيف العالمية معايير يجب أن تستوفىها أداة التوريق كي تكون مؤهلة للعمل فى صنفات التوريق، سواء آكانت هذه الأداة فى صورتها النظامية أو التعاقدية، فلا يفوتنا التنويه إلى أن هدف هذه المعايير لا يخرج عن إبعاد أداة التوريق عن الإفلاس لحماية المستثمرين.

وإذ رأى المشرع المصرى العمل بنظام التوريق ضمن أنظمتة القانونية وفق آلياته المعمول بها فى القانون المقارن، فقد عمد إلى الإحاطة بمتطلباته الجوهرية من ناحية إنشاء أداة التوريق، وانحاز بشأنها إلى الشكل النظامى على حساب الشكل التعاقدى. فهل أصاب المشرع المصرى ؟ وأحدث تقارباً مع نظام التوريق المقارن، أم مازل الأمر يحتاج إلى مزيد من التدخل، والتعديل حتى نصل إلى تطبيق التوريق كما يجرى فى بلد النشأة. وفى محاولة سبر أغوار تجربة تطبيق التوريق فى النظام القانونى المصرى، فيما يتعلق بتطبيق أداة التوريق. نتأمل مظاهر التوافق والاختلاف بينها وبين نظيرتها فى التوريق المقارن. لذا، نقسم الدراسة فى هذا المبحث إلى مطلبين كالتالى :-

الفرع الأول : مظاهر توافق أداة التورق مع نظيرتها فى التوريق المقارن

الفرع الثانى : مظهر اختلاف أداة التوريق مع نظيرتها فى التوريق المقارن

الفرع الأول

مظاهر توافق أداة التورق مع نظيرتها فى التوريق المقارن

تتمثل مظاهر تقارب أداة التوريق المصرية مع نظام التوريق المقارن فى ما حققه لها المشرع المصرى من إبعادها عن الإفلاس تنظيمياً، وحمايتها من الإفلاس تشريعياً وضمان حماية المستثمرين .

أولاً - إبعاد شركة التوريق عن الإفلاس

رأينا من خلال دراستنا للتوريق فى القانون المقارن أن الدول التى عملت به حرصت على أن يكون لأداة التوريق غرض خاص، وهو العمل على تلقى الأصول من المنشى أو الناقل وهيكلتها فى صورة سندات وطرحها للمستثمرين. ويصب معيار الغرض الخاص فى اتجاه إبعاد أداة التوريق عن الإفلاس بحسب نصوص تنظيمها .

وقد توافق المشرع المصري مع نظام التوريق المقارن في إبعاد شركة التوريق عن الإفلاس، بحسب نصوص تنظيمها، فيما يتعلق بتحديد غرض خاص لهذه الشركة. فقد نصت المادة 41 مكرراً (1) من القانون 95 / 92 على أن " تزول شركة التوريق نشاط إصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات أجله الدفع بالضمانات المقررة لها،..... ويقتصر غرض هذه الشركة على مزوثة النشاط المشار إليه دون غير، ، ولا يجوز بغير ترخيص من مجلس إدارة الهيئة أن يحال إلى الشركة أكثر من محفظة توريق واحدة، أو أن تقوم بأكثر من إصدار واحد للسندات، وذلك طبقاً للقواعد والإجراءات التي يصدر بها قرار من مجلس الإدارة (1)".

ولذا، فإن المشرع حقق لشركة التوريق معيار الغرض الخاص بأن جعل لها نشاطاً وحيداً هو إصدار السندات القابلة للتداول (2) وليس لها نشاط غير. وبينما الزمها بالوفاء بالقيمة الأسمية لسندات التوريق والعائد عليها من حصيلة محفظة التوريق، فإنها تودع كل متعلقات عملية التوريق لدى أمين الحفظ في خلال ثلاثة أيام من قفل باب الاكتتاب. ومن ثم، ينتقل عبء تحصيل الحقوق إلى أمين الحفظ، بما يعنى عدم إمكانية لجوءها للاقتراض للوفاء بحقوق حملة السندات، ولا يعد، بهذا الصدد، لجوؤها إلى الضمانات الاتفاقية من هذا القبيل، ويشير ذلك إلى عدم تحملها بالتزامات مالية أخرى قد تؤدي بها إلى الإفلاس.

وأكد المشرع المصري بالقانون رقم 95 / 1992 ولائحته التنفيذية وتعديلاتها على مزوثة شركة التوريق لنشاط وحيد هو إصدار سندات قابلة للتداول لحماية المستثمرين. وأوجب عليها التزامات في هذا الشأن تنبع جميعها من كونها من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية. تمثلت هذه الالتزامات فيما يجب أن يراعى فيها كشركة : من رأس مال وشكل قانوني، وما يجب أن يرفق بإصدار سندات التوريق. وشمل ذلك كافة اتفاقاتها مع أطراف التوريق المختلفة (المادة 303 ، 304 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 / 92). ويدلنا هذا على أن نشاط شركة التوريق نشاط محدد ومقيد بكثير من الاشتراطات التي تهدف في النهاية إلى حماية مستثمري سندات التوريق.

ثانياً - حماية الشركة من الإفلاس

حرص المشرع المصري في إطار حماية المستثمرين على ضرورة استيفاء شركة التوريق لشروط معينة في مرحلة تأسيسها، ومرحلة الترخيص بإصدار سندات، وحتى بعد إصدار سندات والاكتتاب الكامل فيها، واستمرارها في العمل كمالك مسجل، وإلى حين إنتهاء عملية التوريق بالسداد الكامل لأصحاب السندات .

¹ - المادة 133 من القانون 95 لسنة 1992 والمعدل بالقوانين ارقام 10 لسنة 1995 و89 لسنة 1996 و158 لسنة 1998

² - راجع المادة 1/ 15 من القانون 95 لسنة 1992 و تنص هذه المادة على مايلي ((يتم قيد وتداول الأوراق المالية في سوق تسمى بورصة الأوراق المالية))

كما حرص المشرع على ألا يجعل شركة التوريق حرة في مباشرة نشاطها أو في وقفه أو تصفيته على عكس ما توجبه القواعد العامة، فقد حظر قانون سوق رأس المال وبشأن الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية على الشركات التابعة له بوقف نشاطها أو تصفيته، وقيد ذلك بموافقة الهيئة، بعد تحقق قيد موضوعي الغرض منه هو التثبيت من أن الشركة أبرأت ذمتها نهائيا من التزاماتها، وفق ما يضعه مجلس إدارة الهيئة من شروط وإجراءات للتثبيت من ذلك (1).

وقد كفل القانون رقم 95 / 1992 لمجلس إدارة هيئة سوق المال إذا قام خطر يهدد استقرار سوق رأس المال، أو مصالح المساهمين في الشركة، أو المتعاملين معها أن يتخذ ما يراه من التدابير وفقا لنص المادة 31 من ذات القانون (2) محققا حماية المصالح التي يتهدها الخطر.

ثالثا - صندوق الضمان

تبنى المشرع ، في إطار الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة لحماية المستثمرين من خطر إفلاس الشركة، إنشاء صندوق خاص تكون له الشخصية المعنوية، لتأمين المخاطر غير التجارية الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية. وينشأ هذا الصندوق بقرار من رئيس الوزراء بناء على عرض الوزير أو اقتراح مجلس إدارة الهيئة (3).

ويجب أن يتضمن قرار إنشاء الصندوق نظام إدارته وعلاقته بالشركات المشار إليها، ونسبه مساهمة كل منها في موارده، ومقابل التأخير في الوفاء بهذه المساهمة، وأي مبالغ تستحق للصندوق عن المواعيد المحددة للوفاء بها . وكذلك، قواعد إنفاق واستثمار هذه الموارد، والمخاطر التي يؤمنها الصندوق وأسس التعويض عنها (4).

¹ - تنص المادة 33 من القانون 95 / 92 على مايلي "لا يجوز لأية شركة وقف نشاطها أو تصفية عملياتها إلا بموافقة مجلس إدارة الهيئة ، وذلك بعد التثبيت من أن الشركة أبرأت ذمتها نهائيا من التزاماتها وفقا للشروط والإجراءات التي يحددها عناصر إدارة الهيئة"

² - تنص المادة 31 من القانون 95 / 1992 " مجلس إدارة الهيئة هيئة سوق المال إذا قام خطر يهدد استقرار سوق رأس المال أو مصالح المساهمين في الشركة أو المتعاملين معها أن يتخذ ما يراه من التدابير الاتية (أ) توجيه تنبيهه إلى الشركة. (ب) منع الشركة من مزولة كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزولتها.

(ج) مطالبة رئيس مجلس إدارة الشركة بدعوة المجلس إلى الانعقاد للنظر في أمر المخالفات المنسوبة إلى الشركة وأخذ اللازم نحو إزالتها ويحضر اجتماع مجلس الإدارة في هذه الحالة ممثل أو أكثر عن الهيئة .

(د) تعيين عضو مراقب في مجلس إدارة الشركة وذلك للمهلة التي يحددها مجلس إدارة الهيئة ويكون لهذا العضو المشاركة في مناقشات المجلس وتسجيل رأيه فيما يتخذ من القرارات.

(هـ) حل مجلس الإدارة وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتا لحين تعيين مجلس إدارة جديد بالإدارة القانونية المقررة.

(و) إلزام الشركة المخالفة بزيادة قيمة التأمين المودع منها .

³ - المادة 23 من القانون رقم 95 / 1992 والمعدلة بموجب القانون رقم 143 / 2004

⁴ - نفس المادة

فقد نصت المادة 18 من قانون الإيداع المركزي 93 / 2000⁽¹⁾ على أن تنشئ شركة التوريق وتدير صندوقا لضمان الوفاء بالالتزامات الناشئة عن عمليات الأوراق المالية. يلتزم الأعضاء بالاشتراك فيه، ويصدر بنظامه ويقواعد الاشتراك فيه، وبمقابل التأخير عن الوفاء بالاشتراك في ميعاد استحقاقه قرار من مجلس إدارة الهيئة بناء على عرض مجلس إدارة الشركة. كما فرض القانون غرامة تأخير بمقدار 1% على قيمة المبالغ موضوع الالتزامات المتأخرة والناشئة عن عمليات الأوراق المالية عن كل يوم تأخير .

وبما تقدم يكون المشرع المصري قد حقق لشركة التوريق في القانون المصري ما يتطلبه التوريق في القانون المقارن من محدودية النشاط بالغرض الخاص وهو العمل في إصدار السندات على قدر محفظة التوريق المحالة إليها من الممول. كما أنه أخضع هذه الشركة بحسبان أنها من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية لما يصدر، مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية من قرارات منظمة لعملها. و يكون بذلك المشرع المصري قد بدأ متوافقا مع نظام التوريق المقارن مستجيبا لما تتطلبه وكالات التقدير بهدف حماية المستثمرين، فيما يتعلق بطريقة عملها بحسب النصوص المنظمة لذلك.

الفرع الثاني

مظهر اختلاف أداة التوريق مع نظيرتها في التوريق المقارن

قدما أن الولايات المتحدة الأمريكية وضعت من خلال تجربتها الطويلة في العمل بالتوريق مجموعة شروط أمكن رصدها عن طريق وكالات التقدير العالمية، يجب أن تتوفر في شركة التوريق باعتبارها إحدى جانبي الجانب النظامي في عملية التوريق؛ كي تكون بعيدة عن الإفلاس. وأهمها أن شركة التوريق يجب أن تكون مستقلة، ولها ذمتها المالية المنفصلة انفصالا حقيقيا عن منشأها. فقد عملت دول القانون المقارن على استقلال شركة الإدارة عن أمين الترتست وعن منشئ الأصول أو محيلها. وتمثل استقلال الجانب التنظيمي لأداة التوريق في مراعاة نسبة المشاركة المالية لأي منهما في الآخر، بما لا يسمح لأي منهما بالسيطرة على الآخر. ومن هذا، المنطلق كان الحرص على عدم تبعية أداة التوريق للمنشئ أو محيل محفظة التوريق؛ تحقيقا لعزل الأصول عزلا قانونيا من ذمته؛ وكي لا تصبح الأصول المنقولة في عملية التوريق من ضمن أصوله حينما يقع في الإفلاس.

وإذا كان القانون رقم 95 / 92 نص في المادة 41 مكررا (2) / 5 على أن " وتكون المبالغ والمستندات والأوراق المالية والتجارية المودعة لدى أمين الحفظ وفقا لأحكام هذه المادة ملكا لحملة السندات، ولا تدخل في الذمة المالية لشركة التوريق، ولا في الضمان العام لدائني المحيل أو الشركة. فإنه بذلك أكد على عزل محفظة التوريق من كل هذه الذمم. وعملت اللائحة التنفيذية للقانون (2) في ذلك الإطار، فحددت نسبة مشاركة محيل محفظة التوريق في شركة التوريق بما لا يجاوز 20 % ، بأن نصت على أنه يحظر على شركة التوريق أن تعقد اتفاقا لحوالة محفظة توريق مع محيل تزيد مساهمته سواء كان منفردا أو مع مجموعة

¹ - المادة 18 من قانون القيد والإيداع المركزي رقم 93 / 2000 المستبدلة بموجب القانون رقم 95 / 92

² - المادة 302 مضافة بالقرار رقم 46 / 2004

مرتبطة على تلك النسبة. إلا أنه تم تعديل تلك اللائحة الأولى لنظام (1) وأجازت لمجلس إدارة الهيئة إعفاء شركة من ذلك القيد لظروف وأسباب تقدرها.

وبينما يثير ذلك مسألة التبعية والارتباط فيما يتعلق بما إذا كانت الأصول المنقولة إلى شركة التوريق ما زالت في حوزة المنشئ أم أنها انتقلت بالفعل إلى شركة التوريق، فإنه في ضوء النص على أن محفظة التوريق لا تدخل في الضمان العام لدائني المحيل وبخلاف محفظة التوريق لا يحق لحملة سندات التوريق التنفيذ على أصول الشركة، تبدو تلك المحفظة معزولة من ملكية شركة التوريق، بالإضافة إلى أنها معزولة من دائني المحيل.

غير أن جواز أن يكون المحيل مالكا لأي نسبة من أسهم شركة التوريق لا يقف أثر تفاديه عند عزل محفظة التوريق عند التنفيذ عليها من قبل حملة السندات، وإنما يتعداه إلى إهدار دور شركة التوريق بوصفها طرفا ضروريا في عملية التوريق، بما يعنى فرض هيمنة المحيل على عملية التوريق بدلا من فرض هيمنتها. وبالتالي أعمال إرادته بدلا من إرادتها فيما يتعلق بمحفظة التوريق. فإذا كانت المادة 305 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 / 92 قد حددت بنودا عشر، بجانب البيانات المقررة في هذه اللائحة، يجب أن تتضمنها نشرة الاكتتاب في سندات التوريق أو مذكرات المعلومات، فإن تملك المحيل لنسبة كبيرة من أسهم شركة التوريق يؤثر بالطبع على كل هذه البيانات المطلوبة. ويكفى لذلك، أن نسوق مثلا واحدا وهو كيفية الاطمئنان على صحة الاقرار الذى يقدمه المستشار القانونى لعملية التوريق (البند العاشر من المادة 305) من أن المحفظة ملكية المحيل وقت الحوالة وأنه لا توجد أي قضايا أو منازعات تؤثر على هذه الملكية وحقه في التصرف فيها.

وإذ تلعب شركة التوريق دور مالك محفظة التوريق في عملية التوريق و تلتزم بعد اكتمال الاكتتاب بإيداع جميع متعلقات عملية التوريق لدى أمين الحفظ طبقا لنص المادة 41 مكررا (2) /4 من القانون رقم 95 / 92 ، فإن أثر ارتباط شركة التوريق بالمحيل يمتد إلى ما تصدره شركة التوريق لأمين الحفظ من أوامر كاستثمار الفائض أو المبالغ الموعدة إلا بعد موافقة شركة التوريق المرتبطة بالمحيل للشروط والإجراءات التي تحددها اللائحة التنفيذية للقانون في المادة 310 (2) .

وإذا كان المحيل يلعب غالبا، وإن لم يكن دائما، دور المحصل للتدفقات النقدية لمحفظة التوريق، وكان أمين الحفظ لا يبقى عمليا لديه من مستندات محفظة التوريق، كما قدمنا غير الاقرار بالتصريح له بتسليم الجهة المسؤولة عن تحصيل الحقوق المستندات التي تمكنها من ذلك، فإن المحيل يستتر. عمليا مستندات صفقة التوريق. وبذا، لا نجد لشركة التوريق من دور في عملية التوريق في حال ملكية المحيل لنسبة كبيرة من أسهمها تتح له السيطرة عليها، إلا دورا شكليا يقتصر فقط على إصدار السندات.

لذا يتعين القول: وإن خالفت نصوص اللائحتين التي يجرى عليهما العمل بالتوريق ما يتبادر من فهم لعملية التوريق من نصوص القانون 95 لسنة 92 ، فإن هذه العملية، على أى الأحوال، تخالف ما استقر عليه العمل في القانون المقارن من أهمية وضرورة أن تكون شركة التوريق مستقلة وغير تابعة لمنشئ أو

1 - المادة 302 مضافة بالقرار رقم 139 / 2006

2 - مضافة بنفس القرار

محيل الأصول ففي ذلك ضمان لحماية المستثمرين أو حملة السندات من إمكانية إعمال تأثير، على الأصول محل عملية التوريق. وبذا، لا يبقى من حماية لحملة سندات التوريق في القانون المصري إلا هيئة الرقابة المالية، فهي المنوط بها التحقق من تلك التبعية وأثرها على الأصول المنقولة.

وما يشير التساؤل أيضا فيما يتعلق بمسألة تبعية وعدم استقلال أداة التوريق، ما ورن. بنص المادة 302 من اللائحة التنفيذية للقانون، والتي أجازت لأمين الحفظ أو لمن يختار، أو من يرتبط معه باتفاق أو يكون معه مجموعة مرتبطة أن يمتلك أي نسبة من أسهم شركة التوريق على أن يتم الإفصاح عن ذلك للهيئة عند تقديم طلب التأسيس ويقصد بالمجموعة المرتبطة الاشخاص الذين يخعون للسيطرة الفعلية لنفس الاشخاص الطبيعيين، أو لذات الاشخاص الاعتبارية أو أولئك الذين يجمع بينهم اتفاق يتعلق بالمساهمة في شركة التوريق. الأمر الذي يدعونا إلى بيان مدى تأثير المادة 302 من اللائحة التنفيذية للقانون على استقلال الشركة وأمين الحفظ أو تبعيتهما لبعضهما، في ضوء ما انتهت إليه تجارب دول القانون المقارن من ضرورة فصل إدارة الترس عن أمين الترس (ملكية الأصول) ابتغاء توجيهه بشكل لا شك فيه إلى العمل على مصلحة حاملي السندات أو المستثمرين ؛ خوفا من إتيان ممارسات من شأنها تعريض كيان التوريق للإفلاس أو التلاعب بأموال المستثمرين.

وفي ظل ما انتهينا إليه من أن شركة التوريق تمتلك محافظة التوريق في النظام القانوني المصري، بعد إيداعها كافة متعلقات عملية التوريق لصالح حملة السندات. وأن أمين الحفظ ما هو إلا مدير تنفيذي لعملية التوريق. فإن ما جاء باللائحة التنفيذية من إمكانية مساهمة أمين الحفظ بأي نسبة هو أو من يرتبط معه في شركة التوريق، يعني أن المشرع المصري خلط الإدارة بالملكية، مما من مقتضاه أنه وإن كان أمين الحفظ يتصرف وفقا لتعليمات شركة التوريق، فإنه لا معنى لما نص عليه المشرع (مادة 14 مكرراً (2) / 4 من القانون 95 / 92) من أن استثمار الفائض يكون بعد موافقة شركة التوريق، في حال ما إذا كان أمين الحفظ يمتلكها هو وأي من التابعين له. كما لا يخفى أن شركة التوريق قد يمتلكها أمين الحفظ والمحيل لمحافظة التوريق معاً، فلم تحظر اللائحة التنفيذية المنظمة لنشاط التوريق ذلك، بل أن في نص المادة 302 من هذه اللائحة التنفيذية للقانون متسع لأن يتم ذلك. ولذا، فإن أمين الحفظ في القانون المصري فضلا عن اختلاف الوظيفة المنوطة به عن القانون المقارن، فإنه يختلف عما تم الاستقرار عليه بشأنه كمدير لعملية التوريق.

وعلى ذلك النحو، تبقى علاقات أداة التوريق بالنظر إلى نظيرتها في القانون المقارن غير مفهومة. إذ بفحصها مع اللائحة التنفيذية التي تعمل من خلالها نجد أن علاقتها بهذا القانون علاقة ظاهرية فقط. إذ حقق المشرع المصري لأداة التوريق مظهر أداة التوريق في القانون المقارن. ولكن بتتبع النصوص التي تعمل من خلالها نجدها تختلف اختلافا جوهريا عن أداة التوريق في القانون المقارن. حيث أنه لم يلجأ لمنهجة عملها كما يجري عليه العمل في دول القانون المقارن. ولعل هذا ما دفع المشرع إلى إحكام سيطرته عليها عن طريق قانون سوق رأس المال. وحاول أن يصل إلى تحقيق غرض القانون المقارن عن طريق فرض قيود قانونية عليها من مقتضاها أن يحافظ المشرع المصري على حقوق المستثمرين في سندات التوريق، وبذا، تجد حماية هؤلاء المستثمرين ضمانها في القانون المصري في مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية.

المبحث الثاني

المستثمرون (حملة السندات)

تحال محفظة الحقوق إلى شركة التوريق وفقا للمادة 41 مكرراً (1/1) من القانون 95 / 92 التي تنص على أن " تتم حوالة محفظة الحقوق بموجب اتفاق بين المحيل وشركة التوريق ... ويجب أن تكون نافذة وناجزة وغير معلقة على شرط وناقلة لجميع الحقوق والمستحقات والضمانات المحالة، لذا ، فإنه يمكن القول، وفقاً لهذه المادة: إن شركة التوريق تمتلك حافظة الحقوق المحالة إليها بحسبان أنها شخصاً معنوياً له ذمة مالية مستقلة تعاقداً بالبيع مع المحيل. وإذا كان المشرع قرر في المادة 41 مكرراً (2) / 5 من القانون المشار إليه أن محفظة الحقوق لا تدخل ذمتها المالية ولا تدخل في الضمان العام لدائني المحيل أو الشركة، وأن المبالغ والمستندات والأوراق المالية والتجارية المودعة لدى أمين الحفظ ملكاً لحملة السندات، وإن كانت تلك المفردات المودعة أعتبرتها الهيئة العامة للرقابة المالية بموجب القرار 105 / 2011 محفظة التوريق أى أن محفظة التوريق المودعة هي ملك لحملة السندات طبقاً لما جاء بالمادة 41 مكرراً (2) / 5 ، فإن التساؤل يثور حول ماهية محفظة التوريق ومن يملكها أهي شركة التوريق أم حملة السندات؟ وعلى ذلك ندرس ماهية محفظة التوريق (مطلب أول) ، ثم نتناول الاستثمار في الحقوق الآجلة بين الشكل النظامي والشكل التعاقدى. وبالبناء على نتيجة هذه الدراسة سيتبين لنا أنه من الأهمية بمكان تحديد الطبيعة القانونية لصك التوريق لنصل في النهاية إلى تحديد مركز شركة التوريق وحملة السندات على محفظة التوريق.

المطلب الأول

محفظة التوريق بين ذمة شركة التوريق وذمة حملة السندات

لن نتضح إلى أى من الذمتين تنتمي محفظة التوريق إلا ببيان ماهية محفظة التوريق. فإذا ما انتهينا من ذلك سندرس الاستثمار في الحقوق الآجلة بين الإطار النظامي والإطار التعاقدى.

الفرع الأول

محفظة التوريق

نتناول في هذا الفرع ماهية محفظة التوريق وطبيعتها القانونية كما يلي

أولاً- ماهية محفظة التوريق

نصت المادة (41) مكرراً 2/ من القانون رقم 92/ 95 على أنه " ويطلق على الحقوق والمستحقات والضمانات المحالة اسم " محفظة التوريق "

وفي هذا الصدد تنص المادة 41 مكرراً (1) / 1 من القانون 95 / 1992 على أن " تتم حوالة محفظة التوريق بموجب اتفاق بين المحيل وشركة التوريق المحال إليها وفقاً للنموذج الذي تعده الهيئة. " وقد أجازت المادة 11 من قانون التمويل العقاري رقم 148 / 2001 للممول أن يحيل حقوقه المالية ومستحقاته آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها والناشئة عن اتفاق التمويل، وذلك وفقاً لأحكام الفصل الثالث من الباب الثالث من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون 95 / 1992))،⁽¹⁾

وتضمنت المادة 14 من اللائحة التنفيذية⁽²⁾ لقانون التمويل العقاري 148 / 2001 البيانات التي يجب أن يتضمنها اتفاق حوالة الحقوق الناشئة عن اتفاق التمويل العقاري إلى الجهة المرخص لها بمزولة نشاط التوريق والذي يصدر بنموذجه قرار من الوزير المختص بالشئون الاقتصادية، وجميع هذه البيانات تتعلق بحوالة حقوق البائع للممول تجاه المستثمرين (المقترضين)، وهي حقوق شخصية مضمونة برهون على عقارات المقترضين.

وقد نصت المادة (41) مكرراً (2) / 3 من القانون 92/ 95 على أن " تلتزم شركة التوريق بإيداع المستندات الدالة على حوالة محفظة التوريق والمبالغ التي يتم تحصيلها بعد خصم مستحقات شركة التوريق ومصاريف عملية التوريق، وبينت المادة 304 / 9 من اللائحة التنفيذية للقانون المشار إليه أن ما يتم خصمه من حصيلة محفظة التوريق المحالة هو العمولات والمصاريف ما يقتضيه إنجاز هذه العملية.

وعلى ذلك تتمثل محفظة التوريق في حقوق دائنية مضمونة برهون عقارية. ومحلها جميع الحقوق والمستحقات والضمانات المحالة (مبلغ القرض و الفوائد والضمانات) ويمثل إيداع شركة التوريق للمستندات الدالة على الحوالة وسيلة اثبات لحوالة الحقوق إليها، ويتعلق حق حملة السندات بما تغله محفظة الأصول من تدفقات نقدية مودعة لدى أمين الحفظ وهو ما تقصده المادة 41 مكرراً (2) من القانون رقم 92/ 95 فما تغله محفظة التوريق هو الذي لا يدخل ذمة شركة التوريق، ولكن محفظة التوريق نفسها تكون ملكاً لشركة التوريق بحسبان أنها من تتعاقد مع المحيل على شرائها بعوائد اكتتاب المستثمرين. ولذا يمثل إيداع شركة التوريق للمبالغ والمستندات والأوراق المالية والتجارية وفاءاً منها بالتزامها قبل حملة السندات، وينتقل هذا العبء على عاتق أمين الحفظ فهو المنوط به توزيع التدفقات النقدية على حملة تلك السندات

ثانياً - الطبيعة القانونية لمحفظة التوريق

نصت المادة 41 مكرراً من القانون رقم 92/ 95 على أن " شركة التوريق هي التي تزول نشاط إصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات

¹ - المادة الثانية من القانون رقم 143 لسنة 2004 يستبدل بنص المادة 11 من قانون التمويل العقاري الصادر بالقانون رقم 148 لسنة 2001 النص التالي مادة 11 يجوز للمول أن يحيل حقوقه المالية ومستحقاته آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها

والناشئة عن اتفاق التمويل ، وذلك وفقاً لأحكام الفصل الثالث من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 / 1992

² - قرار رئيس مجلس الوزراء رقم 1 لسنة 2001 منشور بالوقائع المصرية العدد رقم 282 (تابع) في 9 / 12 / 2001

المقررة لها ... " فالتوريق يهدف إلى ربط الأوراق المالية بالأصول المالية وضماداتها (محفظة التوريق) مباشرة من خلال تجميع الحقوق بضماداتها العقارية في شكل محفظة وحوالتها إلى شركة التوريق ثم تصدر الأخيرة صكوكا مالية مقابل تلك المحفظة.

كما نصت المادة (41) مكرراً (2) / 1 من القانون المشار إليه على أنه " يكون الوفاء بالقيمة الاسمية للسندات التي تصدرها شركة التوريق والعائد عليها من حصيلة محفظة التوريق ... ". وبهذا الصدد أوجبت المادة 9 / 304 من اللائحة التنفيذية للقانون أن يتضمن الاكتتاب في السندات تحديد مواعيد سداد مستحقات حملة السندات والعمولات والمصاريف التي يتم خصمها من حصيلة الحقوق المحالة ومواعيد خصمها وقواعد التصرف في فائض المحفظة، كما نصت المادة 310 من اللائحة التنفيذية المشار إليها على أنه لا يجوز لأمين الحفظ استخدام حصيلة الحقوق الناشئة عن محفظة التوريق لغير سداد مستحقات حملة سندات التوريق، وذلك بعد خصم العمولات والمصاريف والأتعاب المقررة، وبما لا يجاوز ما تم تحديده في نشرة الاكتتاب أو في شروط الإصدار بحسب الأحوال.

كما نصت المادة (41) مكرراً (2) / 2 من القانون المشار إليه وتلتزم شركة التوريق بتقديم شهادة بالتصنيف الائتماني لمحفظة التوريق التي تصدر السندات في مقابلها والذي ينبغي ألا تقل درجته عن المستوى الدال على القدرة على الوفاء بالالتزامات وفقا للقواعد التي يقررها مجلس إدارة الهيئة" كما نصت المادة 306 من اللائحة التنفيذية المشار إليها على أنه يحظر على شركة التوريق أن تصدر أية سندات أو صكوك تمويل بخلاف سندات التوريق المنصوص عليها في هذا الباب (الباب العاشر المضافة بالقرار رقم 46 / 2004 إلى اللائحة التنفيذية فيما يتعلق بنشاط التوريق) إلا بموافقة مجلس إدارة الهيئة، ولا يجوز أن تزيد القيمة الاسمية لسندات التوريق عن القيمة الحالية للمحفظة والعائد عليها محسوبة على أساس معدل خصم يساوي سعر العائد على سندات التوريق كما أُلزمت اللائحة التنفيذية المادة 304 / 3 من اللائحة المشار إليها شركة التوريق بأن تبين في نشرة الاكتتاب حجم إصدار السندات المقابلة للمحفظة وسعر العائد عليها وتاريخ استحقاقها والشروط الأخرى الرئيسية للإصدار .

وقد نص المشرع على أن شركة التوريق تعمل بشأن محفظة التوريق لحساب حملة السندات حيث نصت المادة 41 مكرراً (1) / 2 من القانون 95 / 92 على أنه يتولى المحيل تحصيل الحقوق والمستحقات المحالة ومباشرة حقوق شركة التوريق في مواجهة المدينين لصالح حملة السندات، فشركة التوريق دائنة بهذه الحقوق للمقترض ومدينه بها للمستثمرين. كما نصت المادة 41 مكرراً (2) من القانون على أن شركة التوريق تودع كل ما يتعلق بعملية التوريق لدى أمين الحفظ لحساب حملة السندات، وقد تضمن قانون سوق رأس المال المشار إليه في مادته 41 مكرراً (3) التزم شركة التوريق ببذل عناية الشخص الحريص للحفاظ على حقوق حملة السندات، كما يلتزم محيل المحفظة بذات العناية متى استمر في تحصيل الحقوق المحالة لحساب شركة التوريق. وبينت المادة 310 / 4 من اللائحة المشار إليها التزم أمين الحفظ بذات العناية في أدائه للأعمال المرتبطة بحقوق حملة سندات التوريق.

ويتبين من سر: نصوص القانون واللائحة التنفيذية بشأن محفظة التوريق أنها تبدو كذمة مخصصة تلتقى فيها مجموعة من الحقوق والالتزامات حول غرض واحد هو استثمار مدخرات حملة السندات في الحقوق الآجلة التي تحتويها هذه المحفظة. فإذا كان ذلك وكانت وكانت المادة (41) مكرراً (2) / 5 من القانون

المشار إليه تنص على أنه وبخلاف محفظة التوريق لا يحق لحملة سندات التوريق التنفيذ على أصول الشركة، فإن شركة التوريق تكون مدينة لحملة السندات في حدود هذه الذمة أو تتحدد مسؤولية شركة التوريق قبل المستثمرين في حدود هذه المحفظة.

الفرع الثاني

الاستثمار في الحقوق الآجلة بين الشكل النظامي والشكل التعاقدى

نص المشرع في المادة 41 مكرراً (2) / 3 من القانون رقم 95 / 1992 على أن "تلتزم شركة التوريق بإيداع المستندات الدالة على حوالة محفظة التوريق والمبالغ التي يتم تحصيلها بعد خصم مستحقات شركة التوريق ومصاريف عملية شركة التوريق، وذلك لحساب حملة السندات لدى أمين الحفظ مرخص له وفقاً لأحكام قانون الإيداع والتوريد المركزي الصادر بالقانون رقم 93 لسنة 2000 ولأمين الحفظ، بعد موافقة شركة التوريق استثمار المبالغ المودعة لديه، وفقاً للشروط والأوضاع التي تحددها اللائحة التنفيذية " وبينت اللائحة التنفيذية (1) للقانون ما تلتزم شركة التوريق بإيداعه على وجه التفصيل، فنصت على أن تلتزم بأن تودع لدى أمين الحفظ وفي موعد لا يتجاوز ثلاثة أيام من انعقاد الاتفاق النهائي للحوالة بالاكتتاب الكامل في السندات ما يلي أ - نسخة أصلية من اتفاق حوالة محفظة التوريق ب- نسخة أصلية من الاتفاق بين شركة التوريق والمحيل أو من تم الاتفاق معه على تحصيل الحقوق على أن يتضمن التكاليف بتوريد الحصيلة إلى أمين الحفظ فور تحصيلها ج - الاتفاقات المنشئة للحقوق المحالة د - المستندات المثبتة للحقوق والضمانات المحالة بما في ذلك الأوراق التجارية والكفالات وأي ضمانات أخرى هـ- إقرار بالتصريح لأمين الحفظ بتسليم الجهة المسؤولة عن تحصيل الحقوق المحالة المستندات اللازمة لتمكينها من القيام بالتحصيل و- نسخة أصلية من نشرة الاكتتاب في سندات التوريق. ونصت المادة 41 مكرراً (2) / 5 من القانون 95 / 92 " وتكون المبالغ والمستندات والأوراق المالية والتجارية المودعة لدى أمين الحفظ وفقاً لأحكام هذه المادة ملكاً لحملة السندات، ولا تدخل في الذمة المالية لشركة التوريق ولا في الضمان العام لدائني المحيل أو الشركة، وبخلاف محفظة التوريق لا يحق لحملة سندات التوريق التنفيذ على أصول الشركة".

وإذا كانت المادة 41 مكرراً (2) / 5 من القانون المشار إليه تنص على أن " تكون المبالغ والمستندات والأوراق المالية والتجارية المودعة لدى أمين الحفظ وفقاً لإحكام هذه المادة ملكاً لحملة السندات، ولا تدخل في الذمة المالية لشركة التوريق ولا في الضمان العام لدائني المحيل أو الشركة، وبخلاف محفظة التوريق لا يحق لحملة سندات التوريق التنفيذ على أصول الشركة"، فإن تتبع النص والوقوف عند عبارة ملكاً لحملة السندات والقول بأنهم المالكين لمحفظة التوريق ملكية عينية لهو قول خاطيء فهم لا يملكون إلا ما تغله محفظة التوريق من تدفقات نقدية، إذ يجب تكملة قراءة هذا النص والذي يذكر ... وبخلاف محفظة التوريق لا يحق لحملة سندات التوريق التنفيذ على أصول الشركة".

¹ - المادة 309 مضافة بالقرار رقم 46 / 2004

ولما كنا قد انتهينا إلى أن محفظة التوريق تشبه الذمة المخصصة فإنه وفقا للقانون الألماني أن هذه الذمة المستقلة لا بد لها من مالك تنسب إليه فيمكن أن تدخل في إطار الذمة العامة لشركة الإدارة ويمكن أن تدخل في إطار الذمة العامة للشركاء بحسب ما إذا كان نظام الاستثمار قائما على نظام الملكية الائتمانية أو على نظام الملكية المشتركة. وبينما يفيد هذا الحكم أن محفظة التوريق كذمة مستقلة لا توجد بغير مالك، فإنها تظل في الحالتين متميزة ومنفصلة عن الذمة المالية العامة للشركة أو الذمة العامة لحملة السندات ، ويعنى ذلك أنه قد يكون للشركة أو لحملة السندات أكثر من ذمة مستقلة ومنفصلة. فمثلا لا تدخل ملكية أصول التوريق في الذمة المالية للشركة، فإنها لا تدخل في الذمة الأصلية لحملة السندات.

وإذا كانت شركة التوريق هي من تنسب إليها ملكية هذه المحفظة بنص القانون ، فإنها تكون مستقلة عن ذمتها المالية الأصلية، بما يعنى أن هذه المحفظة تستبعد من الضمان العام لدائنيها غير أن مستحقات شركة التوريق من عمولات ومصروفات وخلافه تتكبدتها في سبيل استثمار مدخرات المستثمرين في هذه المحفظة، فإن هذه الحقوق تدخل في الضمان العام للشركة، ويحق لدائنيها التنفيذ عليها. فهذه الحقوق تندرج في إطار ذمتها الأصلية ولا تثبت هذه الحقوق إلا قبل الذمة المخصصة فقط بما يعنى أن السندك لا يجوز له أن يرجع بها على المكتتبين في محفظة التوريق. وأنه بحسبان أن هذه الذمة الخاصة لا تدخل ذمتها الأصلية، فلا يجوز لشركة التوريق ترتيب رهن على هذه المحفظة أو تقديمها كضمان، ولا تجوز المقاصة بين ديونها غير الناتجة عن عملية التوريق وحقوق محفظة التوريق لدى الغير ، وأنه بينما يتمتع الشركاء في الصندوق بحق عيني على موجودات الصندوق يخول لهم حق استردادها من تفليسة شركة الإدارة، فإن هذا الحق لا يتعارض مع حق الدائنية لهؤلاء الشركاء وبمقتضاه يتمتع كل شريك في مقابل حصته بحق الاشتراك في ثروة الصندوق وأرباحه ويستمر هذا الحق قائما طوال مدة استمرار ملكية الشركة للصندوق ملكية ائتمانية، فإذا ما أفلس ينفذ الاعتبار الشخصي الذي كان يجمع بينهما وتلزم تصفيته ويثبت للشركاء حق عيني على موجوداته يخول لهم حق استردادها من تفليسة الشركة⁽¹⁾.

أما إذا كانت هذه المحفظة ملكية حملة السندات، فإنها تدخل في إطار الذمة الأصلية للشركاء، ولكن تظل متميزة عنها. وعلى ذلك قد يكون للشركاء أكثر من ذمة مستقلة ومنفصلة وتبتعد لذلك عن إفلاس الشركاء. وبالتالي لا يجوز لدائني محفظة التوريق المتولدة حقوقهم من إدارته أو حفظ أصوله الرجوع على حملة السندات أو على مدير شركة التوريق أو أمين الحفظ. كما أن غل يد حملة السندات عن مباشرة سلطات المالك على محفظة التوريق طبقا لما أشارت إليه المادة 75 من قانون سوق رأس المال 95 / 1992، والتي تجعل من رجوع دائنيهم على تلك المحفظة مستحيلا؛ إذ لا يصح لدائن الشريك التنفيذ على أموال محفظة التوريق بحجة أن لمدينه نصيبا فيها، إذ ليس للأخير فيها إلا حصته في الربح. وإنه إذا كانت ذمة محفظة التوريق تشكل الضمان العام لدائنيها، وكانت تلك الذمة تتكون من حصص حملة السندات، فإن كل شريك من حملة السندات يتحمل بقدر نصيبه في هذه الذمة ديون تلك الحافظة. ومن ثم، لا يجوز لدائني تلك الذمة، كقاعدة عامة، التنفيذ بديونهم على الأموال الخاصة للشركاء فيها.

¹ - الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 180 وما بعدها

وإذا كانت ملكية محفظة التوريق لحملة السندات وفقا لنص المادة 41 مكررا (2)/ 5 من القانون 95/ 92 وكان كل شريك فيها يساهم بنصيب بقصد تحقيق غرض مشترك يعجز كل واحد منهم عن تحقيقه منفردا وكان من مقتضى ذلك أن يكون لكل شريك حق عيني على محفظة التوريق، إلا أنهم كمالك مستفيدون يفقدون كل حق عيني على الحصص المقدمة ولا يتمتعون إلا بحقوق شخصية موضحة بالمواد من 33 - 40 باللائحة التنفيذية لقانون القيد والإيداع المركزي تمكنهم من الحصول على فوائد استثماراتهم فهم يحملون سندات تعتبر قيما منقولة إذ تصدر ضمن إصدار متساوى القيمة وقابلة للتداول، وإذ يصعب، على ذلك النحو، اعتبار حملة السندات مالكين لحقوقهم ملكية شائعة حيث أنهم لا يملكون إدارة هذا المال ولا يستطيعون التدخل في إدارته، فإن ملكيتهم لما تغله محفظة التوريق تبدو أقرب للملكية المشتركة.

ولهذا كان المشرع المصرى بالخيار بين أن يجرى الاستثمار فى الحقوق الآجلة فى النظام الرسمى أو طبقا للنظام التعاقدى فاذا أعطى ملكية محفظة التوريق كذمة مخصصة لحملة السندات كنا أمام الشكل التعاقدى للاستثمار فى تلك الحقوق، غير أن النظام القانونى المصرى وإن كان لا يعرف الملكية المشتركة التى تترتب على الاعتراف لحملة السندات بملكية محفظة التوريق فإنه لا يرفض الذمة المخصصة مطلقا ومن ثم، فضل المشرع اللجوء إلى ما لا يرفضه على ما لا يعرفه وألحق الذمة المخصصة لمحفظة التوريق بشركة التوريق وبذلك يكون قد أبقي على الاستثمار فى مدخرات المكتتبين فى الحقوق الآجلة كما هو الحال للاستثمار فى القيم المنقولة على النظام الرسمى للاستثمار .

فقد نص المشرع فى المادة 41 مكررا(2)/ 5 من القانون المشار إليه على أن (تكون المبالغ والمستندات والأوراق المالية والتجارية المودعة لدى أمين الحفظ وفقا لأحكام هذه المادة ملكا لحملة السندات ولا تدخل فى الذمة المالية لشركة التوريق ولا فى الضمان العام لدائنى المحيل أو الشركة ، وبخلاف محفظة التوريق ليس لحملة التنفيذ على أصول الشركة وبمقابلة هذه المادة بالمادة 41 مكررا(2)/ (8) 2 من القانون المشار إليه التى تتعلق بشركات المساهمة من غير شركات التوريق وأحقيتها فى إصدار سندات، والتى تنص على " وفيما عدا حق حملة سندات التوريق فى الاشتراك فى التنفيذ على حقوق الشركة ، تسرى على الشركة ومحفظة التوريق المشار إليها الأحكام المنصوص عليها فى هذا الفصل" نقطع بأن المشرع جعل محفظة التوريق هذه ذمة مخصصة فى إطار الذمة الأصلية لهذه الشركة ولا تدخل فى الضمان العام لدائنها، وأصبحت بالتالى لشركة التوريق ذمتان ذمة عامة وذمة مخصصة .

بيد أنه وإن كانت فكرة الذمة المخصصة أو الذمة المستقلة، على ذلك النحو، تصلح لإقامة الاستثمار فى الحقوق الآجلة سواء ألحقت هذه الذمة بشركة التوريق أو ألحقت بحملة السندات، إلا أنها لا تستطيع أن تفسر ما نصت عليه الفقرة(د) (المادة 312 من اللائحة التنفيذية للقانون من أن للمحيل أن يسترد فائض الأصول. فإذا كانت تلك المحفظة تنتقل ملكيتها إلى الذمة المخصصة بالبيع الحقيقى، فلا يجوز تقرير حق للمحيل عليها بعد البيع، ولا يجوز أن يكون له أى حق على فائض الأصول؛ إذ ينعكس ذلك على أن ما تم بين المحيل والذمة المخصصة ليس بيعا، وإنما نقل للأصول على سبيل الضمان. ولهذا أحسن المشرع بالنص على أن هذه الذمة أو محفظة التوريق لا تدخل فى الضمان العام لدائنى المحيل.

وأخيرا وإن كنا قد بينا أن ملكية محفظة التوريق هى لشركة التوريق، وأن المشرع نظم الاستثمار الجماعى فى الحقوق الآجلة طبقا للشكل النظامى باستخدام الشركة إلا أننا ينبغى أن نزيل من الأدهان فكرة أن

يكون المشرع قد استخدم الإطار التعاقدى لتنظيم هذا الاستثمار، فلا يعرف النظام القانونى المصرى الاستثمار فى هذا الشكل وبالتالي كما لم يقيم هذا الاستثمار على الملكية المشتركة فإنه لم يقيمه أيضا على أساس نظام الترت. غير أن ما قد يشير التساؤل أن المشرع المصرى نظم الحقوق والالتزامات فيما يتعلق بنشاط التوريق على قاعدة المالك المسجل والمالك المستفيد. فهل يعنى ذلك أن المشرع المصرى تبنى نظام الترت كأطار للاستثمار الجماعى فى الحقوق الآجلة؟

لقد فرض المشرع على شركة التوريق أن يتم إيداع محفظة التوريق لدى أمين الحفظ المرخص له بذلك ضمن مستندات أخرى (1). وإذا كان المشرع أضاف بالقانون رقم 95 لسنة 1995 نشاط التوريق إلى الباب الثالث من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون 95 لسنة 1992، ونظم حقوق والتزامات حملة السندات وشركة التوريق وأمين الحفظ بقانون القيد والإيداع المركزى رقم 93 / 2000، وبينت المادة 5 من هذا القانون أن هناك طريقتان للإيداع لدى أمين الحفظ باعتبار، احدى شركات الإيداع المرخص لها وفق قانون الإيداع والقيد المركزى. وهما، إما أن يتم ايداع وقيد الورقة باسم مالكاها أو أن تودع الأوراق وتفيد باسم شخص، ويكون لشخص آخر أو أكثر الحقوق التى تنتجها ويطلق على الأول اسم المالك المسجل وعلى الثانى اسم المالك المستفيد وفى هذه الحالة يلتزم المالك المسجل بالتزامات أمناء الحفظ المنصوص عليها فى هذا القانون غير أنه ليس من شأن ذلك أن يجعل المالك المسجل كأمين الترت المالك القانونى فى الترت الأنجلوأمريكى. فبينما يقوم الأخير على فكرة ازواج حق الملكية المميز لهذ النظام عن غير، من الأنظمة القانونية التى تعتمد على فكرة الازواج القضائى ما بين محاكم القانون العادى ومحاكم قانون العدالة وليست له الشخصية المعنوية، فإن القانون المصرى لا يعرف ذلك الازواج. وإن كان البعض ينكر تجزئة حق ملكية الترت فى القانون الإنجليزى تأسيسا على أن الأمين يتلقى ملكية المال المثقل بالرتت محتفظة بجميع عناصرها دون تعديل وكون تجزئة(2)، ولا يتبع سياسة مرسومة من حملة السندات - وإن كان يتقيد بمصلحة المالك المستفيد - ولا يتقيد إلا بأحكام القانون، فإن المالك المسجل لا يعتبر مالكا قانونيا لمحفظة التوريق، إذ أنه يخضع - كأصل عام - لتعليمات المالك المستفيد فلا يجوز له أن يصوت إلا بناء على تعليمات مكتوبة صادرة إليه من المالك المستفيد وفى حدودها (المادة 39 من اللائحة التنفيذية لقانون القيد والإيداع المركزى)(3) كما أن الاستثمار فى القانون المصرى يجرى باستعمال الشكل النظامى (شكل الشركة) بما لها من شخصية معنوية ونمة مالية مستقلة وعلى عكس ما يوصف به الترت من أنه يتمتع بالشخصية المعنوية ولئن كانت له ذمة مستقلة .

1- وهو بعد أن تنقل إليه كافة الأوراق المتعلقة بعملية التوريق يقوم بإيداع سندات التوريق لدى شركة الإيداع المركزى ويكون قيد الأوراق المالية لدى شركة الإيداع المركزى بناء على طلب يقدم من الجهة المصدرة لها مرفقا به بها الأوراق والمستندات التى نص عليها القانون ولائحة التنفيذية فى خلال خمسة عشر يوما من تاريخ قفل باب الاكتتاب

2- الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 140

3- قرار وزير التجارة الخارجية رقم 906 لسنة 2001 -الوقائع المصرية العدد 247 تابع (أ) الصادر بتاريخ 29 نوفمبر سنة 2001

وقد نظمت المادة 7 من قانون القيد والإيداع المركزي والمواد 33-40 من اللائحة التنفيذية لهذا القانون⁽¹⁾ علاقة (أمين الحفظ) المالك المسجل بالمالك المستفيد ومجمل ما جاء بهذه المواد أن المالك المسجل يلتزم بإبرام عقد مع المالك المستفيد يتضمن حقوق والتزامات كل منهما. وفي هذا الصدد يمكن اعتبار نشرة الاكتتاب ومنكرة المعلومات بمثابة العقد بانضمام المستثمر إليه عند الاكتتاب في سندات التوريق. ويلتزم المالك المسجل بأن يفصل بين تعاملاته وتعاملات المالك المستفيدين لديه، كما يلتزم بأن يمكن المالك المستفيدين من جميع الحقوق التي تنتجها الأوراق المالية المودعة أو المقيدة باسمها، وعلى الأخص الحقوق المالية، بما في ذلك عوائد تلك الأوراق وناتج التصرف فيها وذلك خلال اليوم التالي على الأكثر من حصولها عليه. ولا يجوز له رهن الأوراق المالية المملوكة للمالك المستفيدين لديه أو ترتيب أي حق عليها والاقتراض بضمانها إلا إذا وافق المالك المستفيد كتابة على ذلك.⁽²⁾

ولئن كانت تتشابه حقوق حملة السندات المنظمة بقانون القيد والإيداع المركزي كمالك مستفيدين مع حقوق وملكية المستثمرين الإنصافية في نظام الترتيب، إلا أن ذلك مره إلى وحدة غرض الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة حيث إنه يقوم على فكرة جمع أكبر عدد من المدخرين واستثمار مدخراتهم بواسطة مدير محترف وتحت مبدأ توزيع المخاطر، وليس إلى وحدة الأساس القانوني الذي تقوم عليه ملكية أصول عملية التوريق

وإذا كان المشرع المصري لا يعرف نظام الترتيب فإنه أيضا لا يسمح بوجود الملكية المشتركة لأن الحقوق العينية واردة على سبيل الحصر وليس من بينها حق الملكية الذي يثبت لجماعة الشركاء في الملك⁽³⁾. كما أن إقامة الاستثمار في سندات التوريق على الملكية المشتركة في فرنسا لم يسلم من النقد. فبالإضافة إلى أنها حيلة ساترة للشخصية المعنوية لمحفظه التوريق، فإن تلك الملكية لحملة السندات لم تصلح لإقامة الاستثمار في التوريق كما يجري عليه العمل بالولايات المتحدة، فلم تتحقق متطلبات التوريق في أهمية عزل الأصول من إفلاس المنشئ، فبينما تعزل تلك الملكية لمحفظه التوريق من الشركة القائمة على الاستثمار، ينعكس إفلاس المحيل على الأصول المنقولة في ضوء ما تقرر للمحيل من حق في استثمار الفائض بمحفظه التوريق، وفق ما تنص عليه اللائحة التنفيذية للقانون في المادة 312/ (د)⁽⁴⁾، إذ لا يعد مع ذلك أن ما تم بين المحيل وحملة السندات بيعا حقيقيا للأصول، وإنما نقل أصول على سبيل الضمان. وإن كان المشرع تنبه لذلك في المادة 41 مكررا 2 / 5 من القانون 95 / 92 بالنص على أن محفظه التوريق لا تدخل في الضمان العام لدائتي المحيل أو الشركة، فإن ذلك وإن كان يتفق مع البيع الحقيقي لمحفظه التوريق والتي

1- قرار وزير التجارة الخارجية رقم 906 لسنة 2001 بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيد المركزي 93 / 2000 المنشور بالوقائع المصرية العدد 247 تابع (1) الصادر بتاريخ 29 نوفمبر سنة 2001

2- راجع المادة 5 من قانون القيد والإيداع المركزي 93 / 2000 منشور بالجريدة الرسمية العدد 20 تابع (ب) في 18 / 5 / 2000

3- السنهاوي الوسيط ج8 ص 797-799

4- تنص المادة 312 من اللائحة التنفيذية المضافة بقرار وزير الاستثمار رقم 46 لسنة 2004 المنشورة بالوقائع المصرية العدد 26 (تابع) في 18 نوفمبر سنة 2004 على ما يلي مع عدم الإخلال بأية التزامات أخرى بالافصاح منصوص عليها في هذا القانون وهذه اللائحة، يعد أمينالحفظ تقرير شهريا بشأن محفظه التوريق ويجب ان يتضمن التقرير المشار إليه في الفقرة السابقة ما يأتي(أ) ... (ب) ... (ج) ... (د) فائض الأموال المودعة لديه ومجالات استثمارها وما تم رده من الفائض إلى محيل المحفظه

نقلت به ملكية محفظة التوريق، فإنه لا يتفق مع ما تم تقريره للمحيل من حق على الفائض في تلك الحافظة. وعلى أى حال، تبقى الملكية المشتركة لحملة السندات غير قادرة على الإجابة عن السؤال الآتى: لماذا يتقرر للمحيل حق على محفظة التوريق وقد باع هذه المحفظة وملكها حملة السندات ملكية مشتركة؟ وإذا كانت الملكية المشتركة لم تصلح لإقامة الاستثمار الجماعى فى سندات التوريق، لكونها لم تف بما يوفره الترتيب بحسب نظامه لمحلى محفظى الحقوق من حق على فائض الأصول، فإنها أيضا لا تمنع المستثمرين من الوصول إلى المحيل بشأن الأصول المحالة وتجاوز دور أداة التوريق كمحور قانونى فى عملية التوريق تنقطع به علاقة المستثمرين بالمحيل.

المطلب الثانى

الطبيعة القانونية لصك التوريق

يحوز صاحب الصك حقا اعتبره المشرع من القيم المنقولة قابلا للتداول، خوذه بمقتضاه حقوقا مالية وغير مالية، وهو ليس ملزما شخصيا بشأنه فى ديون محفظة التوريق، إلا بقدر حصته فيها. ولا يبدو من حيث الظاهر قرضا على الشركة، وإن كان المشرع المصرى وصفه بالسند فما هي حقيقة وضعه بين الأوراق التقليدية فى القانون التجارى؟ كما تصدر شركة التوريق صكوك ليست مدينه قبل حملتها الا فى حدود محفظة التوريق. وتتناول تفصيل ذلك فيما يلى

الفرع الأول

صك التوريق بين الاسهم والسندات والأسهم

إن كان المشرع المصرى وصف صك التوريق، بالسند فما هي حقيقة وضعه بين الأوراق التقليدية فى القانون التجارى؟

أولا -

صك التوريق والأسهم

تعرف الأسهم بأنها صكوك متساوية القيمة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حق المساهم فى الشركة التي أسهم فيها، وهو لا يعدو أن يكون حقا شخصيا قبل الشركة يخوله العديد من الحقوق من بينها الحق فى الأرباح، وحق الاشتراك فى الإدارة. وعلى الرغم من تساوى سندات التوريق مع الأسهم فى كل ما تقدم عدا حق الإدارة، فإنه لا يمكن عد سندات التوريق أسهما، فهى لا تتر: كأسهم على رأس مال ثابت يسكن ذمة مالية لشخص معنوي، فبينما يتسم رأس مال شركات المساهمة بالثبات لكونه يمثل الضمان العام للدائنين، فإن أصول محفظة التوريق من الحقوق الآجلة لا تعتبر رأس مال فيها، لكونها تتميز بعدم الثبات وإتجاهها إلى التلاشى. كما أن القانون رقم 143 / 2004 فى المادة (41) مكررا (2) / 5 نص على أن محفظة التوريق لا تدخل ذمة شركة التوريق وبالتالي تخرج من الضمان العام لدائنى شركة التوريق.

ثانيا -

صك التوريق والسندات

توصف السندات بأنها صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول بالطرق التجارية تمثل قرضا جماعيا طويل الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب، وقد أجاز المشرع في المادة التاسعة والأربعين من القانون رقم 159 لسنة 1981 والمادة 12 من قانون سوق المال للشركة الإقراض عن طريق إصدار سندات أسمية وبين شروط إصدارها وكيفية الاكتتاب فيها، وعمل على حماية المصالح المشتركة لحملة السندات عن طريق تكوين جماعة للدفاع عن مصالحهم، كما أحال على اللائحة التنفيذية لكل من القانونين في شأن المسائل الأخرى المتعلقة بالسندات فنظمتها اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 / 1981 على نحو تفصيلي في المواد 159 الى 185 واللائحة التنفيذية لقانون سوق المال في المواد 34 الى 39.

أ- وإذا كان حامل السند دائما للشركة وله بهذه الصفة حق ضمان عام على جميع موجوداتها وفي مقدمتها رأس المال، فإن حامل سند التوريق ليس له حق الضمان العام على موجودات الشركة فمحافظة التوريق لا تدخل الذمة المالية لشركة التوريق ولا في الضمان العام لدائني الشركة ب- وإذا كان حق صاحب صك التوريق يتشابه مع حق حامل السند في استرداد قيمة سنده بالكامل بالإضافة إلى الحق في اقتضاء فائدة ثابتة سنويا سواء أحققت الشركة أرباحا أم لم تحقق، إلا أنه بينما يجوز لصاحب السند إذا توقفت الشركة عن السداد طلب شهر إفلاسها، فلا يجوز لحامل صك التوريق إتيان ذلك فحقه محصور في محافظة التوريق لا في الضمان العام لشركة التوريق ج- وإنه في حالة حل الشركة وتصفيته - وإن كان يجوز لصاحب السند التقليدي اقتضاء قيمة سنده قبل استرداد حملة الأسهم لأسهمهم بوصفه دائن للشركة وله حق الضمان العام على جميع أموالها- فإن حامل صك التوريق ليس له هذا الحق، فليس له حق على الضمان العام للشركة. وإذا حتى لو تساوى حامل صك التوريق مع حامل السند في عدم منحهم الإشتراك في إدارة الشركة. فإنه لا يمكن عد صك التوريق سند تقليديا. وإذا كانت السندات توصف بأنها تمثل قرضا جماعيا طويل الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب، فإنه وإن كان لا يمكن اعتبار سندات التوريق كالسندات التقليدية فالأولى تصدر فيما لا يجاوز قيمة محافظة التوريق المحالة والثانية تصدر فيما لا يجاوز صافي أصول الشركة فإنه يمكن القول أن صكوك التوريق هي سندات من نوع خاص.

الفرع الثاني

مدى اعتبار شركة التوريق مدينة قبل حملة السندات

تنص المادة 43 من اللائحة التنفيذية لسوق المال على أنه " يجوز لشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم إصدار سندات أو صكوك تمويل متنوعة لمواجهة الاحتياجات التمويلية للشركة أو لتمويل نشاط أو عملية بذاتها، بشرط أداء رأس المال المصدر بكامله، وعلى ألا تزيد قيمتها على صافي أصول

الشركة حسبما يحدده مراقب الحسابات وفقا لآخر قوائم مالية وافقت عليها الجمعية العامة أو لطحها للاكتتاب العام بالشروط الأتية" وهي 1- أن تقدم الشركة للهيئة شهادة بالتصنيف الائتماني 2- يجب أن تفصح الشركة فى نشره الاكتتاب أو الدعوة إليها بحسب الأحوال عن كامل البيانات التى تشتمل عليها شهادة التصنيف الائتماني 3- وأن تقدم الشركة للهيئة شهادة تصنيف جديدة خلال شهر من انتهاء كل سنة مالية طوال فترة سريان السندات أو صكوك التمويل.

وإذا كان المشرع قد نص فى المادة (41) مكرراً من القانون 95 / 92 على أن شركة التوريق هى التى تزول نشاط إصدار سندات قابلة للتداول فى حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها، وأن شركة التوريق تعد فى تطبيق أحكام هذا القانون من الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية، وأن غرض هذه الشركة يقتصر على مزولة النشاط المشار إليه دون غير، فإن المشرع بذلك يكون قد استثنى شركات التوريق وهى بصدد مزولة نشاطها فى إصدار السندات من الشروط التى ورت فى المادة 43 من اللائحة التنفيذية للقانون .

وينطبق بشأن عملها فى إصدار سندات التوريق ما ورن. بالمادة 306 من اللائحة التنفيذية للقانون المشار إليه التى تنص على أنه " يحظر على شركة التوريق أن تصدر سندات أو صكوك تمويل بخلاف سندات التوريق المنصوص عليها فى هذا الباب⁽¹⁾ إلا بموافقة مجلس إدارة الهيئة، ولا يجوز أن تزيد القيمة الاسمية لسندات التوريق عن القيمة الحالية للمحفظة والعائد عليها محسوبة على أساس معدل خصم يساوى سعر العائد على سندات التوريق " وتلتزم شركة التوريق بتقديم شهادة بالتصنيف الائتماني لمحفظة التوريق التى تصدر السندات فى مقابلها والذي ينبغى ألا تقل درجته عن المستوى الدال على القدرة على الوفاء بالالتزامات وفقا للقواعد التى يقرها مجلس إدارة الهيئة" (المادة (41) مكرراً (2) / 2 من القانون المشار اليه)

وتأكيدا لاستثناء شركة التوريق من الالتزام بماورن. بالمادة 43 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال، نسوق القرار رقم 105 لسنة 2011 الصادر من رئيس مجلس إدارة الهيئة (الهيئة العامة للرقابة المالية) بشأن القواعد والإجراءات المنظمة لإحالة أكثر من محفظة توريق واحدة إلى شركة التوريق وقيام شركات المساهمة من غير شركات التوريق بأكثر من إصدار لسندات التوريق. فقد جاء فى مادته الثانية ، التى ألزم فيها شركات المساهمة من غير شركات التوريق عند العمل فى أكثر من محفظة توريق، بأن تقدم تعهدا بإجراء تصنيف ائتماني لكل إصدار من سندات التوريق وتصنيف ائتماني للشركة مصدرة السندات لا تقل درجته عن المستوى الدال على القدرة على الوفاء بالالتزامات وفقا للقواعد التى يقرها مجلس إدارة الهيئة، ويؤكد ذلك على استثناء شركات التوريق من الشروط المتطلبية بالمادة 43 من اللائحة التنفيذية عند مزولة نشاطها بإصدار سندات التوريق تبعا لما يحال إليها من محافظ الحقوق فهى لا تلتزم فى ذمتها العامة بشأن تلك المحفظة على عكس شركات المساهمة من غير شركات التوريق. ويعزز هذا التأكيد ماورن. بالمادة 41 مكرراً (8) / 2 من القانون بشأن الشركات من غير شركات التوريق من أنها تلتزم ليس فقط فى حدود محفظة التوريق التى تعمل عليها بالنسبة لحملة سندات التوريق وإنما فى كامل حقوقها ولهذا استلزم قرار رئيس الهيئة بالنسبة لهذه الشركات تقديم شهادة بالتصنيف الائتماني لمحفظة التوريق إلى جانب تقديم شهادة بالتصنيف الائتماني للشركة مصدرة السندات وهو ما لم يفعله بشأن شركات التوريق.

1 - مضافة بالقرار رقم 46 / 2004 سابق الإشارة إليه

ولذلك، يحق لشركة التوريق إصدار سندات لتمويل نشاط أو عملية بذاتها بشرط أداء رأس المال المصدر بالكامل وبالشروط التي تطلبها القانون 95 / 92 لائحته التنفيذية غير أن نشاطها في إصدار السندات المقابلة لمحفظه التوريق المحالة يشكل كما قدمنا ذمة متخصصة، فقد نصت المادة (41) مكرراً (2 / 5) من القانون المشار إليه على أن محفظة التوريق لا تدخل الذمة المالية لشركة التوريق ولا في الضمان العام لدائى المحيل أو الشركة. ولهذا تكون لشركة التوريق ذمتان ذمة عامة وذمة مخصصة، وطبقاً لما أشارت إليه هذه المادة تكون شركة التوريق مدينة قبل حملة الصكوك التي تصدرها في حدود محفظة التوريق التي تملكها . وبذلك تكون شركة التوريق دائنة للمحال عليهم ومدينه قبل حملة السندات في حدود محفظة التوريق المحالة إليها والتي صدرت السندات وفقاً لها .

وعلى أى حال، فالقول بأن شركة التوريق تمتلك محفظة التوريق كذمة مخصصة يؤدى بنا إلى أن شركة التوريق مالك ائتماني لهذه المحفظة وذلك لأنه تحققت لهذه الملكية كل خصائص الملكية الائتمانية وهي 1- أن الأصول تشكل صندوقاً مستقلاً وليس جزءاً من ممتلكات شركة التوريق 2- أن ملكية تلك الأصول تكون باسم شركة التوريق 3- أن شركة التوريق تكون لها حقوق وعليها واجبات فيما يتعلق بتوظيف أو التصرف في أصول محفظة التوريق وفقاً لشروط الاكتتاب ومنكرة المعلومات والشروط التي يفرضها القانون 4- أن شركة التوريق تمثل محفظة التوريق أمام القضاء فلها رفع الدعاوى بصفتها 5- كما أن دائن الشركة الشخصي ليست له أى حقوق في محفظة التوريق، وأن محفظة التوريق لا تدخل الضمان العام للشركة، ولا تشكل جزءاً من أصولها عند التصفية أو الحل ، وأن محفظة التوريق متميزة عن أموال الشركة، ويمكن استزائها عند الاختلاط، 6- وأن شركة التوريق تعمل على محفظة التوريق كضمان لحساب حملة السندات. فإذا كان ذلك وكانت المادة 41 مكرراً (2) / 5 من القانون رقم 95 / 92 نصت على أن محفظة التوريق لا تدخل ذمتها المالية ولا تدخل في الضمان العام للشركة، فإن هذه النصوص تشير إلى أن شركة التوريق مالك ائتماني لمحفظه التوريق. ولكن يبقى أن يتبنى المشرع المصرى الملكية الائتمانية- حيث أن الفقه مجمع على أن الحقوق العينية مذكورة على سبيل الحصر، فلا يجوز باتفاق خاص إنشاء حقوق أخرى غير التي ذكرها القانون، فقد عدد القانون الحقوق العينية تعداداً ورن. على سبيل الحصر، كما أن ترتيب الحقوق العينية الأصلية والتبعية وتعيين آثارها أمر يتعلق بالنظام العام. فإذا لم يتبن المشرع المصرى الملكية الائتمانية لشركة التوريق على محفظة التوريق، فإنها لا تعدو فى ذلك إلا أن تكون حائز عينا على هذه المحفظة، وهذا ما يجعلها مسؤولة فقط عن ديون حملة الصكوك وليست مدينة شخصياً قبلهم، بما يعنى أنها لا تصدر سندات بمعنى الاقتراض بشأنها لتمويل عملية بذاتها وإنما لأن عملها ينحصر فقط فى إصدار سندات ممثلة لمحفظه التوريق المحالة إليها لتمويل منشئ الأصول.

الفصل الثانى

النطاق الموضوعي للتوريق في القانون المصري

لقد بدأت عملية التوريق المقارن بتوريق الأصول المضمونة بالضمانة العقارية (الأوراق المالية المستندة على الرهون العقارية)، ثم تطور الأمر بعد ذلك، وأصبح أى أصل يدر دخلاً يمكن أن يكون محلاً لعملية التوريق. وتقاربت معظم الدول التي تعمل بنظام التوريق في العمل بكافة أصول التوريق مع مراعاة

الشروط المؤهلة لهذه الأصول لمتطلبات عملية التوريق. وبينما رأى المشرع المصري أن يقتصر في تطبيقه للتوريق على نوعين من أصول التوريق: 1- محافظ الشركات المنصوص عليها في المادة 41 مكرراً (8) من القانون 95 / 92 -2 القروض المضمونة بالرهون العقارية أو بما يشار إليها بمحفظه التوريق في إطار التمويل العقاري، فإننا سنقتصر على دراسة توريق الأصول الأخيرة لكونها ترتبط بالضمان العقاري أحد الضمانات التقليدية لمنح الائتمان. وإذ استعرضنا عند دراستنا للتوريق المقارن أنواع الأصول والسماح للمؤهلة لتلك الأصول لمتطلبات صفقة التوريق، فإننا سنقتصر في هذا المقام على دراسة آلية نقل محفظة التوريق في القانون المصري ألا وهي حوالة الحقوق (المبحث الأول)، وبيان مظاهر الاتفاق والاختلاف بينها وبين البيع الحقيقي في التوريق المقارن (المبحث الثاني).

المبحث الأول

آلية نقل الأصول

(الحوالة الشكلية لمحفظه التوريق العقاري)

وإذ قادتنا المحددات الجوهرية لإشكاليات نظام التوريق إلى أن نقل الأصول يجب أن يكون بالبيع الحقيقي، بانتقال الأصول من ذمة المحيل إلى ذمة أداة التوريق ذات الغرض الخاص، لعزل الأصول من ذمة المنشئ وابتعادها عن خطر إفلاسه، وهو ما يمثل ضماناً هامة للمستثمرين في استمرار التدفقات النقدية والوفاء بمسئولياتهم⁽¹⁾، فقد رأى المشرع المصري العمل بحوالة الحقوق بالبيع طريقاً لنقل الأصول إلى أداة التوريق، وإذ لم تصلح لذلك كما هي، فأدخل عليها بعض التعديلات لكي تلائم العمل في نظام التوريق.

وإذا كانت هناك قواعد عامة تنطبق على كل حوالة، وأياً كان الغرض منها بيعاً كانت أو رهناً أو وفاء بمقابل أو غير ذلك، ومن بين هذه القواعد العامة اتفاق المحيل مع المحال له على الحوالة، وكيف تكون نافذة في حق المحال عليه وفي حق الغير، ثم ينفرد كل عقد بالقواعد الخاصة به، فالبيع على سبيل المثال يقتضى الثمن والضمان، فإننا سندرس حوالة محفظة التوريق العقاري في القانون المصري في مطلبين نبحت في الأول أركان الحوالة (محلها وشروط نفاذها) ونخصص الثاني، للآثار التي تترتب عليها.

المطلب الأول

أركان حوالة محفظة التوريق

أركان حوالة محفظة التوريق هي أركان الاتفاق بوجه عام، فهي اتفاق بين المحيل الممول وشركة التوريق على تحويل حق المحيل الذي في ذمة المحال عليهم إلى المحال له. وأركان الاتفاق هي نفس أركان العقد. ومن ثم، تكون أركان حوالة محفظة التوريق هي التراضي والمحل والسبب. فلا بد أن يصدر الرضاء من ذي أهلية بحسب العقد الذي تنطوي عليه الحوالة، وأن يكون خالياً من عيوب الإرادة من غلط وتدليس وإكراه

¹ - Steven L. Schwarcz, *The Alchemy of Asset Securitization*, op.cit.p,133

واستغلال. وبينما يجب أن تتوفر في المحل شرائطه العامة، فإن محل حوالة التوريق له شرائط خاصة سنعرض لها. أما السبب في الحوالة فهو تمويل المحيل بمدخرات حملة السندات وعمولات وأرباح شركة التوريق ومن تتفق معهم. ونحيل في كل ما قدمناه للقواعد العامة في العقد. وسنقصر الدراسة هنا على محل الحوالة والشروط الخاصة بحوالة محفظة التوريق (الفرع الأول)، ثم نبحت انعقاد الحوالة (الفرع الثاني) ونبحث في الفرع الثالث نفاذ الحوالة في حق المحال عليه وفي حق الغير.

الفرع الأول

محل حوالة التوريق

الأصل أن الحق الشخصي قابل للحوالة إلا إذا حال دون ذلك نص القانون أو اتفاق المتعاقدين أو طبيعة الالتزام⁽¹⁾. على أنه لا يجوز حوالة الحق إلا بمقدار ما يكون منه قابلاً للحجز⁽²⁾. كما أن الحق الشخصي قابل للحوالة، أي كان محله، ويستوي في ذلك أن يكون الحق منجزاً أو معلقاً على شرط أو مقترناً بأجل أو يكون حقاً مستقبلاً. وهذه الشروط الخاصة بمحل الحوالة لا تغني عن ضرورة توافر القواعد العامة في شأن انعقاد وصحة التصرفات القانونية.

وقد أجاز المشرع للممول أن يحيل حقوقه المالية ومستحققاته آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها والناشئة عن اتفاق التمويل وذلك وفقاً لأحكام الفصل الثالث من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 / 1992 (المادة الثانية من القانون 148 / 2001)⁽³⁾.

وتضمنت المادة 14 من اللائحة التنفيذية⁽⁴⁾ لقانون التمويل العقاري 148 / 2001 البيانات التي يجب أن يتضمنها اتفاق حوالة الحقوق الناشئة عن اتفاق التمويل العقاري إلى الجهة المرخص لها بمزولة نشاط التوريق والذي يصدر بنموذج قرار من الوزير المختص بالشؤون الاقتصادية وهي كما يلي:

- قبول الممول حوالة حقوقه الناشئة عن اتفاق التمويل العقاري إلى المحال له. وفي هذا الصدد يجب مراعاة ما تطلبه المشرع من بيانات واجبة في اتفاق التمويل بموجب المادة 6 من قانون التمويل العقاري رقم 148 لسنة 2001 وهي أ- الشروط التي تم قبولها من البائع والمشتري في شأن بيع العقار بالتقسيط، بما في ذلك بيان العقار وثمانه ب- مقدار المعجل من ثمن البيع الذي أداه المشتري للبائع ج- عدد وقيمة أقساط الثمن وشروط الوفاء به على أن تكون محددة إلى حين استيفائها بالكامل د- قبول البائع حوالة حقوقه في أقساط الثمن إلى الممول بالشروط التي يتفقان عليها هـ- التزم البائع بتسجيل العقار باسم المشتري خالياً من

¹ - تنص المادة 203 مدني على أنه " يجوز للدائن أن يحول حقه الى شخص اخر ، إلا إذا حال دون ذلك نص القانون او اتفاق المتعاقدين أو طبيعة الالتزام ، وتتم الحوالة دون حاجة الى رضاه المدين "

² - راجع المادة 304 مدني

³ - المادة الثانية من القانون رقم 143 لسنة 2004 يستبدل بنص المادة 11 من قانون التمويل العقاري الصادر بالقانون رقم 148 لسنة 2001 النص التالي مادة 11 يجوز للمول أن يحيل حقوقه المالية ومستحققاته آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها

والناشئة عن اتفاق التمويل ، وذلك وفقاً لأحكام الفصل الثالث من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 / 1992

⁴ - قرار رئيس مجلس الوزراء رقم 1 لسنة 2001 منشور بالوقائع المصرية العدد رقم 282 (تابع) في 9 / 12 / 2001

أى حقوق عينية للغير و- التزم المشتري بقيد حق امتياز الثمن المحالة أقساطه إلى الممول، وذلك ضمانا للوفاء بها ز- التزم أطراف الاتفاق باعطائه تاريخا ثابتا

- بيان المقابل الذي التزم به المحال له مقابل الحوالة، وشروط الوفاء بهذا المقابل.

- بيان تفصيلي بالحقوق المحالة بما في ذلك الأقساط الخاصة بكل عملية تمويل، والعقار الضامن لها وشروط الضمان وبيانات المدين بها. وفي هذا الصدد تنص المادة 16 من اللائحة التنفيذية لقانون التمويل العقاري (1) على أنه " على الممول أن يفصح للمحال له عن أسماء المستثمرين المدينين بالحقوق التي تمت حوالتها، وبالضمانات المقدمة منهم، وذلك كله دون حاجة إلى الحصول على موافقة المستثمرين (المدينين) على هذا الإفصاح". كما أكدت على هذا الالتزام المادة 41 مكرر ٧ من القانون 95 / 92. وإن كان إفصاح المحيل لشركة التوريق عن المعلومات والبيانات التي تتضمنها محفظة التوريق يخالف الأحكام المتعلقة بسرية الحسابات، فإن تلك المادة قد أعفته من واجب الالتزام بالتقيد بالأحكام المتعلقة بسرية الحسابات المنصوص عليها في قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد الصادر بالقانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ (2).

- التزم الممول بتحصيل الأقساط التي تمت حوالتها بصفته نائبا عن المحال له مقابل عمولة تحصيل يحددها الاتفاق. بيد أن المادة 41 مكرر (1) / 2 من قانون 95 / 92 نصت على أنه " ويتولى المحيل تحصيل الحقوق والمستحقات المحالة ومباشرة حقوق شركة التوريق في مواجهة المدينين لصالح حملة السندات التي تصدرها الشركة بصفته نائبا عنها، ويجوز الاتفاق على غير ذلك (3). ومن ثم، فإن هذا الشرط لم يعد التزمًا على المحيل، كما جاء في قانون التمويل العقاري، ين. عليه الاتفاق على الحوالة، إذ أجازت المادة المشار إليها أن يكون من يقوم بتحصيل الحقوق والمستحقات المحالة شخصا آخر غير المحيل.

- وبينما نصت المادة 11 / 2 من القانون 148 / 2001 على التزم الممول بأن يضمن الوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية المشار إليها، كما يجوز الاتفاق على ضمان الغير الوفاء بتلك الحقوق وفقا للقواعد التي تحددها اللائحة التنفيذية لهذا القانون، وأضافت المادة 15 من اللائحة التنفيذية للقانون المشار إليه، أن الغير الذي يتم الاتفاق معه على ضمان الوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية التي تصدرها الجهة التي تباشر نشاط التوريق يجب ألا يقل تصنيفه الائتماني عن المستوى الذي تحدده الهيئة العامة لسوق المال وأن يشمل الضمان كل الأقساط المستحقة وألا يكون معلقا على أي شرط، فإن المشرع بالقانون 95 / 92 الغى ما ورد بالفقرة الثانية من المادة 11 من قانون التمويل العقاري وبالتالي ما يتبعها من اللائحة التنفيذية، إذ قرر في مادته الثانية يستبدل بنص المادة (11) من قانون التمويل العقاري الصادر بالقانون 148 لسنة 2001 النص الاتي ((يجوز للمول أن يحيل حقوقه المالية ومستحقاته آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها والناشئة عن اتفاق التمويل ، وذلك وفقا لأحكام الفصل الثالث من الباب الثالث من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 / 92)) ليس هذا فقط بل نظم المشرع بالقانون 95 / 92 حكما يخالف ما جاء بالفقرة الثانية من المادة 11 من قانون التمويل، إذ نص في المادة 41 مكرر (1) على أن ... يكون المحيل ضامنا لوجود الحوالة وقت الحوالة ولا يكون مسئولًا عن الوفاء بأي منها بعد إتمام الحوالة إلى شركة

1 - المرجع السابق المادة 16 من القرار 1 / 2001

2 - مادة ٤١ مكرر (٧) من القانون 95 / 92 " على المحيل أن يفصح لشركة التوريق عن المعلومات والبيانات التي تتضمنها محفظة التوريق وذلك دون التقيد بالأحكام المتعلقة بسرية الحسابات المنصوص عليها في قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد الصادر بالقانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ "

3 - راجع المادة 306 / 4 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 / 92 مضافة بالقرار الوزري رقم 139 لسنة 2006

التوريق. وعلى ذلك، يصبح الممول غير ضامن للحوالة إلا وقت صدورهما، وتتفق لذلك حوالة التوريق مع الحوالة في القانون المدني⁽¹⁾، من هذه الناحية، ومع حوالة التوريق في القانون المقارن من ناحية أخرى.

بيد أنه وتدرأكا من المشرع للفرق بين المادتين وما يترتب عليه، قرر في المادة الثالثة من القانون 95 / 92 يستبدل بنصوص الفقرة الثالثة من المادة 32 و.... والفقرة الثانية من المادة 24 . والمادة 18 من قانون القيد والإيداع المركزي رقم 93 لسنة 2000 النصوص الآتية : مادة 23 مادة 24 مادة 18 والتي تنص على أنه " على الشركة أن تنشئ صندوقا لضمان الوفاء بالالتزامات الناشئة عن عمليات الأوراق المالية يلتزم الأعضاء بالاشتراك فيه، ويصدر بنظامه وبقواعد الاشتراك فيه وبمقابل التأخر عن الوفاء بالاشتراك في ميعاد استحقاقه قرار من رئيس مجلس إدارة الهيئة بناء على عرض مجلس إدارة الشركة. ويعاقب بغرامة قدرها 1% من قيمة المبالغ موضوع الالتزامات المتأخرة والناشئة عن عمليات الأوراق المالية ، وذلك عن كل يوم من أيام التأخير في الوفاء بهذه الالتزامات

الفرع الثاني

انعقاد حوالة التوريق

وإذا كان التقنين المدني لم يتطلب رضاء المدين بالحوالة لانعقادها، بل يكفي لذلك تراضى المحيل والمحال له (مادة 303 مدنى) ويرجع السبب في ذلك إلى أن انتقال الحق من دائن إلى آخر ليس من شأنه الإضرار بالمدين إضرارا يستوجب رضاه لانعقاد الحوالة، وله إن حرص على ألا يتغير دائن أن يتفق مع الدائن على عدم جواز الحوالة إلا برضائه، فإن حوالة التوريق لم تخالف الحوالة المدنية في ذلك، إذ تنص المادة 41 مكرر (1) / 1 من القانون 95 / 92 على " تتم حوالة محفظة التوريق بموجب اتفاق بين المحيل وشركة التوريق المحال إليها وفقا للنموذج الذى تعده الهيئة. " وإذ كانت المادة 11 من قانون التمويل العقارى رقم 148 / 2001 المعدلة بموجب قانون سوق رأس المال رقم 95 / 1992 تجيز للممول أن يحيل حقوقه المالية ومستحققاته آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها والناشئة عن اتفاق التمويل ، وذلك وفقا لأحكام الفصل الثالث من الباب الثالث من القانون المشار إليه ، فإن لائحة التنفيذية قد بينت أن حوالة محفظة التوريق تمر بمرطتين تسبقان الاتفاق النهائى على الحوالة، وهما، المرحلة الأولى، وهى، حصول شركة التوريق على وعد من المحيل بحوالة محفظة الحقوق. والمرحلة الثانية، وهى، الاتفاق المبدئى على الحوالة ثم مرحلة الاتفاق النهائى على الحوالة ولذلك سنتناول انعقاد حوالة التوريق بتوضيح هذه المراحل الثلاثة في ثلاث غصون لمعرفة متى تنعقد حوالة محفظة التوريق.

الغصن الأول

الوعد بالحوالة

¹ - حيث تنص المادة 308 من القانون المدني " على أنه إذا كانت الحوالة بعوض فلا يضمن المحيل إلا وجود الحق المحال به وقت الحوالة مالم يوجد اتفاق يقضى بغير ذلك "

إذا كانت شركة التوريق من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ويقتصر غرضها على ممارسة نشاط التوريق بإصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع، فإنها لا تمتلك الأموال التي تقوم باستغلالها عن طريق تمكين الغير من الانتفاع بها مقابل أداء محدد، ورأس مالها أيا كان، فهو لضمان قيامها بدورها على أكمل وجه لحماية حملة ما تصدر، من سندات. وبينما على هذا النحو لا يتيسر لشركة التوريق شراء محفظة الحقوق المالية، فإنها تشتريها باكتتاب حملة السندات في السندات التي تصدرها بالاعتماد على تلك المحفظة. ومن ثم ، فإنها تكتفى بالتعاقد مع مالك المحفظة المالية على أن يتعهد ببيعها لها إذا ابدت رغبتها في الشراء في مدة معينة. وبينما ذلك هو الطبيعي بالنظر إلى وضع شركة التوريق، فإن المادة 301 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 / 92 ، نصت على أنه يجب أن يكون من بين مستندات الترخيص للشركة بنشاط التوريق ما يفيد بوجود وعد من مالك لمحفظة حقوق مالية بحوالة تلك الحقوق الى هذه الشركة ، ويجب أن يكون ذلك الوعد ساريا لمدة ستة اشهر ويجوز أن يتضمن اتفاق الوعد ما يفيد أن تكون الحوالة نافذة وناجزة بمجرد تغطية الاكتتاب في السندات. وتكون التغطية والترويج لسندات التوريق باتفاق مع احدى الشركات المرخص لها.

وإذا كانت المادة 1/101 مدنى تنص على أن " الاتفاق الذى يعد بموجبه كلا المتعاقدين أو أحدهما بإبرام عقد معين فى المستقبل لا ينعقد إلا إذا عينت جميع المسائل الجوهرية للعقد المراد إبرامه والمدة التى يجب إبرامه فيها" وكانت محفظة الحقوق تنتقل بالبيع بين المحيل وشركة التوريق، فإن تلك اللائحة بتطلبها أن يكون الوعد ساريا لمدة ستة اشهر، وأن تكون التغطية والترويج للسندات بالاتفاق مع الشركات المرخص لها، تكون قد حددت المسائل الجوهرية لاتفاق الوعد بالتعاقد. فقد تعين المبيع وطريقة دفع الثمن بل وكيفية القيام بدفعه، بل وأجازت اللائحة للمحيل أن يعلق انتقال الحقوق فيها ونفاذها على الاكتتاب الكامل فى السندات.

ولئن كانت المادة 101 / 2 مدنى تنص على أنه إذا اشترط القانون لإتمام العقد استيفاء شكل معين، فهذا الشكل تجب مراعاته أيضا فى الاتفاق الذى يتضمن الوعد بإبرام هذا العقد، وكانت المادة 41 مكرر (1) / 1 من القانون 95 / 92 تنص على " تتم حوالة محفظة التوريق بموجب اتفاق بين المحيل وشركة التوريق المحال إليها وفقا للنموذج الذى تعده الهيئة، وأن المادة 307 من اللائحة التنفيذية للقانون تنص على أن " تتم حوالة محفظة التوريق بموجب اتفاق نهائى للحوالة بين المحيل وشركة التوريق المحال اليها وفقا للنموذج الذى تعده الهيئة، فإنه طبقا للقواعد العامة يتطلب اتفاق الوعد بالحوالة أن يكون فى النموذج الذى تعده الهيئة.

ولئن كان صحيحا أن تلك اللائحة لم تتطلب أن يجرى اتفاق الوعد بالحوالة فى الشكل الذى تعده الهيئة، إلا أن الاتفاق المبدئى بالحوالة تشمله نشرة الاكتتاب ومذكرة المعلومات وهى يجب أن تحرر وفقا للنماذج التى تعدها الهيئة، ويجب اعتمادها منها، ونشرها فى صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتى الانتشار أحدهما على الاقل باللغة العربية، وأن هذا الاتفاق _ فى هذه المرحلة _ لا يزل وعدا وإن كان قد تقدم خطوة بأن أصبح وعدا بالبيع من جانب المحيل ووعدا بالشراء من جانب شركة التوريق ملزما للجانبين.

وعلى أى حال، فإذا كان انعقاد الوعد بحوالة محفظة التوريق صحيحا، فإنه يرتب آثار قانونية. فإذا لم تظهر فى مرحلة الوعد بالتعاقد رغبة شركة التوريق فى التعاقد النهائى، فإن الوعد بالحوالة لا يكسبها إلا

حقوقاً شخصية في ذمة المحيل الواعد، ولا تنتقل إليها ملكية المحفظة. فيبقى المحيل الواعد مالكا لها وله أن يتصرف فيها إلى وقت التعاقد النهائي، ويسرى تصرفه في حق شركة التوريق. فإذا باع المحيل المحفظة، فليس لشركة التوريق إلا الرجوع عليه بالتعويض.

ويسقط الوعد بالبيع من تلقاء نفسه بلا اذار ولا تنبيه إذا انقضى الأجل دون أن تظهر شركة التوريق رغبتها في الشراء. حيث لا تلتزم هذه الشركة بشيء، بل كان لها الخيار إن شاءت قبلت إيجاب الواعد وبفعت الثمن خلال الأجل المتفق عليه، وإن شاءت تحللت من الاتفاق دون أى مسؤولية عليها (1).

الفصل الثاني

الاتفاق المبدئي على الحوالة

وإذ تزول شركة التوريق نشاط إصدار السندات، فيجب أن تحصل على ترخيص مسبق من الهيئة العامة للرقابة المالية، وفقا للمادة 12 / 2 من القانون رقم 95 / 92 التي تنص على أنه " يجب الحصول على ترخيص من الهيئة في حالة طرح السندات وصكوك التمويل والأوراق الأخرى في اكتوبر عام "، ولا تجوز الدعوة للاكتتاب العام إلا بناء على نشرة معتمدة من الهيئة يتم نشرها في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعى الانتشار أحدهما على الأقل باللغة العربية (مادة 4 / 1 من ذات القانون)، وقد نصت المادة 304 من اللائحة التنفيذية للقانون على أنه " يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب في سندات التوريق أو منكرة المعلومات بالإضافة إلى البيانات المقررة في هذه اللائحة (اللائحة التنفيذية رقم 135 / 1992 لقانون سوق راس المال) بشأن إصدار السندات ما يلي: 1- البيانات الجوهرية لشركة التوريق والشركات التي ترتبط معها لإتمام عملية الاستثمار كشركة تغطية وترويج الاكتتاب، وأمين الحفظ المسئول عن متابعة العمليات ذات الارتباط بحقوق حملة السندات، وبصفة خاصة العمولات والمصاريف التي يتم خصمها من حصيلة الحقوق المحالة، ومواعيد خصمها، وقواعد التصرف في فائض محفظة التوريق. 2- ملخص اتفاق الحوالة على أن يتضمن على الأقل بيانا بقيمة محفظة التوريق والحقوق التي تتضمنها بالتفصيل بما في ذلك الأوراق التجارية وغيرها من المستندات المثبتة لهذه الحقوق، والضمانات المتصلة بها، ومدى تنوعها من حيث القيمة وآجال السداد والتوزيع الجغرافي ومعدلات الإخلال بالالتزامات المقابلة لتلك الحقوق ومتوسط أجل المحفظ وأسس تقييمها. 3 - حجم إصدار السندات المقابلة للمحفظة، وسعر العائد عليها، وتاريخ استحقاقها، والشروط الأخرى الرئيسية للإصدار 4- تحديد مواعيد سداد مستحقات حملة السندات، والمخاطر التي قد يتحملها، وما تم اتخاذه من تدابير أو ما رعد بشأن ذلك من ضمانات 5 - التزم شركة التوريق بتقديم شهادة بالتصنيف الائتماني لمحفظة التوريق التي تصدر السندات في مقابلها، والتي لا ينبغي أن تقل درجته عن المستوى الدال على القدرة على الوفاء بالالتزامات، وفقا للقواعد التي يقررها مجلس إدارة الهيئة. 6 - التصنيف الائتماني للسندات والتي لا ينبغي أن تقل درجته عن المستوى الدال على الوفاء بالالتزامات وتحدد قواعده مجلس إدارة الهيئة. 7- تحديد الجهة التي تقوم بتغطية الاكتتاب أو ضمانه في سندات التوريق إن وجدت 8- تحديد الجهة التي تقوم بتحصيل المبالغ المستحقة عن الحقوق المحالة، وبيان حقوق والتزامات تلك

¹ - السنهوري - الوجيز في شرح القانون المدني المرجع السابق ص 93 وانظر به نفض مدني 6 مايو سنة 1954 مجموعة احكام النقض 5 رقم 124 ص 834

الجهة وفقا للاتفاق المبرم بينها وبين شركة التوريق 9- بيان ما إذا كان هناك أي نوع من أنواع الارتباط بين شركة التوريق ومحيل محفظة التوريق، وعناصر الارتباط. 10- إقرار المستشار القانوني لعملية التوريق، مفاده أن الحوالة ملكا للمحيل وقت الحوالة، ولا توجد بشأنها منازعات قضائية ومن حقه التصرف فيها. وأن اتفاق الحوالة قد أعد وفقا لأحكام القانون واللائحة التنفيذية. وأن الحوالة بموجبه نافذة وناجز وغير معلقة على شرط وناقلة لجميع الحقوق والضمانات المحالة، ما لم ينص على أنها ستنتم على هذا النحو بمجرد تغطية الاكتتاب في السندات بالكامل. ويجب اعتماد البيانات السابقة من رئيس مجلس الإدارة أو العضو المنتدب بشركة التوريق وبالشركة المحيلة وشركة الترويج والتغطية، وكذا من مراقب حسابات شركة التوريق والشركة المحيلة والمستشار القانوني لعملية التوريق".

فإذا كانت ما تجرته شركة التوريق من اتفاقات يدور حول محفظة الأصول وإعداد السندات المقابلة لها للتداول بهدف تمويل المنشئ بمدخرات المستثمرين، فإن هذا الوضع لا يمكن أن يعبر إلا عن أن نشرة الاكتتاب في الحقيقة ما هي إلا العقد الأساسي للتوريق ونعتبرها عقدا واحدا برغم إنها تقع في عدة محركات. فإذا كانت تلك النشرة قد بدأت بعد الديباجة اللازمة بملخص اتفاق الحوالة وانتهت بإقرار المستشار القانوني للمحيل، ونظنه ترتيبا مقصودا، فإن كل البنود الأخرى المنصوص عليها بإخطار السندات لا يمكن إلا أن تكون بنودا في اتفاق الحوالة المبدئي. فجميعها يدور حول خدمة واحدة ألا وهي تمويل المحيل بمدخرات حملة السندات.

ولئن كانت نشرة الاكتتاب، على ذلك النحو، تدل بما لا يدع مجالا للشك على أن الوعد المنفرد بالحوالة من جانب المحيل تحول إلى وعد بالبيع وبالشراء الملزم للجانبين فيلتزم المحيل ببيع محفظة الحقوق وفي نفس الوقت تلتزم شركة التوريق بشرائها منه. وإن كنا هنا بصدد بيع تام، إلا أنه يبقى بيعا ابتدائيا ولا يعتبر بيعا نهائيا ويرجع ذلك إلى سببين : الأول، ويتعلق بإرادة المتعاقدين في إنهما لا يرغبان في ترتب آثار العقد النهائي على اتفاقهما هذا. ففي حين أن المحيل يبغى من صفقة التوريق تمويله بمدخرات المستثمرين، وقد يشترط أن الحوالة لن تكون الحوالة نافذة وناجز إلا بالاكتتاب الكامل في السندات، فإن شركة التوريق لن يتأتى لها سداد حقوق المحيل إلا عن طريق الاكتتاب في السندات التي تصدرها. والسبب الثاني، يتمثل في ضرورة موافقة الهيئة على تلك النشرة، إذ تنص المادة 4 من القانون رقم 95 لسنة 1992 على أنه "لا يجوز طرح أوراق مالية لأي شركة إلا بناء على نشرة اكتتاب معتمدة من الهيئة يتم نشرها في صحيفتين يوميتين صباحيتين وأسعتى الانتشار أحدهما على الأقل باللغة العربية". ويجب أن تحرر نشرة الاكتتاب وفقا للنماذج التي تعدها الهيئة. وتنص المادة 47 اللائحة التنفيذية للقانون المذكور على أنه " للهيئة أن تعترض - خلال اسبوعين من تاريخ تقديم نشرة الاكتتاب إليها- على عدم كفاية أو دقة البيانات الواردة بها". ويجب على الشركة ومراقبي حساباتها موافاة الهيئة بما تطلبه من بيانات ووثائق للتحقق من صحة البيانات الواردة بنشرة الاكتتاب (مادة 7 من القانون رقم 95 / 1992) كما تنص المادة 50 من اللائحة التنفيذية للقانون على أن "ينشر موجز لنشرة الاكتتاب وتعديلاتها بعد اعتمادها من الهيئة متضمنا البيانات الرئيسية لها في صحيفتين يوميتين وأسعتى الانتشار احدهما على الأقل باللغة العربية قبل بدء الاكتتاب بخمسة عشر يوما على الأقل أو خلال عشرة أيام من تاريخ اعتماد تعديل النشرة حسب الأحوال "

وعلى أى حال، فالعقد الابتدائى يتم بنفس الأركان وشروط الصحة التى يتم بها العقد النهائى ولا بد من تحديد وقت يبرم فيه العقد النهائى(1)، وهو يتم بعد الموافقة على إصدار السندات (مادة 307 من اللائحة التنفيذية للقانون 95/ 92

وبينما يترتب على اعتبار العقد المحرر بين المحيل وشركة التوريق عقدا ابتدائيا نفس الآثار التى تترتب على العقد النهائى. فيلتزم البائع (المحيل) بنقل ملكية المبيع إلى المشتري وتسليم المبيع وبضمان التعرض والاستحقاق والعيوب الخفية، ويلتزم المشتري(شركة التوريق) بدفع الثمن والمصروفات وتسليم المبيع، فإن الذى يميز العقد الابتدائى عن البيع النهائى أن كل هذه الالتزامات التى تقدم ذكرها لا يقصد تنفيذها فى الحال، بل تبقى موقفة إلى حين تحرير البيع النهائى. ويزيد العقد الابتدائى فى آثاره، أنه ينشئ التزاما فى ذمة كل من الطرفين بإبرام البيع النهائى فى الميعاد المتفق عليه وهو التزم بعمل. فإذا امتنع أحد الطرفين دون مبرر عن القيام بالتزمه بإبرام هذا العقد جاز للطرف الآخر إجبار، على القيام بهذا الالتزام بإستصدار حكم ضده بوقوع البيع النهائى أو بصحة التعاقد. وهذا الحكم يقوم مقام العقد النهائى(2) غير أنه وعلى أى حال يتوقف على موافقة الهيئة على إصدار السندات.

الفصل الثالث

الاتفاق النهائى على الحوالة

تنص المادة 2 من قانون سوق رأس المال على أن " على كل شركة ترغب فى إصدار أوراق مالية أن تخطر الهيئة بذلك، فإذا لم تعترض الهيئة خلال ثلاثة أسابيع من تاريخ الإخطار كان للشركة السير فى إجراءات الإصدار وذلك دون إخلال بأى حكم آخر فى هذا القانون " كما تنص المادة 303 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95/ 92 على أنه " يقدم الإخطار بإصدار السندات مرافقا به ما يلى 1- نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات 2- الاتفاق المبرم بين شركة التوريق وأمين الحفظ 3- اتفاقات الضمانات الإضافية فى حالة وجودها 4- اتفاق الحوالة المبدئى المبرم بين شركة التوريق والمحيل 5- اتفاق ضمان تغطية الاكتتاب فى السندات، مالم يتضمن الإخطار ونشرة الاكتتاب ما يفيد أن الحوالة لن تكون نافذة وناجزة إلا بمجرى تغطية الاكتتاب بالكامل 6- الاتفاق المبرم بين شركة التوريق والجهة المسؤولة عن تحصيل الحقوق المحالة 7- شهادة من مراقب الحسابات بصافى قيمة المحفظة وأسس تقييمها 8- التدفقات النقدية المتوقعة لمحفظة التوريق وأسس إعدادها معتمدة من شركة التوريق مرافقا بها تقرير من مراقب حساباتها 9 - المستندات المنصوص عليها فى المادة 7 من هذه اللائحة 10 - المستندات والبيانات الأخرى التى يصدر بها قرار من مجلس إدارة الهيئة.

وإذا كانت المادة 41 مكررا (1)/2، 1(3) من القانون 95/ 92 تنص على أن " تتم الحوالة بموجب اتفاق بين المحيل وشركة التوريق وفقا للنموذج الذى تعده الهيئة. ويجب أن تكون الحوالة نافذة وناجزة وغير

1- السنهورى المرجع السابق ص 54

2- نفس المرجع نفس المكان

3 - تنص المادة 41 مكررا 1 على تتم حوالة محفظة التوريق بموجب اتفاق بين المحيل وشركة التوريق المحال إليها وفق النموذج الذى تعد هيئة سوق المال. ويجب ان تكون الحوالة نافذة وناجزة وغير معلقة على شرط وناقلة لجميع الحقوق والمستحقات

معلقة على شرط وناقلة لجميع الحقوق والمستحقات والضمانات المحالة .." ، فإن المادة 307 من اللائحة التنفيذية للقانون أوضحت أن حوالة محفظة التوريق تتم بموجب اتفاق نهائي للحوالة بين المحيل وشركة التوريق المحال إليها وفقا للنموذج الذى تعدها الهيئة بعد الحصول على موافقتها على إصدار السندات أو انتهاء المدة التى يجوز للهيئة خلالها الاعتراض على الإصدار بحسب الأحوال.

ونصت المادة 308 من اللائحة المشار إليها على التزام شركة التوريق بإخطار الهيئة باتفاق الحوالة النهائى ونشر ملخصه فى جريدين يوميتين صباحيتين واسعتى الانتشار أحدهما على الأقل باللغة العربية خلال أسبوع من تاريخ إبرام الاتفاق، على أن يتضمن الإخطار والملخص الذى يتم نشر البيانات التى يصدر بها نموذج من الهيئة. وحكمة الإخطار باتفاق الحوالة النهائى تبدو من أنه يجوز أن تختلف شروط العقد النهائى عن العقد الابتدائى باتفاق الطرفين، فإذا كان ذلك وكانت شركة التوريق ملزمة بالإفصاح عن أية تعديلات تطرأ على البيانات والمستندات والوثائق التى على أساسها تم تأسيس الشركة وكان وجود الوعد بالحوالة من مقتضيات الموافقة على تأسيس الشركة، وأن من الواجب تغيير شروط الحوالة بين المحيل وشركة التوريق، فهذا يجب إخطار الهيئة بالاتفاق النهائى على الحوالة.

وعلى ذلك النحو، فإذا كان اتمام العقد النهائى لحوالة محفظة التوريق يتوقف على موافقة الهيئة على إصدار السندات، فإن تاريخ العقد النهائى يتحدد إما بتاريخ الموافقة على إصدار السندات أو فوات مدة ثلاثة أشهر من تاريخ الإخطار بإصدار السندات. ولا يكون للتعاقد بينهما إلا تاريخا واحدا هو تاريخ البيع النهائى ولا عبرة بتاريخ إصدار السندات أو بتاريخ نشره الاككتاب، وإذا ما انعقد البيع النهائى لا يبقى إلا هو لتنظيم العلاقات بين المتعاقدين.

ولئن كانت المادة 303 من القانون المدنى تنص على أنه "يجوز للدائن أن يحول حقه إلى شخص آخر إلا إذا حال دون ذلك نص القانون أو اتفاق المتعاقدين أو طبيعة الالتزام .." وكانت المادة 11 من القانون 148 / 2001⁽¹⁾ تجيز للممول أن يحيل حقوقه المالية ومستحقاته آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها والناشئة عن اتفاق التمويل وذلك وفقا لأحكام الفصل الثالث من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 / 1992 إلا أن المادة 307 من اللائحة التنفيذية للقانون نصت على أن الاتفاق النهائى لحوالة محفظة التوريق يتم بعد الحصول على موافقة الهيئة على إصدار السندات يشير إلى أن حوالة محفظة التوريق لا تتم فقط بموجب اتفاق بين المحيل وشركة التوريق المحال إليها. لذا، فقد حال بين إجازة حوالة الممول لحقوقه نص اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال. ومن ثم ، وطالما أن تلك الحوالة تجرى وفقا لأحكام القانون 95 / 1992. فإن الأصل أنه لا يجوز للمحيل أن يحيل حقوقه ومستحقاته آجلة الدفع إلا بموافقة الهيئة على إصدار السندات.

والضمانات المحالة وأن يكون المحيل ضامنا لوجودها وقت الحوالة ولا يكون مسئولا عن الوفاء بأى منها بعد اتمام الحوالة الى شركة التوريق ويجب اخطار الهيئة بذلك ونشر ملخص واف لاتفاق الحوالة فى جريدين صباحيتين واسعتى الانتشار إحدهما على الاقل باللغة العربية.

¹ - المادة الثانية من القانون رقم 95 لسنة 92 يستبدل بنص المادة 11 من قانون التمويل العقارى الصادر بالقانون رقم 148 لسنة 2001 النص التالى مادة 11 يجوز للمول أن يحيل حقوقه المالية ومستحقاته آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها والناشئة عن اتفاق التمويل ، وذلك وفقا لأحكام الفصل الثالث من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 / 1992

وإذا كانت الهيئة تتطلب لإتمام حوالة محفظة التوريق أن تفرغ في النموذج الذي تعده الهيئة (1) هيئة سوق المال) وأن يتم إخطارها بذلك ضمن المستندات التي ترفق بالإخطار بالسندات(المادة 303 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 92/ 95)، فإن حوالة محفظة التوريق تعد عقدا شكليا بحسبان أن الحوالة يجب لتمامها إتباع شكل مخصوص يعينه القانون. وإرادة المتعاقدين هي التي يقع عليها الشكل (2) .

وعلى ذلك النحو، فبينما لا تشترط حوالة الحق في القانون المدني شكلا خاصا لانعقادها كما أنها تنعقد بمجرد توافق الإيجاب والقبول حتى ولو كان المحال به مضمونا برهن رسمي أو بأي حق عيني آخر، فإن حوالة محفظة التوريق (3) لا تنعقد بمجرد توافق الإيجاب والقبول، كما أن المشرع يتطلب أن تنعقد في شكل خاص هو النموذج الذي تعده الهيئة. لذا، فقد خرج المشرع في حوالة محفظة التوريق عن الحوالة في القانون المدني، فيما تقدم.

وبينما يكون من شأن انعقاد الحوالة في القانون المدني انتقال الحق المحال به من المحيل إلى المحال إليه ولو كان المحال له دفع فيها ثمنا أقل وللمحيل أن يحبس سند الدين عن المحال له حتى يستوفى المقابل، فإنه، بشأن حوالة محفظة التوريق، وإذ تنص المادة 41 مكررا (1) من القانون 92 / 95 على أن تكون الحوالة نافذة وناجزة وغير معلقة على شرط وناقلة لجميع الحقوق والمستحقات والضمانات المحال، فإن المادة 304 من اللائحة التنفيذية للقانون (4) أجازت تعليق انتقال حوالة محفظة التوريق على الاكتتاب الكامل في كل سنداتها. وبينما قد يتضمن الإخطار بإصدار السندات والنشرة أن الحوالة لن تكون نافذة وناجزة إلا بالاكتتاب الكامل، فإن المادة 305 من ذات اللائحة تنص على أنه " في حالة عدم تمام التغطية حتى تاريخ قفل باب الاكتتاب يتعين إخطار الهيئة بذلك في اليوم التالي على الأكثر ور: المبالغ التي تم سداها للاكتتاب خلال مدة لا تتجاوز ثلاثة أيام عمل من ذلك التاريخ.

لذا، فإذا كان بإمكان المحيل في التوريق أن يعلق انتقال الحقوق إلى سداد ثمنها بالكامل بالاكتتاب الكامل في السندات، فإن ذلك لا يعنى غير أن الحوالة إذا انعقدت بالعقد النهائي، فإنها يجب أن تكون نافذة وناجزة وناقلة للحقوق والمستحقات المحالة وهي تكون كذلك إذا تم الاكتتاب بالكامل في السندات أولم يكن هناك تعليق لانتقال الحقوق على شرط سداد ثمنها بالكامل أو كان هناك اتفاق على التغطية، بما يعنى أن

¹ - Jean-Norbert Pontier ,Developments in French securitization legal environment, OCTOBER 7, 2010

[http://www.nixonpeabody.com/linked_media/publications/Securitization and Structured 10 07 2010.pdf](http://www.nixonpeabody.com/linked_media/publications/Securitization_and_Structured_10_07_2010.pdf)

Full legal assignment to the OT to be performed by a single transfer document

² - السنهورى - الوجيز فى شرح القانون المدنى ج1 نظرية الالتزام بوجه عام ص 40

³ - ويمكن تبين سلطة هيئة سوق المال على الشركات العاملة فيه من نص المادة 121 من اللائحة التنفيذية لهئية سوق المال والتي تنص فى عجزها على مايلى وتخطر الهيئة بصورة من الاتفاق وعلى الهيئة إبلاغ ملاحظاتها للشركة خلال ثلاثين يوما من تاريخ وصول الإخطار كما تنص المادة 47 من ذات اللائحة التنفيذية على انه ((للهيئة أن تعترض خلال أسبوعين من تاريخ تقديم نشره الاكتتاب على عدم كفاية أو دقة البيانات الواردة بها وللهيئة أن تكلف المؤسسين بإستكمال البيانات المشار إليها أو بتصحيحها أو تقديم أية بيانات أو توضيحات تكميلية أو أوراق أو مستندات إضافية ويوجه الاعتراض أو طلب استكمال البيانات وغير ذلك من الأوراق إلى المؤسسين أو يوجب عنهم قانونا

⁴ - فقد تمت مخالفة هذا الشرط فى المادة 304 / 10 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال إذ أنه قد تعلق من جانب المحيل على تغطية الاكتتاب الكامل فى السندات (مضافة بالقرار رقم 139 لسنة 2006)

حوالة التوريق لاتخالف القواعد العامة من ناحية أنها إذا انعقدت، فإنها تكون نافذة وناجزة وناقلة للحقوق ولو دفع فيها ثمنا أقل.

وعلى ما تقدم، يمكن تعريف حوالة محفظة التوريق العقاري، بأنها اتفاق بالبيع⁽¹⁾ بين المحيل والمحال عليه لمحفظة التوريق. يجرى في النموذج الذي تعده هيئة سوق المال وتتطلب موافقة الهيئة مع وجوب النشر بالصحف ولا تتطلب موافقة المحال عليه انعقادها أو لنفاذها.

ومما شك فيه أن حوالة التوريق تقع دائما في مستندات وتفاقيات متبادلة ما بين المحيل وشركة التوريق بما لايجوز معه اللجوء إلى البينة والقرائن لإثبات تلك الحوالة.

الفرع الثالث

نفاذ الحوالة

يتطلب نفاذ الحوالة في حق المدين والغير طبقا للقانون المدني إعلان الأول بها أو قبوله لها : فأما عن قبول المدين وإعلانه بها فهو لازم لمعرفته إلى من يتجه لوفاء دينه أو قضائه معه بأي سبب من أسباب انقضاء كالتجديد والمقاصة والإبراء . وأما الغير، فإنه يجب لنفاذ الحوالة في حقه إما إعلان المدين بالحوالة أو قبوله لها، إلا أنه يلزم أن يكون للقبول بالحوالة تاريخ ثابت وفي هذا الصدد نصت المادة 305 مدنى على أنه "لا تكون الحوالة نافذة قبل المدين أو قبل الغير إلا إذا قبلها المدين أو أعلن بها على أن نفاذها قبل الغير بقبول المدين يستلزم أن يكون هذا القبول ثابتا التاريخ".

وإذا كان قانون التمويل العقارى رقم 148 / 2001 فى المادة 6 / و قرر التزم المشتري بقيد حق امتياز الثمن المحالة أقساطه إلى الممول وذلك ضمنا للوفاء به. كما الزم بالفقرة(ز) من نفس المادة اعطاء الاتفاق تاريخا ثابتا ، فقد أصبح المدين قابلا للحوالة ولهذا القبول تاريخ ثابت. ومن ثم، تصبح الحوالة نافذة فى حق المدين وأيضا فى حق الغير، إذ ليس للقبول شكل خاص فكما يكون شفويا قد يكون ضمنيا وليس أدل على قبول المدين للحوالة بتاريخ ثابت من قيامه بنفسه بقيد امتياز الثمن للأقساط المحالة.

وإذ أجاز المشرع للممول أن يحيل حقوقه المالية ومستحقاته آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها والناشئة عن اتفاق التمويل... (مادة 11 من القانون 148 / 2001) فإن حوالة محفظة التوريق بحكم طبيعة اتفاق التمويل هي نافذة فى حق المدين والغير لصالح البنك المحيل. فإذا كان صحيحا أن المدين لا يقبل ولا يعلن بحوالة حقوق البنك لشركة التوريق، فإنه فى الواقع وإن تغير دائنه قانونا فإنه لم يتغير من حيث الشكل من يجب الوفاء اليه، فالبنك المحيل هو الذى يتولى غالبا إن لم يكن دائما تحصيل الحقوق والمستحقات المحالة ومباشرة حقوق شركة التوريق فى مواجهة المدينين لصالح حملة السندات التى تصدرها الشركة بصفته نائبا عنها (41 مكررا (1) / 2 القانون 95 / 92). وإذا كانت الحوالة نافذة فى حق المدين بقبوله الرسمى ثابت التاريخ، فهى أيضا نافذة فى حق الغير(المادة 305 مدنى).

¹ - عبد الحى حجازى - نظرية الالتزام ج2 ص 244 تأخذ الحوالة التى تتم فى مقابل نقدى حكم البيع . وتتم حوالة التوريق مقابل ثمن تلتزم به شركة التوريق المحال لها

ولئن كان قيام البنك المحيل بتحصيل مستحقات محفظة التوريق لا يتطلب اعلان المدينين بحوالة محفظة التوريق وكان ذلك هو الأجدى في علاقات المحيل مع عملائه إذا كان بنكا، علاوة على أنه يوفر في الوقت والإجراءات وبالتالي النفقات، إلا أن المادة 41 مكرراً (1) / 2 من القانون 95 / 92 نصت على أنه إذا تم الاتفاق على أن غير المحيل هو الذى يتولى تحصيل حقوق محفظة التوريق ، يتعين على المحيل إخطار المدينين الملزمين بالحقوق والمستحقات والضمانات المحالة بهذه الاتفاق وذلك بكتاب مسجل بعلم الوصول.

وبينما تنص المادة 309 / ب من اللائحة التنفيذية للقانون على أن " تلتزم شركة التوريق بتقديم نسخة أصلية من الاتفاق بين شركة التوريق والمحيل أو من تم الاتفاق معه على تحصيل الحقوق...، فإن المادة 304 / 7 من ذات اللائحة تنص على أنه يجب تحديد الجهة التى تقوم بتحصيل المبالغ المستحقة عن الحقوق المحالة وأنه يجب اعتماد هذا البيان أو الاتفاق من رئيس مجلس الإدارة أو العضو المنتدب بشركة التوريق وبالشركة المحيلة والمستشار القانونى لعملية التوريق ، وذلك على حسب الأحوال.

فإذا كان الاتفاق على تولى غير المحيل تحصيل مستحقات محفظة التوريق، على ذلك النحو، يتم باتفاق بين البنك المحيل وشركة التوريق، بل إنه يتعين على المحيل قانوناً إخطار المدينين بكتاب مسجل بعلم الوصول، فإن ذلك الإخطار لا يقوم مقام القبول أو الاعلان ثابتى التاريخ والذين تنفذ بأيهما الحوالة فى حق المدين أو الغير. فإذا كان المشرع قد قرر أن الحوالة تكون نافذة فى جميع الأحوال ومنتجة لأثرها دون اشتراط موافقة المدين أو إخطار، بها (المادة 41 مكرراً (1) / 1 القانون 95 / 92)، فإنه لا يمكن من تلك الفقرة إلا لقبول المدين الثابت التاريخ باتفاق التمويل. لذا، فإن إخطار المدين عندما لا يقوم المحيل بالتحصيل ليس له أثر قانونى فيما يتعلق بنفاذ الحوالة، فليس لهذا الإخطار من أثر إلا فى إعطاء صفة لمن يقوم بالتحصيل بالنيابة عن شركة التوريق، إذا كان غير المحيل. فالمحصل غير المحيل لا يعد كالمحيل فهو فقط يقوم بوظيفة إدارية.

وإذا كان المشرع قد تتطلب نشر ملخص واف لاتفاق الحوالة فى جريدتين صباحيتين واسعتى الانتشار صباحيتين واسعتى الانتشار أحدهما على الأقل باللغة العربية، وكان النشر فى الصحف يعد من قبيل الإعلان عن البيع لاتفاق الحوالة وقد استخدمه المشرع فى قانون المرافعات للإعلان عن بيع العقار فى المزد العلني (1) كما استخدم النشر فى الصحف فى المادة 19 من قانون التمويل العقاري فى ذات الشأن(2)، فإنه قد يثور التساؤل عما إذا كان النشر المنصوص عليه فى المادة 41 مكرراً (1) من القانون المشار اليه يقوم مقام الإعلان لنفاذ الحوالة فى ضوء المادة 305 من القانون المدنى.

¹ -الدكتور احمد ابو الوفا - إجراءات التنفيذ فى المواد المدنية والتجارية ط 1991 ص 726

² - المادة 19 من قانون التمويل العقاري ((على الوكيل العقارى أن يعلن كلا من المستثمر وحائز العقار والدائنين المقيدة حقوقهم بشروط البيع قبل اليوم المحدد لإجراء المزيدة بمدة لاتقل عن ثلاثين يوماً ولا تجاوز خمسة وأربعين يوماً ، كما يقوم بلصق الإعلان على العقار وعلى اللوحة المعدة للإعلانات بالمحكمة المختصة الكائن فى دائرتها العقار مع نشر، فى جريدتين يوميتين واسعتى الانتشار على نفقة المستثمر وللمول أو المستثمر أن يطلب الإعلان أوالنشر أكثر من مرة على نفقة ولم تتعرض لها اللائحة التنفيذية وراجع أيضا المادة 4 من القانون 195 لسنة 1992 قانون سوق راس المال التى تنص على أنه لا يجوز طرح أوراق مالية لأية شركة . . . فى اكتباب عام للجمهور لإبناء على نشره اكتباب معتمدة من الهيئة يتم نشرها فى صحفتين يوميتين صباحيتين واسعتى الانتشار إحداهما على الأقل باللغة العربية ويجب أن تحرر نشره اكتباب وفقا للنماذج التى تعدها الهيئة .

في الحقيقة لا يمكن اعتبار النشر المتطلب بالمادة 41 مكررا من قبيل الإعلان الذي تطلبته المادة 305 مدني فالإعلان المتطلب بهذه الاخيرة بدلا من القبول هو الإعلان بورقمة رسمية من أوراق المحضرين والنشر ليس كذلك، فالعلم الفعلي لا يغني على الإعلان الرسمي⁽¹⁾. وبينما يتطلب المشرع في الحوالة المدنية لنهاها إما قبول المحال عليه أو إعلانه بها، فإنه إذا كانت حوالة محافظة التوريق نافذه في جميع الأحوال دون التوقف على موافقة المدين أو اخطار، (مادة 41 مكررا (1) / 3 القانون 92 / 95)، وإذا كان الإعلان كالقبول يفيد حتما بنفاذ الحوالة وهذا هو المقصود: من كل من القبول والإعلان ذو التاريخ الثابت، فإن عدم تطلب موافقة المدين تنسحب على عدم تطلب إعلانه، إذ إن أيهما محل الأخر في نفاذ الحوالة. لذا، فإن النشر في الصحف لا يقوم مقام الإعلان وفقا للمادة 305 مدني ولا يبقى للنشر من دور إلا في إعلام حملة السندات بتمام حوالة محافظة التوريق، وقيام حقوقهم قبلها. كما يجري على ذلك قانون سوق رأس المال رقم 1992/ 95.

المطلب الثاني

آثار الحوالة

إذ انعقدت حوالة محافظة التوريق فهناك علاقة تقوم بين المحال له (شركة التوريق) والمحيل، وأخرى تقوم بين المحال له والمحال عليه (المدين)، نتعرض لدراستهما كما يلي

أولا- علاقة شركة التوريق بالمحيل

نصت المادة 41 مكررا (1) من القانون رقم 92 / 95 ويجب أن تكون الحوالة وناقلة لجميع الحقوق، والمستحقات، والضمانات المحالة وأن يكون المحيل ضامنا لوجودها وقت الحوالة، ولا يكون مسؤولا عن الوفاء بأي منها بعد إتمام الحوالة إلى شركة التوريق. فبمجرد أن تنعقد الحوالة بين المحيل والمحال له ينتقل الحق المحال به من المحيل إلى المحال له وينتقل الحق بكل قيمته حتى لو كان المحال له دفع ثمنا أقل.

وينتقل هذا الحق بالحالة التي يكون عليها وقت انعقاد الحوالة النهائية ولا يستطيع المحيل أن يتصرف في الحق المحال به مرة ثانية. وينتقل الحق إلى المحال له بما له من صفات ودفع. فالأثر الجوهري للحوالة هو نقل الحق المحال به من المحيل إلى المحال له بنفس صفاته وتوابعه، كالأقساط، والفوائد⁽²⁾، وضماناته كالكفالة، والامتياز، والرهن مادة 307 مدني .

¹ - نقض مدني 24 / 5 / 1976 مجموعة المكتب الفني 2 قضت محكمة النقض بأن العلم الفعلي لا يغني عن العلم القانوني المستفاد من القبول أو الإعلان

² - قضت محكمة النقض بأن حوالة الحق لا ينشئ التزاما جديدا في ذمه المدين وإنما تنقل الالتزام الثابت أصلا في ذمته من الدائن إلى دائن آخر باعتبار هذا الالتزام حقا للدائن المحيل وينتقل بها الالتزام بجميع مقوماته وخصائصه وينبى على ذلك ان يظل هذا الالتزام بعد حوالاته محكوما بذات القانون الذي نشأ في ظله من حيث طبيعته وصفاته وثباته وقابليته للحوالة والشروط اللازمة لذلك فاذا صدر قانون يغير من هذه الأحكام فلا يسرى على هذا الالتزام إلا في نطاق ما يستحدثه من قواعد أمر، تتصل بالنظام العام (نقض مدني 23 / 12 / 1967 - مجموعة المكتب الفني 18 ص 1744

وإذ تنص المادة 41 مكرر (2) / 5 من القانون 95 / 92 على أن " وتكون المبالغ و المستندات والأوراق المالية والتجارية المودعة لدى أمين الحفظ وفقا لأحكام هذه المادة ملكا لحملة السندات. فإن نقل هذه الحقوق الثابتة بها يتم وفقا للقواعد العامة بحسب نوع الورقة . غير أنه يراعى بالنسبة للأوراق المالية أنه بصور القانون رقم 93 / 2000 تتحول تلك الأوراق إلى قيود حسابية ويصبح تداولها يتم عن طريق القيد الدفترى لدى شركة الإيداع والقيود المركزي (مادة 12).

ويضمن المحيل أفعاله الشخصية طبقا لنص المادة 311 مدني، فيضمن المحيل جميع أفعاله التي من شأنها الانتقال من الحق المحال به (1)، أو زواله. فهي مسئولية طبقا للقواعد العامة تتحقق ولو اشترط عدم ضمان المحيل (2). فإذا كان الغير هو كل شخص كسب حقا من جهة المحيل على الحق المحال به يتعارض مع حق المحال له كمال له آخر أو دائن للمحيل وقع حجز على الحق المحال به تحت يد المحال عليه أو دائن للمحيل بعد شهر إفلاس المحيل أو شهر إعسار، وكانت الحوالة نافذة لصالح البنك ولصالح شركة التوريق تجاه هذا الغير، فإن المحيل في حوالة التوريق يضمن أفعاله تجاه هذا الغير.

ولئن كان المحيل لا يضمن الحوالة إلا وقتها ولا يكون مسئولا عن الوفاء بأي منها بعد إتمام الحوالة إلى شركة التوريق (3)، إلا أنه إذا كان الحق غير موجود وقت صدور الحوالة فيجب الضمان على المحيل. كما لو كان مصدر هذا الحق عقدا باطلا أو عقدا قابلا للإبطال لمصلحة المدين فأبطله هذا، أو إذا كان هذا الحق قد انقضى قبل صدور الحوالة كأن يكون المحيل قد استوفاه أو قضاه بالتجديد أو المقاصة أو اتحاد الذمة أو الإبراء أو انقضى الحق بالتقادم. وكما يكون المحيل ملتزما بضمان وجود الحق يكون ملتزما بضمان وجود توابعه التي تنتقل معه كالتأمينات.

وأحكام الضمان ليست من النظام العام (المادة 308 مدني). فبينما تنص هذه المادة على أنه إذا كانت الحوالة بعوض فلا يضمن المحيل إلا وجود الحق المحال به وقت الحوالة، ما لم يوجد اتفاق يخالف ذلك، فإن المادة 309 تنص على أن المحيل لا يضمن يسار المدين إلا إذا وجد اتفاق خاص على هذا الضمان. وإذا ضمن المحيل يسار المدين فلا ينصرف هذا الضمان إلا إلى اليسار وقت الحوالة، ما لم يتفق على غير ذلك. وفي هذا الصدد قررت المادة 41 مكررا (1) من القانون رقم 95 / 92 أن المحيل يضمن الحوالة وقت الحوالة ولا يكون مسئولا عن الوفاء بأي منها بعد اتمام الحوالة معدلا بذلك ما جاء بالمادة 11 من قانون التمويل رقم 148 / 2001 فيما يتعلق بأن الممول يضمن الوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية المشار إليها.

ثانيا - علاقة المحال له (شركة التوريق) بالمدين

يترتب على انعقاد حوالة التوريق، وفقا لما تطلبت المادة 41 مكررا (1) من القانون المشار إليه، أن تكون نافذة ومنتجة لأثارها دون اشتراط موافقة المدين أو اخطار بها . ومن هنا، فحق المحال له تجاه المحال

¹ - راجع المادة 304 من اللائحة التنفيذية للقانون 95/ 92 مضافة بالقرار رقم 139 / 2006

² - السنهوري الوجيز في شرح القانون المدني المرجع السابق ص 1162

³ - المادة 41 مكررا 1 من القانون 95 / 92

عليه لا يختلف بحسب ما إذا كان هناك إعلان بالحوالة أو قبولها من المدين أم لا ، بل أن حوالة محفظة التوريق لا تمر بمرحلة الحقوق التي تلي انعقاد الحوالة وتسبق إعلانها .

فإذا كانت حوالة التوريق نافذة من تمام انعقادها، فمن هذا الوقت لا يكون للمحال عليه إلا دائن واحد هو المحال له فيمتنع على المحيل أن يطالب المدين بالحق المحال به لنفسه، إذ يعمل المحيل غالباً ، وإن لم يكن دائماً دور نائب شركة التوريق في تحصيل المستحقات⁽¹⁾. وإذا كان غير المحيل هو القائم بتحصيل الحق من المدين، فإنه يسلم إليه المستندات التي تثبت له الصفة والحق في مطالبة المدين، ويمتنع كذلك على المحيل أن يتقاضى الحق من المحال عليه. كما لا يجوز أن يوقع أحد دائني المحيل حجزاً تحفظياً على الحق المحال به تحت يد المحال عليه ويجوز للمحال له أو من يعمل نائباً عنه أن يجبر المحال عليه على الوفاء بالحق كاملاً، كما يجوز له أن يقضى الحق بأى سبب من أسباب الانقضاء كالتجديد والمقاصة والبراءة. وإذا أجل المحال له محل المحيل في نفس الحق المحال به، فإنه يجل محله في صفات هذا الحق حيث ينتقل الحق المحال به بدفوعه وتوابعه ومنه الدعاوى التي تؤكد ذلك وينتقل الحق بضماناته التي تكفله .

وقد قضت محكمة النقض: بأنه إذ كان من المقرر أن الحق المحال به ينتقل بالحوالة من المحال إلى المحال له بصفاته، ودفوعه. كما ينتقل معه توابعه ومنه الدعاوى التي تؤكد ولا يجوز الحكم فيها بعدم قبولها لرفعها من غير ذي صفة⁽²⁾ .

وتنص المادة 132 مدنى على أن للمدين أن يتمسك قبل المحال له بالدفوع التي كان له أن يتمسك بها قبل المحيل وقت نفاذ الحوالة في حقه. فيستطيع المحال عليه أن يتمسك قبل المحال له بالدفوع التي كان يستطيع أن يتمسك بها قبل المحيل وقت تمام الاتفاق النهائي على الحوالة. بيد أنه إذا كان هناك حق للمحال عليه في ذمة المحيل يجعل الحق المحال به ينقضى بالمقاصة فيه، ولكن المحال عليه قبل الحوالة دون تحفظ، فإنه لا يستطيع بعد ذلك أن يدفع مطالبة المحال له بالمقاصة.

ويستطيع المحال عليه كذلك أن يتمسك بالدفوع التي ترجع إلى عقد الكفالة ذاته مثل أن يكون عقد الحوالة باطلاً (1/ 368 مدنى). أما إذا كان سند الحوالة قابلاً للإبطال لمصلحة المحيل، فإن المحيل دون المحال عليه هو من يستطيع أن يتمسك بإبطال الحوالة. ولا يبقى أمام المحال عليه إلا أن يدخل المحيل خصماً في الدعوى التي يرفعها عليه المحال له ويطلب منه إما أن يتمسك بإبطال الحوالة وإلا دفع المحال عليه الحق للمحال له معتبراً سكوت المحيل عن التمسك بإبطال الحوالة إجازةً ضمنية لها.

المبحث الثانى

مدى توافق آلية نقل الأصول مع نظيرتها فى التوريق المقارن

تبنى القانون المصري حوالة الحقوق فى القانون المدنى طريقاً لنقل الأصول. ولئن كانت هذه الحوالة من النظم المستقرّة فى القانون المدنى، إلا أنها لم تصلح للعمل بها على إطلاقها فى نطاق توريق الأصول.

¹ - المرجع السابق المادة 41 مكرر 2 / 5 من قانون التمويل العقارى

² - نقض مدنى 27 يناير سنة 1975 مج أحكام النقض السنة 26 رقم 58 ص 257

ومن ثم، قام المشرع بإدخال تعديلات عليها محاولة منه للتقارب بين ما يحتاجه نظام التوريق من متطلبات في حوالة محفظة الحقوق. وبينما حققت هذه الحوالة الشكلية في القانون المصري ما يعرف بالبيع الحقيقي لأصول التوريق في القانون المقارن، إلا إنها إقتصرت على نقل ملكية الحقوق الشخصية دون ملكية الحقوق العينية المضمونة بها تلك الحقوق. فهذا الأخيرة تنتقل تبعا للحقوق الشخصية بحسب نظامها القانوني. وإن كان ذلك ليس عيبا في الحوالة، وإنما فيما يتبناه نظام التأمينات العينية من عدم نقل ملكية الضمان العقارى للدائن كضمان للقروض؟

وئن كانت أصول صفقة التوريق ليست كما هو الحال في حوالة الحق المدنية إذ قد تبلغ الملايين من الجنيهات، فإنه في حين أن المشرع المقارن حرص أن يخصها بأوصاف معينة خشية تعرضها للخضوع للإفلاس، فإن القانون المصري لم يتضمن أحكاما مختلفة تنطبق على صفقة نقل الأصول فيما يتعلق بالبيع المتدنى أو بالقيمة التفضيلية أو عند احتيال الناقل على دائنيه، بل ترك الأمر بشأنها للقواعد العامة.

وإذا، فكما يتعين بحث أوجه مظاهر اتفاق آلية نقل الأصول في القانون المصري مع نظيرتها في القانون المقارن، يتعين بحث أوجه الاختلاف بينهما وذلك في مطلبين كما يلي

المطلب الأول

مظهرا اتفاق نقل الأصول مع نظيره في التوريق المقارن

يتمثل مظهر الاتفاق بين التوريق في القانون المصري والتوريق في القانون المقارن فيما يتعلق بحوالة الأصول في التعديلات التي أدخلها المشرع على نظام الحوالة في القانون المدني بهدف التقارب مع البيع الحقيقي في القانون المقارن. وكذلك في ابتعاد خطر إعادة تكييف الأصول على أنها قرض بضمان مستحقات المحيل. وتتناول ذلك كما يلي :-

أولا - حوالة محفظة التوريق والبيع الحقيقي للأصول:

لم يكن أمام المشرع المصري إلا نظام حوالة الحقوق ذلك النظام المستقر لنقل الالتزام الإيجابي⁽¹⁾ في القانون المدني ليتخذ وسيلة ينقل بها محفظة التوريق من المنشئ أو الناقل إلى شركة التوريق. غير أنها وبالشكل الذي تجرى عليه لم تناسب التوريق، فأدخل عليها تعديلات حتى تفي بمتطلبات هذا النظام. حتى أصبحت حوالة تلك المحفظة مختلفة عن الحوالة في القانون المدني في بعض الأسس الجوهرية.

وإذ تتفق طبيعة حوالة التوريق في القانون المصري وحوالة محفظة التوريق في القانون المقارن، فكلاهما حوالة بالبيع لأصول محفظة التوريق مما من مقتضاه أن تنتقل الأصول من ذمة المحيل إلى ذمة المحال له حال انعقادها. لذا، فقد نص المشرع المصري في المادة 41 مكررا (2) / 5 القانون 95 / 92 على أنه "وتكون المبالغ والمستندات والأوراق التجارية المودعة لدى أمين الحفظ وفقا لأحكام هذه المادة ملكا لحملة السندات ولا تدخل في الذمة المالية لشركة التوريق، ولا في الضمان العان لدائني المحيل أو الشركة

¹ - انتقال الالتزام يقصد به حوالة الحق وحوالة الدين حال الحياة والانتقال الأول للحقوق هو ما يسمى إنتقالا إيجابيا

وبخلاف محفظة التوريق لا يحق لحملة سندات التوريق التنفيذ على أصول الشركة. وبذلك، يكون المشرع المصرى قد حقق ما يتطلبه البيع الحقيقي لأصول محفظة التوريق.

بيد أنه، بينما يجوز من الأصل حوالة الحقوق الشخصية إلا إذا حال دون ذلك نص القانون أو اتفاق المتعاقدين أو طبيعة الالتزام (مادة 303 مدنى)، فإن حوالة محفظة التوريق بحسبان أنها تجرى وفقا للقانون 95 / 1992 كما صرحت بذلك المادة 11 من قانون التمويل العقارى رقم 148 / 2001 لا تجوز حوالتها من حيث الأصل إلا بموافقة الهيئة فهي لا تنعقد بمجرد تراضى المحيل وشركة التوريق عليها.

وإذا كانت الحوالة بالبيع لا يشترط لانعقادها شكل خاص حتى لو كان المحال به مضمونا برهن رسمى أو بأى حق عينى آخر، ولكن لا يجوز التمسك قبل الغير بحوالة تأمين عينية، إلا إذا حصل التأشير به على هامش القيد الاصلى لهذا التأمين، فإن حوالة محفظة التوريق في المادة 41 مكررا 1 القانون 95 / 92 بتطلبها إفراغ رضاء المحيل وشركة التوريق في شكل معين هو النموذج الذي تعده الهيئة. أصبحت حوالة التوريق حوالة شكلية إذ لا تتم الحوالة النهائية إلا بمراجعة هذا الشكل.

وإذا كان نفاذ الحوالة فى القانون المدنى يتوقف على قبول المدين بها أو إعلانه على أن نفاذها قبل الغير بقبول المدين يستلزم أن يكون هذا القبول ثابت التاريخ (مادة 305 مدنى)، فقد خالفت ذلك حوالة محفظة التوريق واتفق بشأنها القانون المصرى مع كل النظم القانونية في عدم تطلب قبول المدين لتلك الحوالة وكذلك عدم تطلب إعلانه لنفاذها . فإذا كان الغرض من القبول والإعلان وكما جرت به المحاكم والذي يعتد به لنفاذ الحوالة قبل المدين أو الغير، هو الذي يصدر من المدين وقت نفاذ الحوالة أو بعدها، بحيث ينم عن علمه بها فيكف عن سداد الدين للدائن الأصلي، فإن ذلك متحقق بالنسبة إلى المدين فى محفظة التوريق. إذ قبل حوالة حقوق البائع إلى الممول باتفاق التمويل قبولا ثابت التاريخ ، مما يعنى نفاذ الحوالة للممول قبله وقبل الغير. وإن كان بتمام الحوالة النهائية بين ذلك الممول وشركة التوريق تصبح الأخيرة هى دائن المدين، فإن البنك المحيل يعمل غالبا نائبا عنها فى تحصيل مستحقات حوالة محفظة التوريق وبالتالي لم يتغير من حيث الشكل من يوف إليه المدين. ومما لا شك فيه أن المحيل ضمان لافعاله الشخصية قبل شركة التوريق تجاه ما يجمعه من مدينى محفظة التوريق.

وإذا كان غير المحيل هو الذى يتولى تحصيل مستحقات محفظة التوريق، فإن المحيل يخطر المدين بذلك بخطاب مسجل بعلم الوصول، وتسلم لغير المحيل القائم بالتحصيل المستندات المثبتة لحق شركة التوريق فى اقتضاء الحق من المحال عليه (المادة 309 / هـ من اللائحة التنفيذية للقانون 95 / 92) فيوفى إليه أيضا المدين وفاء مبرا . لذا فقد رأى المشرع المصرى أنه لا ضرورة للإعلان لنفاذ الحوالة قبل المدين. ونص على أن الحوالة فى جميع الأحوال نافذة بدون موافقة المدين أو اخطار، مادة 41 مكررا (1) / 3 من القانون.

ثانيا- إبعاد خطر إعادة تكييف صفقة بيع الأصول

قدما أن وكالات التقدير العالمية تنظر عند تقدير التوريق إلى ما إذا كان نقل الأصول قد تم بالبيع الحقيقي أم على سبيل القرض. بمعنى الإجابة على التساؤل هل تنتقل الأصول من ذمة المنشئ إلى ذمة أداة التوريق؟ وفى سبيلها لمعرفة ذلك ترى هل يتم نقل الأصول على مستوى واحد أو مستويين ، وطبيعة نقل

الأصول في كل مستوى، وذلك لرصد الخطر المرتبط بنقل الأصول بإمكانية إعادة تكييف الصفقة كقرض بضمان مستحقات الممول البنك بقدر ما تبقى معه الأصول في ذمة المنشئ عند الإفلاس .

وفي القانون المصري يتم نقل الأصول بالبيع الحقيقي بموجب الحوالة الشكلية (1) بين المحيل شركة التوريق فعند ذلك تكون محفظة التوريق قد انتقلت من ذمة المحيل ولا يمكن اعتبارها من ملكيات المحيل عند وقوعه في الإفلاس إذ تنص المادة 41 مكرر 2 / 5 من القانون المشار إليه . على عدم دخول محفظة التوريق ذمة شركة التوريق وإنها خرجت من ذمة المحيل. فإذا كان قد تقرر للمحيل في القانون المصري حق في فائض استثمار محفظة التوريق طبقاً للمادة 312 فقرة (د) من اللائحة التنفيذية للقانون، فإنه لا يذهب بالبيع الحقيقي إلى حد وصفه بأنه نقل للأصول على سبيل الضمان في ظل النص على أن محفظة الأصول لا تدخل في الضمان العام لدائني المحيل. ومن ثم ، تضحى صفقة نقل الأصول في القانون المصري بيعاً حقيقياً. ولا يمكن إعادة تكييف هذه العلاقة كعلاقة قرض مضمون بضمان مستحقات الممول بما يعنى بعد الأصول عن إفلاس الممول أو المحيل.

ولا يقدر في ذلك ما عبر عنه المشرع المصري في المذكرة الإيضاحية لمشروع قانون التمويل العقاري من أن الأوراق المالية التي ينتجها نظام التوريق تكون مضمونة بشكل مباشر بالضمان العقاري، وفقاً لاتفاقيات التمويل العقاري التي تمت حوالة الحقوق الناشئة عنها، وأن المشرع قصد تحقيق ذلك الغرض المنشود. وهو ضمان مستحقات حملة الأوراق المالية دون أن يتأثر هذا الضمان بكل ما يشغل الذمة المالية لجهة التوريق، فما عبر عنه المشرع المصري لا يعدوا إلا أن يكون تعبيراً عن جوهر عملية التوريق فههدف هذه العملية في النهاية يتمثل في تمكين المقرض الأصلي سواء أكان مصرفاً أم شركة تمويل عقاري أم جهة أخرى مرخصاً لها بذلك من استرداد أموالها، إلا إن ذلك لا يتم إلا عن طريق البيع الحقيقي بحوالة حقوقه لدى الغير (2).

المطلب الثاني

مظهراً اختلاف نقل الأصول مع نظيره في التوريق المقارن

تتشابه من حيث الظاهر حوالة الأصول (محفظة التوريق العقارية) مع الحوالة في نظام التوريق المقارن، فكلاهما حوالة بالبيع للأصول محل التوريق، إلا أن المتمعن في مضمون حوالة الأصول في القانون المصري يجدها مختلفة عن حوالة التوريق المقارن.

فبينما يجري الرهن في القانون الأمريكي بنقل ملكية الضمانة العقارية كضمان، يجري الرهن في القانون المصري بنظام الرهن الرسمي بما من مقتضاه أن يبقى العقار الضامن في ملكية الرهن. فإذا كانت الحوالة في القانون المصري من شأنها حوالة الرهن الضامنة للحقوق الشخصية، فإنها تنتقل إلى المحال له وفق نظامها القانوني وهو ما يمثل فارقاً هاماً بين مدى الحقوق المحالة بحوالة الحقوق في القانون المصري وحوالة الحقوق في نظام التوريق. ومن ثم، يبرز التساؤل حول حقيقة تحقيق الهدف من نقل الحقوق بالبيع الحقيقي وعزل الأصول من إفلاس المنشئ. فإذا كان ذلك يتحقق بحوالة الأصول في القانون المقارن، إلا إنه لا

¹ - المادة 41 مكرراً 1 من القانون رقم 95 / 92

² - الأعمال التحضيرية لقانون التمويل العقاري 143 / 2001

يتحقق بحوالة الحقوق في القانون المصري. إذ إن تحقيق مبدأ ابعاد الأصول عن الإفلاس لا يرتبط فقط بالمنشئ، وإنما يرتبط كذلك في القانون المصري بالمقترض، مما من مقتضاه امكانية اختراق هذا المبدأ فيما يتعلق بالتوريق في القانون المصري هذا من ناحية. ومن ناحية أخرى قد يتم اختراق ذلك المبدأ، فيما لو لم يتضمن القانون تحديد الشروط الخاصة ببيع الأصول ومتى يكون بيعا بقيمة متدنية أو بقيمة تفضيلية ومتى يعد انه تم بالاحتيايل على الدائنين. ومن ثم، قد يشكل قانون الإفلاس خطرا على صفقة نقل الأصول، فيما إذ خلا من تنظيم خاص بتوريق الأصول في حالة إفلاس المنشئ، وعند تحقق تلك الأوصاف بصفقة نقل الأصول ونبين ذلك كما يلي :-

اولا - مضمون الحقوق المحالة بمحفظه التوريق

تجرى الرهون في الولايات المتحدة وكما قدمنا على نقل ملكية العقار الضامن الى الدائن المرتهن أو إلى الترتست إلى حين الوفاء بالسند الإذنى للرهن. فعلى الرغم من أن الحقوق العينية في العقارات لا تعتبر من الأصول المورثة إلا إنها تحمي الأصول المالية، كما إنها قد تتحول إلى أصول مالية بغلق الرهن وبيع العقارات الضامنة.

وإذ استقر الأمر في الولايات المتحدة على أن البيع الحقيقي لمحفظه التوريق يشمل بيع الحقوق الشخصية وبيع الرهون العقارية. فالرهن يتبع السند الإذنى للرهن، بمعنى أنه يتم نقل ملكية سند الرهن والرهن نفسه على سبيل الضمان. فنقل ملكية أصول التوريق لكي يكون فعالا في حماية المستثمر يجب أن تنقل الرهن وسند الرهن معا إلى شركة التوريق. فهو الضمان في استمرار التدفق النقدي وأساسه الحماية من إفلاس المنشئ أو الناقل ومن إفلاس المدين وخطورة تصرفاته في محل الرهن .

وئن كانت حوالة محفظه التوريق في القانون المصري تعمل على نقل الحقوق من ذمة المحيل إلى ذمة المحال عليه والغرض من هذا النقل هو عدم التعرض للأصول المنقولة في حال إفلاس المنشئ لها، وأن الحقوق تنتقل بضماناتها كالرهون العقارية (المادة 307 مدني) ، إلا أن الأخيرة تنتقل خاضعة لنظامها القانوني. وفي هذا الصدد قضت محكمة النقض بأن حوالة الحق لا تنشئ التزاما جديدا في ذمة المدين، وإنما هي تنقل الالتزام الثابت أصلا في ذمته من الدائن إلى دائن آخر، باعتبار هذا الالتزام حقا للدائن المحيل وينتقل بها الالتزام في ذاته بجميع مقوماته وخصائصه. وينبني على ذلك أن يظل هذا الالتزام بعد حوالة محكوما بذات القانون الذي نشأ في ظله من حيث طبيعته وصفاته وإثباته وقابليته للحوالة والشروط اللازمة لذلك. فإذا صدر قانون يغير من هذه الأحكام فلا يسرى على هذا الالتزام إلا في نطاق ما يستحدثه من قواعد أمره تتصل بالنظام العام (1).

لذا، وإن بدت حوالة محفظه التوريق في ظاهرها متطابقة مع مضمون حوالة التوريق المقارن، إلا أنه بالنظر إلى مضمون وطبيعة الحقوق المحالة تظهر مشكلة حوالة التوريق في القانون المصري. وهي ليست مشكلة نابغة من نصوص الحوالة بقدر ما هي نابغة من نظام الضمانات كالرهون العقارية الحيازية منها والغير الحيازية. إذ أن نظام هذه الرهون لا يسمح بانتقال ملكية هذه الضمانات إلى الدائن المرتهن على سبيل

¹ - نقض مدني 23 / 12 / 1967 - مج المكتب الفنى 18 ص 1744

الضمان، وتظل ملكيتها للمدين الرهن. وهنا مكن المشكلة لدينا فحوالة الحق - بصفة عامة- لا تنتقل ملكية الضمانات للمحال له، ولكن تنتقلها بنفس صفاتها (رهن رسمي- حيازي) . وقد رأينا في القسم الأول خطورة أن تظل ملكية المرهون في يد الرهن سواء في الرهن الرسمي أو الحيازي واعتبار ذلك من النظام العام . وبينما يبدو وضوح آثار هذه المشكلة على توريق قروض الائتمان العقاري بشكل عام مع بقاء سلطات المدين أو المقترض على الضمان العقاري، فإن المشرع المصري حاول في نطاق قانون التمويل العقاري أن يحد من أثر ملكية الرهن للعقار المرهون، ولكنه لم يصل إلى تغيير صفته كمالك والتي تجعل له ممارسة سلطات الملكية الثلاثة رغم الحظر الوارء على تصرفاته بموافقة الممول).

وعلى ما تقدم فإن خطر التوريق في النظام القانوني المصري قد يأتي من المقترض الأول. مع ما لذلك من أثر على التدفق النقدي المستمد من أصول الرهن العقاري في ظل بقاء سلطاته المطلقة أو المحدودة في نطاق التمويل العقاري. بالإضافة إلى أثر ذلك على محل الضمان في حالة حتمية الرجوع إليه عند فشل العناصر الأخرى لمنح الائتمان كما قدمنا.

وقد يفيد في الحد من أثر مشاكل الضمانات خروج المشرع المصري على حكم المادة 455 من قانون المرافعات المدنية والتجارية، والتي تنص على أنه في حالة إقامة دعوى الاستحقاق من الغير على العقار المرهون، يحكم القاضي في أول جلسة بوقف إجراءات البيع. إذ جاء نص المادة 27 من قانون التمويل العقاري، مقررًا أنه لا يترتب على رفع دعوى الاستحقاق الفرعية من الغير وقف إجراءات التنفيذ على العقار، ما لم تر المحكمة خلاف ذلك ؛ تجنبًا للتحايل والتعطيل وإطالة أمد الإجراءات بغير مقتضى.

وبينما لا يفيد الإقرار الوارء بالفقرة 10 من المادة 304 من اللائحة التنفيذية للقانون 95/ 92 ، إلا في مسئولية المحيل عن الحقوق الوارءة بمحفظه التوريق، والذي ينص على تطلب إقرار المستشار القانوني لعملية التوريق على أن محفظه التوريق ملكا للمحيل وبخلوها من أي قضايا أو منازعات تؤثر على ملكية المحيل في المحفظه، وحقه في التصرف فيها ...، فإن المشرع المصري عمل على تلافى آثار هذه المشكلة والمتعلقة بطبيعة الرهن بإنشاء صندوق الضمان وهو ما من شأنه أن يعمل على حماية المستثمرين عند تعرض أصول محفظه التوريق للمخاطر، فيما يتعلق بالضمانات العقارية الضامنة للمستحقات المحالة.

وعلى أي حال، نعتقد أن من عناصر تهيئة البيئة القانونية لنظام التوريق العمل على تبنى نقل الملكية على سبيل الضمان بتبنى نظام الملكية الائتمانية ، وقبلها تبنى مرجعية حاسمة لملكية العقارات وإلا نكون قد قمنا بتصدير خطر الضمان العقاري إلى المستثمر. مع ما لهذا من أثر سييء على فاعلية جريان التوريق بالشكل الذي يعمل به في دول القانون المقارن، وعدم نجاحه بشكل مرضى.

ثانيا - خطر قانون الإفلاس على نقل الأصول

لم يخص المشرع أصول محفظه التوريق المصري بأحكام خاصة في قانون الإفلاس ومن ثم ، ينبغي مراعاة قوانين الإفلاس فيما يتعلق بفترة الريبة، وبطلان التصرفات الحاصلة أثناءها. ويتمثل خطر انطباق قانون الإفلاس على صفقة بيع الأصول في احتمال عودة الأصول لذمة المنشئ، مما يمكن أن تكون معه هذه الأصول محل تفليسة دائنيه. وإذ قد يفقد على إثر ذلك المستثمرون استثماراتهم في الأوراق المالية، فقد

حرصت النظم المقارنة على سلامة صفقة التوريق، فخصتها بأحكام تختلف عما يجرى عليه الأمر عندما يتعلق الأمر بصفقات البيوع العادية فتضمنت أحكاما خاصة عند بطلان التصرفات في فترة الريبة، عندما يكون البيع قد تم بأقل من القيمة أو بقيمة تفضلية أو كان بيعا احتياليا، ولما لا وصفقة التوريق هي ذاتها صفقة غير عادية تبلغ مئات ملايين الدولارات.

ويأتي الخطر على صفقة التوريق في القانون المصري من ناحية أنه يمكن التمسك بشأنها بالقواعد العامة الواردة في القانون المدني أو التجاري. فقد يقوم ناقل الأصول بإجراء صفقة نقل الأصول وهو في فترة الريبة. ويمكن أن يتصرف في الأصول بأقل من قيمتها أو بالاحتيايل على دائنيه. ومن ثم، فقد ين: الخطر على الأصول من الحول التي يتبناها قانون الإفلاس في مثل تلك الحالات وهذا ما دفع وكالة التصنيف عند تقدير سلامة هيكل عمليات التوريق إلى إستعراض الظروف التي يمكن فيها لمحكمة الإفلاس في بلد معين أن تلغى أو تبطل صفقة نقل الأصول قبل إيداع عريضة الإفلاس.

وتبقى خطورة انطباق قانون الإفلاس على صفقة التوريق في القانون المصري في مسألة عدم تحديد تاريخ التوقف عن الدفع على وجه القطع، وترك الأمر للمحكمة مع تحويلها حرية إرجاعه إلى ما تشاء من الزمن تبعاً لظروف الحال، وما تستخلصه من وقائع الدعوى، وقد تنعدم في القانون المصري فترة الريبة إذ لم تحدد المحكمة تاريخاً للتوقف عن الدفع، ويعتبر تاريخ حكم الإفلاس هو تاريخ التوقف عن الدفع، وتبقى العشرة أيام التي تضاف في حالات البطلان الوجوب، وبطلان قيد الرموم، وحقوق الامتياز، هذا في حين أن معظم دول العالم نهجت في ذلك، نهجا مختلفا إذ حدد فيها تاريخ التوقف عن الدفع. فعندما يصبح الناقل مفلسا ينظر إلى الوراء لمدة تختلف فيها الأنظمة القانونية. فقد تصل إلى عدة سنوات في بعض الأنظمة (1). وكل نقل للأصول يتم في خلال هذه المدة يكون قابلا للإبطال من جانب المحكمة. بغض النظر عما إذا كانت الأصول قد بيعت أو نقلت بالقيمة السوقية من عدمه(2).

لذا، تركز وكالات التقدير في تحليلها لسلامة هيكل التوريق، فيما يتعلق بأثر قانون الإفلاس على صفقة نقل الأصول، على ما إذا كانت هناك أداة تنظيمية تستخدم للحد من التأثير السلبي على التدفق النقدي، وما إذا كانت لها أثر رجعي أو أثر مباشر. ويمكن القول: إن المشرع المصري بتطلبه وجوب إنشاء صندوق الضمان المشار إليه في المادة 18 من قانون الإيداع المركزي المعدلة بموجب القانون 95 / 1992 قد أوجد هذه الأداة التنظيمية للحد من المخاطر التي يمكن أن تعاني منها أصول التوريق.

1- For example Argentina—2 years, see *id.* at A-10; France—18 months, see *id.* at J-25; Brazil—60 days before first nonpayment/judgment, see *id.* at D-8; England—6 months to 5 years, see *id.* at I-23.

2- See SCHWARCZ, *Structured Financing Techniques*, 10- 29 (stating that the transfer of risk of loss is the most important factor in a true sale).

الخاتمة

الخاتمة

يكمن الهدف الدفين من وراء هذا البحث في الإمساك بعصب مشكلة الائتمان ككل والائتمان العقاري على وجه الخصوص، و تتمثل تلك المشكلة المحورية في مخاطر الائتمان المصرفي ومدى فاعلية الضمانات التقليدية في حماية البنك منها . وفي هذا الإطار لا يمكن الركون إلى ما يتبادر من فهم فيما يتعلق بأسماء القوانين التي ساهمت في حل مشكلة الائتمان العقاري كقانون التأجير التمويلي أو قانون التمويل العقاري، من أن مشكلة الائتمان لدينا تتعلق بالتمويل. فحقيقة الأمر أن المشكلة ليست مشكلة تمويل ، بقدر ما هي مشكلة ضمان مخاطر التمويل في ظل تكديس البنوك بالأموال الكثيرة. لذا، فإن ل ضمانات منح الائتمان أهميتها في الائتمان المصرفي، والتي لا ينكرها منكر.

وبينما حاولت معظم الأنظمة القانونية في العالم حماية الائتمان المصرفي بتنظيم الضمانات التقليدية الحيازية وغير الحيازية إلا أن ذلك لم ينف بقاء مخاطر الائتمان وما يتبعها من مخاطر أخرى متمثلة في مخاطر السوق والسيولة والتي تظهر في حالة الائتمان طويل الأجل على وجه الخصوص وفي ظل أن تلك الضمانات تضمن فقط الاسترداد الآجل للائتمان. ومن ثم، كان التفكير في إيجاد وسيلة يتغلب بها البنك على كل مخاطر الائتمان، وكان توريق الأصول هو تلك الوسيلة التي تتمكن بها البنوك من التغلب على المخاطر التقليدية والمخاطر الأخرى للائتمان المصرفي.

وبينما تعمل الأنظمة المتمرسية في العمل بهذا النظام في كافة الأصول التي تدر دخلا بأوصاف معينة والمضمونة بهذه الضمانات التقليدية، فإن ذلك لا ينف أن تلك الأنظمة لا تعمل في تلك الأصول بنفس القدر

إذ يتميز لديها العمل فى توريق القروض المضمونة بالضمانة العقارية بكبر حجمها عن غير، من القروض المضمونة بالضمانات الشخصية والعينية على المنقول لإرتباط الأول بحل مشاكل مجتمعية واقتصادية.

وإذ واجه المشرع المصرى مشكلة الإسكان بقانون التمويل العقارى ولم يفلح، فقد رأى تفعيل ذلك القانون بتبنى نظام توريق الأصول وأتاح للبنك أن يحيل الحقوق الناشئة عن اتفاق التمويل الى شركة التوريق. ومن ثم، ثار التساؤل حول عدم تبنى ذلك النظام فى توريق محافظ البنك الأخرى المدعومة بالضمانات الشخصية والعينية على المنقول، بل وفى عدم تبنى المشرع نظام توريق الأصول للائتمان المستند إلى الرهون العقارية بشكل عام (الائتمان العقارى فى مجموعه)، وليس فقط فى إطار قانون التمويل العقارى.

فإذا كان المشرع طور الرهن العقارى بصدد قانون التمويل العقارى، واستخدم القروض المضمونة بالضمانة العقارية فى إطار، فى نظام التوريق، فقد ثار التساؤل حول مدى فاعلية تطوير، لهذا الضمان وعدم تطوير، للضمانات الشخصية والضمانات العينية على المنقول ومن هذا المنطلق كان لزمنا أن نلقى نظرة فاحصة على الضمانات الشخصية والضمانات العينية على المنقول، وتبين أنها وإن تميزت بالفعالية النسبية فى حماية الائتمان المصرفى إلا أنه أمكن تطوير بعضها بما يمكن أن تكون معه ضمانات فعالة لحماية الائتمان المصرفى، وبالتالي إمكانية توريقها.

وبينما توجه المشرع المصرى نحو تطوير الضمان الأقوى من بين هذه الضمانات التقليدية بصدد قانون التمويل العقارى، فإن ذلك كان فقط من حيث سلطات الرهن على الضمان العقارى، فقد اغفل مشكلة رئيسية تعانى منها الضمانة العقارية ألا وهى مشكلة استقرار ملكية الضامن للضمان العقارى. وإذ نبتغى العمل على توريق القروض المضمونة بالضمانة العقارية بوجه عام، فقد رأيت أن يكون لي قدم صدق فى الإسهام بإلقاء الضوء على إشكاليات الضمانة العقارية فيما يتعلق بالملكية، وتبين من خلال عرض إشكاليات ملكية الضمان العقارى عدم وجود حماية للدائن المرتهن باعتبار، البنك فى كل مر، تتعلق مشكلته بالنظام العام، على الرغم من أنه يبذل كل ما لديه ليحصل على ضمان خال من العيوب، إلا أنه بفضل ما لا يعلمه، وفى ظل أنه قد لا توجد وسائل توفر العلم بعيوب الضمانة، أو حتى فى ظل وجود هذه الوسائل قد يتقرر فقها وقضاء سقوط الرهن وسقوط الائتمان.

وقد حاولنا أن ننفذ إلى الحالات التي يسقط فيها حق الدائن لمعارضة صحته قواعد النظام العام مبتغين استقرار الضمانة، وزيادة منح الائتمان فى المجتمع باطمئنان البنك إلى الضمانات العقارية لحماية الائتمان المصرفى، ولم نقف بشأنها عند ما هو ثابت وحاولنا مناقشته للوصول إلى تحقيق العدالة، وتوطيد أركان الائتمان من منطلق أن القانون لخدمة المجتمع، وليس العكس. ورأينا كم أن هذه المشكلة بسيطة، فقد تم حلها بقانون التسجيل الأسترالى واستقر الأمر عندهم إلى طريقه واضحة إذا مورست بحسن نية، ترتب عليها صحة التصرف، وتأييد ذلك بالعديد من الأحكام القضائية التي أعملت هذا النظام. فقد تمكن قانون توريق عن طريق الملكية بالسجل، والذي تبنى مبدأ القوة المطلقة للتسجيل، وفى ظل مبدأي الستارة والمرأة الذي يعمل من خلالهما على حل كل المشاكل التي درسناها فى الباب الأول.

وتعرضنا للإشكالية الثانية فى الضمانة العقارية والتي تنبع فى الأساس من طبيعة الرهن الرسمى والحيارى، وبناهما القانونى المستقر على بقاء ملكية العقار المرهون للراهن وكأنه لم يتصرف فيها بالرهن. ورأينا كم مثل هذا نقطة ضعف فى الضمان العقارى من شأنها أن تنقص قيمته أو تعدمها تماما، بل أن وجهة النظر هذه التي قام عليها نظام الرهن الرسمى والتي كانت تعد وقتئذ اختراعا لم تعد ملائمة لضمان الدائن فى ظل ما يتمتع به الراهن من كامل سلطاته على الملكية مع خراب الذمم وتردى الأخلاق.

ولعل هذا مادفع المشرع المصرى وتداركا منه لخطر سلطات المدين المطلقة أن يحد من تصرفاته بنظام التمويل العقارى، فاشترط عليه ألا يتصرف فى العقار الضامن بغير موافقة الدائن المرتهن. وقد رأينا أن ذلك لم ينف عن المالك الراهن ملكيته للعقار المرهون، مما يستطع معه الراهن التصرف رغم هذه الشروط، وقد يخلق ذلك مشاكل عملية.

وعلى أى حال، فإن الضمانات العينية قد تتجر من فاعليتها فى حالة إفلاس المدين لاتجاه المجتمعات إلى الحفاظ على المؤسسات وعدم تشريد العمال، وقد يتم التضحية بالدائن المضمون دينه بتلك الضمانات. لذا، فإن نقل الملكية كضمان هو الضمان الذي يمكن الدائن من الحفاظ على حقوقه ضد مخاطر إفلاس المدين، عندما تتغير الظروف الاقتصادية فى الدولة وما يتبعها من تغييرات تشريعية قد يترتب عليها إهدار فاعلية الضمانات العينية.

وما نحن وإزاء ما تقدم نشاهد العودة إلى النظم القديمة فى الضمان - لعدم مجاراة تطور الرهون الرسمية ما تتطلبه قواعد الائتمان الحديث - فنقل الملكية من المدين الراهن على سبيل الضمان عد أفضل من تركها للمدين، وكأنه لم يتصرف فيها، وهو ضمان لا يستغنى عنه كل دائن حريص على استرداد ائتمانه، وبه يتخلص من مشاكل سلطات الراهن. من ثم، نرى ضرورة توجه المشرع المصرى إلى إقرار هذا الضمان.

وعلى الرغم من مشاكل الضمانة العقارية لحماية الائتمان المصرفى، إلا أن المشرع المصرى سن قانون التمويل العقارى وطور به الرهن الرسمى، ولم يهدأ الحديث عنه وحتى الآن فى أنه المنقذ لآلاف الشباب ممن يرغبون فى امتلاك منزل. وإذ تبين أنه لتفعيل هذا القانون لا بد من إدخال نظام توريق الأصول لكي يتمكن البنك من استرداد ائتمانه وإقراض عملاء، فأدخله المشرع إلى النظام القانونى المصرى بالقانون 143 / 2004. وعمل هذا النظام على تسهيل القروض المضمونة الرهون العقارية بتحويلها إلى أوراق مالية، ونقلت عن طريقة مخاطر الائتمان إلى عديدين، وقفز بهذه القروض إلى آفاق رحبة بأن حولها من قروض ثقيلة على البنوك إلى قروض تسعى لعقدها البنوك أو هكذا يجب أن تفعل.

لذا، كان لزمنا علينا عرض النظام الذي طورت عن طريقه حماية الائتمان المصرفى. وكان شغلنا الشاغل التوصل إلى المحددات الجوهرية لإشكاليات تنظيمه فى نظم القانون الخاص. ولذا، درسنا هذا النظام فى بيئته الأصلية للوقوف على البنية القانونية لهذا النظام. وأولينا ذلك اهتماما خاصا فى القانون الانجلوأمريكى، ثم درسنا ذات النظام فى فرنسا، ووقفنا على ما يمثل تحديات لإقرار هذا النظام فى نظم القانون الخاص.

فإذا كان من خصائص عملية التوريق دخول هيئة نظامية تعمل بشكل ضروري لإنجاز عملية التوريق ونعنى بها أداة التوريق التي تعتبر مصنع تحويل المنشئ إلى أوراق مالية قابلة للتداول. فإن كل النظم القانونية العاملة بالتوريق تصفها بأنها بعيدة عن الإفلاس، وتحقق ذلك بجعلها ذات غرض خاص، وباشتراط استقلالها ماليا واقتصاديا عن أي أشخاص أخرى تعمل في إطار عملية التوريق. واذ كان المشرع يستطيع أن يحقق لتلك الأداة ما يتوفر لها في النظام الانجلو أمريكي، إلا أن المشكلة هنا تكمن في تأسيس ملكية محفظة التوريق بعيدا عن شكل الشركة والشخص المعنوي، في ظل تفضيل جريان نظام التوريق وفقا للنظم التعاقدية، فقد كفل نظام الترس تحقيق ذلك، وحاولت فرنسا محاكاة هذا الأساس ونجحت في النهاية بتبني الملكية الائتمانية.

كما استقر نظام التوريق على الاعتناء بوسيلة نقل الأصول إلى أداة التوريق، وتطلب أن يكون نقل الأصول أو بيعها حقيقيا، بما معناه دخول هذه الأصول في ذمة أداة التوريق. ورأينا أنه وإن كانت نظم عملية التوريق تحرص على أن يتم نقل الأصول بطريقة البيع الحقيقي، إلا أن ذلك لم ينف طبيعة صفقة بيع الأصول، فجوهرها يعبر عن أن نقل الأصول يعمل كضمان لضمان حقوق المستثمرين وهو ما فسر أمورا مهمة كاستحقاق محيل الأصول لفائض عملية التوريق.

وإذا كان المشرع المصري يعمل بتوريق الأصول في إطار قانون التمويل العقاري، وبالإطار التعاقدى متخذا من شركة التوريق وأمين الحفظ الجانب التنظيمي في أداة التوريق. فإنه تبين أن تلك الأداة لا تعمل كما تعمل في القانون المقارن. ومن ثم، تجد حقوق المستثمرين حمايتها فيما تفرضه هيئة سوق المال على تلك الشركات عند مباشرتها لعملية التوريق

وإنه إذا كانت الأصول المالية في عملية التوريق تدخل بما يرافقتها من ضمانات ذمة المنقولة إليه بحيث تبعد عن ذمة الناقل ويتحقق معه الأمان لمستثمري الأوراق المالية التي تصدر اعتمادا على تلك الأصول، فإن فاعلية ذلك النقل ترتبط بنظام نقل هذه الضمانات. فبينما يجرى القانون في الولايات المتحدة الأمريكية على نقل ملكية الضمانة العقارية كضمان للائتمان، ويشمل البيع الحقيقي للأصول كلا من الأصول المالية والضمانات بصفقتها، فإن انتقال الأصول طبقا للقانون المصري يتم بالمحافظة على بقاء ملكية الضمان العقاري للراهن سواء أكان ذلك في الرهن الرسمي أو الحيازي. ولذا، فإن مدى فاعلية الأصول المنقولة في حماية الائتمان يرتبط ليس فقط بضرورة النقل الصحيح، وإنما يرتبط بسلوك المدين تجاه هذه الضمانات. ومن ثم، قد تنتقل مشاكل الضمانة بالتالي إلى المستثمرين بحسبان أن محفظة التوريق تمثل ضمان لهم، وهو ما يمثل خطرا كبيرا على مستثمري الأوراق المالية ينبغي العمل على تلافيه.

وبالبناء على كل ما تقدم يمكن سر: النتائج التالية :-

1 - تمثل إزالة النصوص المتعارضة أمرا مهما كالتعارض الحادث بين نص المادة 123 من قانون إيجار الأماكُن ونص المادة التاسعة من قانون الشهر العقاري، باعتماد مرجعيه واحدة وهي قانون التسجيل. وفي هذا الصدد يمكن أن نلمس اهتمام الفقه الغربي عامة من الكتابات الكثيرة التي أثارَت انتباهنا بأهمية وضرورة تبني الدولة نظاما لتسجيل الأرض يكفل استغلال الحقوق العقارية على أكمل وجه ومتابعة التطور في هذا الأمر إلى أن يكون تسجيلا إلكترونيا.

2 - ولأن التوريق يعمل على إلغاء مخاطر الائتمان أو تقليلها، فإنه ولا شك يعتبر نوعاً من الضمانات. وإن كان ينشأ كأثر لمجموعة من التعاقدات ولا يمكن اعتباره، من نظم التأمينات العينية والشخصية والتي تنشأ عن مصدر مستقل عن مصدر رابطة الالتزام التي تعمل على ضمان الوفاء بها، إلا أنه إذا كانت التأمينات نوعاً من الضمانات، فإن العكس غير صحيح. فلكل من التوريق والضمانات التقليدية دور مختلف في حماية البنك من مخاطر الائتمان المصرفي، بل يكمل كل منهما الآخر في تلك الحماية، فضلاً عن أنه يحمي الاستثمار في أوراقه المالية. لذا، يجب أن يفسح للتوريق كضمان مجالاً إلى جانب التأمينات العينية. وإذ لا يمكن إخضاعه لنفس نظم التأمينات لاختلافها في الطبيعة والمصدر، فإنه يمكن عده نوعاً من الضمانات غير المسماة إلى جوار الضمانات المسماة وهي التأمينات الشخصية والعينية.

3 - بينما يطرح التوريق أوعية ادخارية حديثة تتجاوز نطاق الدولة، فإنه أصبح بمثابة لغة واحدة تتكلمها معظم دول العالم. وإذا يلزم للمنافسة في الأسواق العالمية طرح منتج مالي ذا صبغة تنافسية له قدرة على جذب الاستثمارات الدولية أو ضمان عدم هروب الأموال المحلية، فلئن كان المشرع المصري عمل بصدد توريق الأصول بالإطار النظامي، إلا أنه لم يعمل على هيكلة التوريق كما يجرى عليه العمل بالقانون المقارن، فلم يبين الأساس القانوني لملكية أصول التوريق كما تقدم. وبالعكس من توجه المشرع المصري رأينا محاكاة فرنسا لتوريق الأصول في الولايات المتحدة الأمريكية حتى تشابهها. وتطور القانون الفرنسي من بناء صندوق التوريق على أساس الملكية المشتركة إلى تبني الملكية الائتمانية بخصائصها التي اقتربت بها من الترتب الأنجلو أمريكي، وأضاف بذلك نوعاً من الملكية لم يعرفه القانون الفرنسي لضمان طرح منتج مالي منافس، لما هو عليه في الولايات المتحدة الأمريكية.

4 - ولا يزال التوريق في رأيي غير ناجح بالنظر إلى موضع إدخاله بقانون التمويل العقاري فقد رؤى، من بين أشياء أخرى، أن العمل بنظام التوريق سيوفر الأموال للتمويل العقاري وسيسبب في حل مشكلة الإسكان. فلئن كان المشرع المصري حقق لنظام التوريق البيئة القانونية - إلى حد ما - ، فإن ما ينقص نجاح التوريق توفر العوامل الاقتصادية. وإذ تتمثل قاعدة هذه العوامل، وفي إطار قانون التمويل العقاري، في ارتفاع دخول الأفراد ووجود سوق قوية للسندات، فإن ذلك لن يكون إلا عندما ترتفع دخول الأفراد، إذ أن القادر على استخدامه من تجاوز دخله ثلاثة أو أربعة آلاف جنيهاً شهرياً وهم فئة قليلة جداً بالمجتمع المصري، وإلى أن يحدث ذلك فالتوريق نظام معطل في جز، كبير منه، لذا، فإننا وإن كنا قد حاولنا كشف عيوب الضمانة العقارية بغية العمل على إصلاح ما بها من خلل لإعادة فاعليتها، فإن ذلك كان من أجل خلق إمكانية لتجاوز العمل بالتوريق في إطار قانون التمويل العقاري إلى توريق كافة الحقوق المتولدة من القروض المضمونة بضمانات عقارية.

5 - وأخيراً لا يسعنا إلا ترديد ما قرر، الأستاذ الدكتور على الباروني من أن الضوء الذي يستطع رجل القانون أن يلقيه على مسألة معينة أو مشكلة معينة هو بطبيعته ضوء من زاوية واحدة ولذلك فهو ضوء لازم ولكنه بالضرورة لا يمكن أن يكون كافياً؛ لذلك لا ندعى لبحثنا الكمال لأن الكمال لله وحده ، فما يزال العلماء يراجع بعضهم بعضاً ويستدرِك بعضهم على بعض من غير أن يكون هناك حرج في الصدور، فإن الحق أحق أن يتبع والله الكمال والعز .

تم بحمد الله وتوفيقه

قائمة مراجع البحث

قائمة مراجع البحث

المراجع العربية العامة :-

- 1- احمد أبو ألوفا: إجراءات التنفيذ فى المواد المدنية والتجارية ط 1991
- 2- احمد محمود عمار: البنوك التجارية من الناحية العملية - دار النهضة- ط 2000
- 3- إسماعيل غانم: الحقوق العينية الأصلية ج 1 ط 2 1961
- 4- جلال العدوى: الاجبار القانونى على المعاوضة رسالة دكتوراة - جامعة الاسكندرية
- 5- حسنى المصري: فكر، الترتب وعقد الاستثمار المشترك فى القيم المنقولة ط 1985
- 6- " : دراسة حول نظم الترتب فى قانون الشركات الأنجلوأمركية وقانون التجارة الدولية ط 1986 - دار النهضة العربية
- 7- حسام الدين الاهوانى: التأمينات العينية فى القانون المدنى المصرى ط 2003
- 8- رمضان أبو السعود: فى دروس فى العقود: المسماة عقد البيع ط 1987
- 9- سمير عبد السيد تناغو: التأمينات الشخصية والعينية ط 1985

- 10- سليمان مرتس: شرح القانون المدني فى العقود المسماة عقد الكفالة ط3 سنة 1994
- 11- سالم حماد دحدوح: الطبيعة القانونية للتسجيل واثر تخلفه فى البيع العقارى رسالة دكتوراه 1997
جامعة الإسكندرية
- 12- سميحة القليوبى: شرح قانون التجارة الجديد ،دار النهضة ط 2000
- 13- شفيق شحاتة: النظرية العامة للتأمين العيني- 1953
- 14- طلعت اسعد عبد الحميد: إدارة خدمات البنوك التجارية ط 1994 - مكتبة عين شمس القصر العيني
القاهرة
- 15- عبد الرزق السنهورى : الوسيط فى شرح القانون المدني ج9 أسباب كسب الملكية مع الحقوق
العينية الأصلية المتفرعة عن الملكية
- 16- " : الوجيز فى شرح القانون المدني ج1 نظرية الالتزام ط2
- 17- " : الوجيز فى شرح القانون المدني ج8 حق الملكية ط2
- 18- عبد السلام ذهني - التسجيل وحماية المتعاقدين والغير ط 1926
- 19- عز الدين عبدا لله: حماية خاصة بالدائنين المرتهنين فى القانون المصري - رسالة دكتوراه ، مكتبة
حقوق إسكندرية
- 20- عبد الباسط جميعي: نظرية الأوضاع الظاهرة - رسالة دكتوراه 1955
- 21- عدلي أمير خالد: اكتساب الملكية العقارية بالحيازة -رسالة دكتوراه -دار الفكر الجامعي
- 22- على جمال الدين: عمليات البنوك من الوجهة القانونية ط 1988 الناشر مكتبة النهضة العربية
- 23- على يونس: القانون البحرى السفينة 1961 دار الفكر العربى
- 24- عزمي البكري: موسوعة الفقه والقضاء والتشريع فى إيجار الأماكن ج1
- 25- محمد على عرفه: فى أسباب كسب الملكية ج2 1955
- 26- مصطفى كمال طه: القانون التجارى الاوراق التجارية العقود التجارية عمليات البنوك الافلاس ط
1988
- 27- محمد فريد العرينى: القانون التجارى ج1 ط 1998 مكتبة حقوق إسكندرية

- 28- " : الشركات التجارية - دار الجامعة الجديدة للنشر 2004
- 29- محمد فريد العرينى و جلال وفاء محمدين: القانون الجوى الملاحة الجوية والنقل الجوى 1998
- 30- محمد حسين منصور: شرط الاحتفاظ بالملكية فى بيع المنقول المادي منشأة المعارف بالإسكندرية
- 31- " : النظرية العامة للائتمان دار الجامعة الجديدة للنشر مكتبة حقوق أسكندرية
- 32- محمد محيى الدين إسماعيل علم الدين: العمليات الائتمانية فى البنوك و ضماناتها مكتبة حقوق إسكندرية
- 33- همام محمد محمود زهران: التأمينات العينية والشخصية ط 1999
- 34- نعمان محمد خليل جمعه: أركان الظاهر كمصدر للحق ط7719

المراجع العربية المتخصصة:-

- 35- أحمد حسن قور: الائتمان المصرفي ومعوقاته فى الوقت الحالي البنك المركزي المصري - معهد الدراسات المصرفية 86-87
- 36- إبراهيم مختار إبراهيم: أساليب الرقابة على البنوك محاضرة 1968 - المعهد المصرفي بالقاهرة
- 37- حسنى خليل محمد: إدارة الائتمان المصرفي مع التركيز على المصارف العربية المعهد المصرفي أغسطس 1975
- 38- سميحة القليوبى: الأسس القانونية لعمليات البنوك - دار النهضة العربية - ط 2 - 2003
- 39- صلاح إبراهيم شحاتة: ضوابط منح الائتمان المصرفي - رسالة دكتوراه - جامعة حلوان 1997
- 40- صبحي تادرس: ،النقود والبنوك - دار الجامعات المصرية - الإسكندرية - 1986
- 41- عبد الواحد سليمان: الائتمان التجاري والتسهيلات المصرفية المعهد المصرفي -1981
- 42- كمال معوض: السياسات الائتمانية وما يجب أن تكون عليه مايو 1975 مكتبة المعهد المصرفي - القاهرة
- 43- نبيل إبراهيم سعد: الضمانات غير المسماة فى القانون الخاص ، منشأة المعارف بالإسكندرية

- 44- " : التمويل العقارى دراسة فى القانون المدنى دار الجامعة الجديدة ط 2012
- 45- نحو قانون خاص للائتمان منشأة المعرف
- 46- منير إبراهيم هندي : إدارة الأسواق والمنشآت المالية ط 1997 منشأة المعارف بالاسكندرية
- 47- هاني دويدار: النظام القانوني للتأجير التمويلي ط 2 1998 مكتبة الإشعاع الفنية
- 48- " : القانون البحري ج 1 السفينة - 1993
- 49- هشام فضلى :شراء الحقوق التجارية - رسالة دكتوراه 1997 مكتبة حقوق إسكندرية
- 50- " : تداول الأوراق المالية والقيود فى الحساب ط 2005 دار الجامعة الجديدة للنشر
- 51- " الاستثمار الجماعى فى الحقوق الآجلة التوريق - دار الفكر الجامعى ط 2004
- 52- التطورات الحديثة فى حجز التحفظى على السفينة وفقا للاتفاقيات الدوائية والقانونين المصرى والفرنسى دار الجامعة الجديدة ط 2012
- الأحكام المصرية
- 1- حكم المحكمة الدستورية العليا فى القضية رقم 22 / 12 ق دستورية
- 53- حكم المحكمة الدستورية العليا فى القضية رقم 24 لسنة 21 ق دستورية
- 54- حكم المحكمة الدستورية العليا فى القضية رقم 41 لسنة 19 ق دستورية
- 55- نقض مدني 24 ابريل سنة 1984 مجموعه أحكام النقض السنة 35
- 56- نقض مدني 24 مارس سنة 1983 مج أحكام النقض السنة 34
- 57- نقض مدني 18 نوفمبر سنة 1980 مج أحكام النقض السنة 31
- 58- نقض مدني 30 مارس 1983 مج أحكام النقض السنة 34
- 59- نقض مدني 2976 / 63 ق جلسته 18 / 3 / 2001 غير منشور
- 60- نقض 5 / 2 / 1931 مج القواعد القانونية ج 2 ق 147 ص 225 .
- 61- نقض مدني 29 / 11 / 1979 أحكام النقض س 30 ج 3 ص 103

- 62- الحكم رقم 680 / 64 قضائية هيئة عامة غير منشور جلسة 12 / 10 /
- 63- الحكم رقم 580 / 53 ق مدني قلم حفظ محكمة استئناف أسكندرية
- 64- الاستئناف رقم 4554 / 59 ق .
- 65- الاستئناف رقم 4579 / 59 ق
- 66- الاستئناف رقم 4757 / 59 ق .
- 67- الاستئناف رقم 4554 / 59 ق .
- 68- الحكم الصادر فى الدعوى رقم 1474 / 96 ت ك استثماري حفظ محكمة أسكندرية الابتدائية
- 69- الحكم رقم 136 / 89 ت ك
- 70- الحكم رقم 107 / 97 ت ك
- 71- الحكم رقم 108 / 97 ت ك
- 72- الحكم رقم 857 / 97 ت ك
- 73- الحكم رقم 131 / 1998 م مستعجل أسكندرية
- 74- الحكم رقم 633 / 2005
- 75- الحكم رقم 1758 / 1990 تنفيذ أسكندرية
- 76- الحكم رقم 2585 / 1997
- 77- الحكم رقم 2093 / 1990
- 78- الحكم رقم 4103 / 2000

BOOKS

- 1- Ahmed Galal and Omar razzaz - Reforming Land and Real Estate Markets No 2616, [Policy Research Working Paper Series](#) from [The World Bank](#)
- 2- Dr. jur,- Theodor Baums, ASSET-BACKED SECURITIZATION IN EUROPE , May 3rd, 1994
- 3- Edward W . REED & Edward K G ILL , COMMERCIAL BANKING, Prentice – Hall International, FOURTH EDITION, in 1989
- 4- Frank F. K. Byamugisha ,THE EFFECTS OF LAND REGISTRATION ON FINANCIAL DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH: A THEORETICAL AND CONCEPTUAL FRAMEWORK - [The World Bank](#) World Bank ,Policy Research Working Paper, 2240 , November 1999
- 5- J. G. Riddall MA (TCD) ,Introduction to Land Law , Buterworths London and Edinburh, Fourth Edition, 1988
- 6- JOHN F. DOLAN , Secured Transactions and Payment Systems ,problems and Answers, EDITORAL ADVISORY BOARD , 1995 , Second Printing Library of Congress No 94- 79546 ,ISBN0-316- 18910
- 7- Matthias E. STORME -PROPERTY LAW IN A COMPARATIVE PERSPECTIVE KULEuven-Centre for Advanced Legal Studies - Spring 2002

8- NATANIA LOCKE, ASPECTS OF TRADITIONAL SECURITISATION IN SOUTH AFRICAN LAW, (Thesis) NOVEMBER 2008

9-Philip R.Wood, comparative law of security and guarantees, LONDON SWEET&MAXWELL 1995, printed 1996,1999

10- R. M Goode, Legal Problemes of Credit and Security, London Sweet&Maxwell ,Center for Commercial Law Studies,1988

11-- Shahir Guindi- Legal and Regulatory Consideration for Residential Mortgage Backed Securitization in Developing Economics , [The World Bank](#) ,2005

12- TAWANDA HONDORA, Developing Securitization-enabling Financial Infrastructure in Emerging Markets: A Case-study of Zimbabwe (Thesis) Warwick University September 2009

13- T.G Reeday,THE LAW RELATING TO B ANIKING,Butterworths, Fifth edition, 1985

14- FRANK J. FABOZZI &VINOD KOTHARI, Introduction toSecuritization, John Wiley & Sons, Inc. Printed in the United States of America 2008

ARTICLES

1-Andrew R. Berman , "Once a Mortgage,Always a Mortgage" The Use (and Misuse) of Mezzanine Loans and Preferred Equity Investments (2005)VOL 11 [Stanford Journal of Law, Business & Finance](#) (STAN. J. LBUS & FIN).

2-Butler, Andrew S, (1995) "Modern Portfolio Theory and Investment Powers of Trustees: The New Zealand Experience," Bond Law Review: Vol. 7: Iss. 1, Article 8. Available at: <http://epublications.bond.edu.au/blr/vol7/iss1/8>

3-BYHOWARD M. FELSON, Note CLOSING THE BOOK ON JUSEN: AN ACCOUNT OF THE BAD LOAN CRISIS AND A NEW CHAPTER FOR SECURITIZATION IN JAPAN , 584 DUKE LAW JOURNAL[Vol. 47:56]

4-Butler Andrew S, Modern Portfolio Theory and Investment Powers of Trustees: The New Zealand Experience, (1995) Vol. Bond Law Review: 7: Iss. 1

5-Byron gumb ,The Viability of the REIT structure as a Vehicle for Real Estate Development,Massachusetts Institute of Technology, Spetember 2001. <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/32215/50335403.pdf>

6-Christopher L.Peterson, predatory structured finance, (2008) VOL 28:5 CARDOZO LAW REVIEW

7-Chris Humphry ,Compensation for Native Title: The Theory and the Reality , (March)1998 Volume 5, Number 1 Murdoch University Electronic Journal of Law

8-Claire A. Hill, Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons(1996) 74 WASH. U.L.Q. 1061, 1062

9-Charles E. Harrell et al , Securitization of Oil, Gas, and Other Natural Resource Assets: Emerging Financing Techniques, [1997] 52 BUS. LAW.

10-Corinne Leblanc , La fiducie-sûretéPrésentation d'un régime général inspiré du trust anglo-saxon, 1998 <http://corinne.leblanc.free.fr/memoire.htm>

11-[Chris Humphry](#), Compensation for Native Title: The Theory and the Reality, (March 1998)-[Volume 5, Number 1](#) E LAW | Murdoch University Electronic Journal of Law

12-Dov Solomon, The Rise of a Giant: Securitization and the Global Financial Crisis (2012) Vol. 49, No 4. American Business Law Journal

13-Deng, Yongheng & Quigley, John M. & Van Order, Robert & Mac, Freddie" Mortgage default and low downpayment loans: The costs of public subsidy, Regional Science and Urban Economics 26 (1996) 263-285 <http://urbanpolicy.berkeley.edu/pdf/DQOMortgage1996.pdf>

14-Elena Loutskina, Does Securitization Affect Bank Lending? Evidence from Bank Responses to Funding Shocks -First Version: November, 2004 Current Version: October, 2005 Retrieved 12/12/2011 from <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/70084.pdf>

15-Edward M. Iacobucci and Ralph A. Winter, Asset Securitization and Asymmetric Information, (2005) vol. 34 Journal of Legal Studies <http://chicagounbound.uchicago.edu/jls/vol34/>

16-EDWARD J. PARK, ALLOWING JAPANESE BANKS TO ENGAGE IN SECURITIZATION: POTENTIAL BENEFITS, REGULATORY OBSTACLES, AND THEORIES FOR REFORM (1996) Vol 17 Journal of International Law

17-Elena Loutskina Philip E. Strahan , SECURITIZATION AND THE DECLINING IMPACT OF BANK FINANCE ON LOAN SUPPLY: EVIDENCE FROM MORTGAGE ACCEPTANCE RATES - April 2007 [Available online] Retrieved 12/10/2012 from <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/32215/50335403.pdf>

18-Elena Loutskina, Does Securitization Affect Bank Lending?Evidence from Bank Responses to Funding Shocks - First Version: November, 2004 ,Current Version: October, 2005 <http://www.kantakji.com/media/7128/70084.pdf>

20- Dov Solomon, THE RISE OF A GIANT SECURITIZATION AND THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS December 2012 Volume 49, Issue 4 Pages 739–890 American Business Law Journal

<file:///C:/Users/Ezzat/Downloads/SSRN-id2195902.pdf>

21- Gordon Cumming Murray, Economic Consequences of the Virginia Legal Investment Statute, 1 Wm & M. Rev. Va. L. 106 (1952), 106

<http://scholarship.law.wm.edu/wmrvol/vol1/iss4/3>

23-Haskell, The Prudent Person Rule For Trustee Investment and Modern Portfolio Theory, (1990) 69 N.C. L. Rev (North Carolina Law Review). 87

24-Joseph C. Shenker & Anthony J. Colletta, Asset Securitization: Evolution (May, 1991) 69 Texas Law Review Tex. L. Rev. 1369 : 1383.

25-John H. Langbein , The secret Life of TRUST : The trust as an investment of commerce, (1997) 107, YALE L.J. (The Yale Law Journal) P.165,172

26-Jason HP Kravitt, Ian R. Coles & C. Mark Nicolaidis, "Coping with Cross-Border Securitization", International Financial Law Review, Nov. 1991, at 34, 35.

27-Jean-Charles Papeions, *Asset-Securitization: A Comparative Study Between the U.S. & Belgium*, 1996 INT'L BUS. L.J. (International Business Law Journal) 341

28-John H. Langbein, The Contractarian Basis of the Law of Trusts (1995) [Vol]. 105:655 The Yale Law Journal

29-Kenneth N. Klee Brentd C. Butler, Asset-Backed Securitization, Special Purpose Vehicles and Other Securitization Issues (1995) (Vol. 35, No. 2) 26 UNIFORM COMMERCIAL CODE LAW JOURNAL

30-Kenneth C. Kettering, SECURITIZATION AND ITS DISCONTENTS: THE DYNAMICS OF FINANCIAL PRODUCT DEVELOPMENT, Cardozo Law Review, Vol. 29, pp. 1553-1728, 2008

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1012937

31-[Kimberly McMurray-Cathcart BA, JD, LLM \(Hons\)](#) ,The Long and Winding Road to Stony Batter: Implied Dedication in the Torrens Title Context , (March 2002) [Volume 9, Number 1](#) Murdoch University Electronic Journal of Law

32-[Lynden Griggs](#) ,Torrens Title in a Digital World- (September 2001) [Volume 8, Number 3](#) E LAW | Murdoch University Electronic Journal of Law

33-Lynden Griggs- "In Personam, Garcia v NAB and the Torrens System - Are They Reconcilable?" [2001] QUTLawJl 6; (2001) 1(1) Queensland University of Technology Law and Justice Journal

34-Michael S. Carliner, Development of Federal Home ownership "Policy" , (1998) Volume 9, Issue 2 Housing Policy Debate

35-Matthias E Storme, GOOD FAITH AND THE CONTENTS OF CONTRACTS IN EUROPEAN PRIVATE LAW (March 2003) , Vol. 7.1- ELECTRONIC JOURNAL OF COMPARATIVE LAW (E G C L)

36-Michael S. Carliner, Development of Federal Home ownership "Policy" , (1998) Volume 9, Issue 2 Housing Policy Debate P.299
<http://www.michaelcarliner.com/HPD98-OwnershipPolicy.pdf>

37-[Matthew Harper](#),The Implied Duty of "Good Faith" in Australian Contract Law -(September 2004) , [Volume 11, Number 3](#) E LAW | Murdoch University Electronic Journal of Law

38-Matthew Baker, Thomas J. Miceli, and C. F.Sirmans, Optimal Title Search, January 2002, 31 (1) (Pt. 1), Journal of Legal Studies

39-Patrick D. Dolan, Lender's Guide to the Securitization of Commercial MortgageLoans (1998), 115 BANKING L.J. 597.

40-Patrick D. Dolan, Guide to the Securitization of State Lottery Winningsand Litigation Settlement Payments , 115 BANKING L.J. 710, (1998).

41-PELMA JACINTH RAJAPAKSE, Assignment of Mortgage Loans to the Special Purpose Vehicle in Securitisation Programs, (2005) Vol 24 No 1University of Tasmania Law Review

42-PETRINA R. DAWSON, RATINGS GAMES WITH CONTINGENT - TRANSFER: A STRUCTURED FINANCE ILLUSION (1998) [Vol].8:381 DUKE JOURNAL OF COMPARATIVE & INTERNATIONAL LAW

43-Robert Van Order, Securitization and Community Lending:A Framework and Some Lessons from theExperience in the U.S. Mortgage Market, Community Development investment (2006)

44-Ryan E. Scherer , THE LIMITS OF SECURITIZATION: WHY BANKRUPTCY COURTS SHOULD SUBSTANTIVELY CONSOLIDATE PREDATORY SUB- RIME MORTGAGE ORIGINATORS AND THEIR SPECIAL PURPOSE ENTITIES , (2008) VOL. 2008: 913 Michigan State Law Review (MICH. ST. L. REV)

- 45-Rodrirk, Sharon , "Forgeries, False Attestations and Impostors: Torrens System Mortgages and the Fraud Exception to Indefeasibility" [2002] DeakinLawRw 5; (2002) 7(1) Deakin Law Review 97**
- 46-Robert C. Merton and Zvi Bodie, A CONCEPTUAL FRAMEWORK FOR ANALYZING THE FINANCIAL SYSTEM Boide and Merton, (1993)**
- 47-Robert S. Reid- Who Keeps the Lot? – (2006) Volume 15 Number 1 The Scrivener**
- 48-[Sharon Christensen LLB \(Hons\), LLM](#), Electronic Land Dealings in Canada, New Zealand and the United Kingdom: Lessons for Australia,(December 2004) [Volume 11, Number 4](#) Murdoch University E Law Journal**
- 49-Steven L. Schwarcz, The Alchemy of Asset Securitization (1994) Vol 1: 133 Stanford Journal of Law Business& Financial**
- 50-STEVEN L. SCHWARCZ, WHAT IS SECURITIZATION? AND FOR WHAT PURPOSE? [2012] [Vol. 85:1283 SOUTHERN CALIFORNIA LAW REVIEW**
- 51-STEVEN L. SCHWARCZ, THE UNIVERSAL LANGUAGE OF CROSS BORDER FINANCE (1998) [Vol. 8:235] DUKE JOURNAL OF COMPARATIVE & INTERNATIONAL LAW**
- 52-Steven L. Schwarcz , Private Ordering of Public Markets:The Rating Agency Paradox]2002] Vol.20 UNIVERSITY OF ILLINOIS LAW REVIEW**
- 53-TAMAR FRANKEL & JOSEPH W, LAPLUME, SECURITIZING INSURANCE RISKS, (1997) [Vol. 19: 203] ANNUAL REVIEW OF BANKING LAW 204**
- 54-Thibaut Partsch and Jeremie Houet, THE COLUMBIA JOURNAL OF EUROPEAN LAW (2012) COUNTRY REPORT: LUXEMBOURG 58 http://www.cjel.net/wp-content/uploads/2012/02/countryreport_luxembourg.pdf**
- 55-Timothy A. Froehle, Standing in the Wake of the Foreclosure Crisis: Why Procedural Requirements Are Necessary To Prevent Further Loss to Homeowners [2011] [Vol. 96.IOWA LAW REVIEW**
- 56-Valerio Forti, Comparing American Trust and French Fiducie THE COLUMBIA JOURNAL OF EUROPEAN LAW ON LINE 28 (2011) 17 (Colum. J. Eur. L. F.)**
- 57-Vinod Kothari , Securitisation - a primer, 1988 <http://www.vinodkothari.com/seccont.htm>**

58-Yoram Keinan ,The Evolution of Secured Transactions- Public Disclosure Authorized (2004) [Available online]. Retrieved 30/8/2014 from [World Bank Intranet](#)

59-Yener Altunbas , Leonardo Gambacorta and David Marqués, SECURITISATION AND THE BANK LENDING CHANNEL, European Central Bank, WORKING PAPER SERIES NO 838 / DECEMBER 2007
<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp838.pdf>

LIST OF CASES

- Alabama: Armour Fertilizer Works v. Zills, 177 So. 136, 138 (Ala. 1937)
Arizona: Ariz. Rev. Stat § 33-817
ALLEN v. ROUGHLEY (1955) 94 CLR 98 (High Court of Australia)
AGC v De Jager [1984] VR 483 High Court of Australia ([Stuart v Kingston \(1923\) 32 CLR 309](#))
ANZ Banking Group Ltd [1998] 3 VR 16 at 73
[Breskvar v Wall \(1971\) 126 CLR 376](#)13 December 1971) (High Court of Australia
[Bahr v Nicolay \(No 2\) \(1988\) 164 CLR 604](#)
[Bank of South Australia v Ferguson \[1995\] SASC 5174](#)
Bahr v Nicolay (No 2) (1988) [164 CLR 604](#)
Beatty v ANZ Banking Group [1995] 2 VR 301
<http://www.austlii.edu.au/au/journals/DeakinLRev/2002/5.html#fn41>
Barclay's Bank Plc. v. O'Brien [1994] 1 A.C. 180.
<http://www.austlii.edu.au/au/journals/DeakinLRev/2002/5.html#fn41>
Boyczuk v. Perry, [1948] 2 DLR. 406 (Alta. S.C.A.D.)
- Butner v United States*, 440 US 48 (1979)
<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/440/48/>
Brice v. Bannister 3 (1878) 3 QBD 569.
Business Computers Ltd v Anglo-African Leasing Ltd [1977]1 W.L.R. 578; [1977] 2 All E.R. 741
Commercial Banking Corporation of Australia Ltd v Hedley (1984) BPR 9477
Carpenter v. Longan, 83 U.S. 16 Wall. 271 271 (1872)
Cebu International Finance Corp. v. Court of Appeals, 268 SCRA 178, 189 (1997).
[Clements v Ellis \(1934\) 51 CLR 217](#),
Court of Appeals, 306 SCRA 81, 88 (1999).
COURT OF QUEEN'S BENCH OF ALBERTA)
Schultz v Corwill Properties Pty Ltd (1969) 90 WN (Pt 1) (NSW) 529
- Dobek v. Jennings*, [1928] 1 W.W.R. 348 at 350-351 (Alta. S.C.A.D.).
Duran v. IAC, 138 SCRA 489, 495 (1985).
Derham Bros v Robertson [1898] 1 Q B 765;
Downsview Nominees Ltd v. First City Corporation Ltd {1993 }1N.Z.L.R.513,PC;(1993) 2 W.L.R.86,HL
Dearle v. Hall (1828) 3 Russ 1.
- Eade v Vogiazopoulos* (1993) V Conv R 54-458; [1999] 3 VR 889

EPWORTH GROUP HOLDINGS PTY LTD & ANOR v PERMANENT CUSTODIANS LTD [2011] SASCFC 32

FLORDELIZA H. CABUHAT, petitioner, vs. THE HONORABLE COURT OF APPEALS, SPECIAL G.R. No. 122425. September 28, 2001]

Farrar v. Farrars Ltd (1888) 40 ChD 395.

Forster v Baker [1910] 2 K B 636 (CA)

Gov't of Nfld. v. Nfld. Ry. Co., 13 App. Cas. 199, 200 (P.C. 1888).

Gibbs v Messer [1891] AC 248; Clements v Ellis (1934) [51 CLR 217](#)

Hickey v Powershift Tractors Pty Ltd (1999) NSW Conv R 55-889.

Holroyd v Marshall 11 Eng Rep999; and Howard v Miller (1915) App Cas 318.

Jones v Humphrey [1902] 1 KB 10

Kelley v. Upshaw, 39 Cal.2d 179, 192 (1952)

Lindly M.R instantly v. Wilde ,(1899) 2 Ch. 474

Lutz v. Kawa (1980), 112 D.L.R. (3d) 271

Livestock Bank v. First Nat. Bank, 203 U.S. 296, 307-08 (1906)

Lloyds & Scottish Finance Ltd v Cyril Lord Carpets Sales Ltd [1992] BLCL 609

Mortgage Elect. Registration Sys., Inc. v. Coakley, 41 A.D.3d 674, 674 .

MAN O'WAR STATION LIMITED v HURUHE STATION LIMITED & ORS [2000] NZCA 268 (11 April 2000)(Court of Appeal of New Zealand)

Macquarie Bank Ltd v Sixty-Fourth Throne Pty Ltd (28 October 1997)(Supreme Court of Victoria) (Australian cases L-N)

<http://www.ucc.ie/law/restitution/australia/cases/ln.htm>

Major's Furniture Mart v Castle Credit Corp 602 F 2d 538 (3rd Cir 1979).

NSW ABORIGINAL LAND COUNCIL v. RALCHESTER P/L & ORS [2001] NSWSC 479 (8 June 2001)(New South Wales Supreme Court)

Olds Discount Co Ltd v John Playfair Ltd [1938] 3 All ER 275

Orion Finance v Crown Financial Management Ltd [1996]

Overton v. Tyler, 3 Pa. 346, 347(1846)

Obsequio v. Court of Appeals, 230 SCRA 550, 557 (1994).

Pyramid Building Society v Scorpion Hotels Pty Ltd [1998] 1 VR 188

Penullar v. PNB, *supra*; PNB v. Court of Appeals, 187 SCRA 735, 742 (1990)

Pyramid Building Society v Scorpion Hotels Pty Ltd [1998] 1 VR 188

Pilcher v. Rawlins (1872) 7 Ch App 259 COURT OF APPEAL IN CHANCERY

Republic v. Court of Appeals, 306 SCRA 81, 88 (1999).

Re Curtain Dream plc [1990] BCLC 925.

Rasmussen v Rasmussen [1995] 1 VR 613

Russo v Bendigo Bank Ltd & Reichman [1999] VSCA 108

Re Wilhelm, 407 B.R. 392, 400-05 (Bankr. D. Idaho 2009)

Re Steel *Wing Co. Ltd.* [1921] 2 Ch 349

[St Abanoub v Registrar-General \[2002\] NSWSC 615 \(12 July 2002\)](#).(Supreme Court of New South Wales)

Sinclair v. McLellan, [1919] 2 W.W.R. 782 at 788 (Alta. S.C.T.D.)
 Scallan v Registrar-General (1988) 12 NSWLR 514, 519.
[Stuart v Kingston \(1923\) 32 CLR 309](#)
[Templeton v The Leviathan Pty Ltd \(1921\) 30 CLR 34](#)
[Wicks v Bennett \(1921\) 30 CLR 80](#)
 Sautu v Housing Authority [1994] FJHC 58
 Smith (Administrator of Cosslett (Contractors) Ltd) v Bridgend County Borough Council [2002] 1 AC 336 (HL).
 Syndicated Mortgage Investment Corporation v. Gal, 1998 ABQB 944 (IN THE COURT OF QUEEN'S BENCH OF ALBERTA)
 Schultz v Corwill Properties Pty Ltd (1969) 90 WN (Pt 1) (NSW) 529

Traders Royal Bank v. Court of Appeals, 315 SCRA 190, 202 (1999)
 Tottersall v. Nedcar Bank Ltd 1995 (3) SA 222

Vassos v State Bank of South Australia [1993] 2 VR 316

Westpac Banking Corporation v Sansom (1994) 6 BPR 13,790
 Waimiha Sawmilling Co. v. Waiane Timber Co. (1926) A.C.

ABBREVIATIONS

Abbreviation	Meaning
A.L.E.R	: American Law and Economics Review
ABS	Asset-Backed Security (Securities)
Colum. J. Eur. L.	: COLUMBIA JOURNAL OF EUROPEAN LAW
Ch App	: COURT OF APPEAL IN
CHANCERY	
CARDOZO. L . R	: CARDOZO LAW REVIEW
CMO	Collateralized Mortgage-Obligation
CLO	Collateralized Loan Obligations
CDO	Collateralized Debt Obligation
DUKE J. COMP. & INT'L L	: DUKE JOURNAL OF COMPARATIVE & INTERNATIONAL LAW
Deakin Law Rw	: Deakin Law Review
E .G. C. L	: ELECTRONIC JOURNAL OF COMPARATIVE LAW
FNMA (Fannie Mae)	Federal National Mortgage Association
FHLMC (Freddie Mac)	Federal Home Loan Mortgage Corporation
FHA	Federal Housing Administration
GNMA (Ginnie Mae)	Government National Mortgage Association

المخلص

يستعرض هذا البحث مدى حماية الائتمان المصرفى ككل والائتمان العقارى خاصة بين الضمانات التقليدية ونظام توريق الأصول المالية. وقد درسنا فى القسم الأول مدى حماية مخاطر الائتمان المصرفى عن طريق الضمانات الأولى. وتبين أن معظم النظم القانونية فى العالم عملت على هذه الحماية بتنظيم الرهون الحيازية وغير الحيازية، إلا أن ذلك لم ينف بقاء مخاطر الائتمان التقليدية والمخاطر الأخرى المتمثلة فى مخاطر السوق والسيولة التى تظهر، على وجه الخصوص، فى حالة الائتمان طويل الأجل.

ولذا، كان التفكير فى ايجاد وسيلة يتغلب بها البنك على كل مخاطر الائتمان، وكان توريق الأصول المالية هو هذه الوسيلة للتغلب على المخاطر التقليدية والمخاطر الأخرى للائتمان المصرفى، ودرسنا ذلك فى القسم الثانى. فالتوريق يعنى إمكانية تحويل القروض المضمونة بالضمانات الفعالة إلى أوراق مالية قابلة للتداول فى سوق الأوراق المالية، بحيث يتم نقل المخاطر بتوزيعها على العديد من المستثمرين. ويحقق ذلك الحل للبنك تعجيل استرداد الائتمان، ويمكن به من اعادة منح الائتمان مرة أخرى.

لذلك واجه المشرع المصرى مشكلة عدم فاعلية قانون التمويل العقارى بالعمل بتبنى نظام توريق الأصول، وأتاح للبنك حوالة حقوقه الناشئة عن اتفاق التمويل إلى شركة التوريق. وإذا كان المشرع المصرى طور الرهن الرسمى بقانون التمويل العقارى، وفرض قيودا قانونية على الراهن لصالح المرتهن ، فإن التساؤل ثار حول عدم تبنى توريق حقوق البنك الأخرى المدعومة بالضمانات الشخصية والضمانات العينية على المنقول، وعدم تبنى توريق الأصول للائتمان المستند إلى الرهون العقارية بشكل عام (الائتمان العقارى فى مجموعه)، وليس فقط فى إطار قانون التمويل العقارى.

ومن هذا المنطلق، كان لزاما علينا أن نلقى نظرة فاحصة على الضمانات الشخصية والضمانات العينية على المنقول، وتبين أنه بينما تتميز هذه الضمانات بالفاعلية النسبية فى حماية الائتمان المصرفى، إلا انه تم تطوير بعضها بما يمكن أن تكون معه ضمانات فعالة، تصلح لتوريق القروض المضمونة بها . كما درسنا المشاكل التى تحيط بالضمانة العقارية من أجل العمل على إصلاح ما بها من نقص، ولتكون محلا لتوريق القروض المضمونة بها لتعظيم الفائدة من العمل به.

ABSTRACT :

This thesis reviews the extent of bank credit as a whole and real estate credit protection, especially among the traditional system of guarantees and securitization of financial assets.

We have studied in the first part of the banking credit risk protection via the first collaterals. Turns out that most legal systems in the world have worked for such protection by regulating mortgages possessory and non-possessory, but this did not preclude the survival of traditional credit risk and other risks of market risk and liquidity that appear, in particular, in the case of long-term credit .

Therefore, think about finding a way to overcome the Bank's credit risk and securitization of financial assets is the means to overcome the traditional risks and other risks of bank credit and have studied it in the second part. The securitization means portability of loans secured by effective collaterals into securities negotiable on the stock market, so the risk is transferred distribution to many investors.

And that solution for the Bank to accelerate recovery of credit and its reinstatement of credit again. Therefore, the Egyptian legislature has faced the problem of the ineffectiveness of Real estate financing law to adopt a

system of securitization of assets, which makes for a bank transfer the rights with effective collaterals arising from the funding agreement to a special-purpose entity (so-called Trust).

And If the Egyptian legislature developed a non-possessory lien on Real estate financing law and the current legal restrictions for the benefit of the mortgagee, the question arose about the failure to adopt such other Bank rights securitization system supported by personal guarantees and collateral in the movables and not to adopt the asset securitization of credit-based mortgages in General (a mortgage), and not only in the context of Real estate financing law.

From this standpoint, we had to take a closer look at personal guarantees and collateral in the movables, show that while these the guarantees relative effectiveness in the protection of bank credit, it was developed to each other can be with effective collateral, suitable for securitization of secured loans. As we studied the problems surrounding real estate guarantee (mortgages) in order to repair the deficiency, and be subject to the securitization of secured loans to maximize the benefit from it.