

القسم الثاني  
نظام التوريق والاسترداد العاجل للائتمان  
انتقال مخاطر الائتمان

القسم الثاني  
نظام توريق الأصول والاسترداد العاجل للائتمان  
(انتقال مخاطر الائتمان)

من الأصول المالية المضمونة بالضمانة العقارية إلى الأوراق المالية :-

شهدت القروض المضمونة بالرهون العقارية كأحد صور منح الائتمان المصرفي تطورا تمثل في إمكانية تحويلها إلى أوراق مالية، فيما سمي بالتوريق **Securitization** <sup>(1)</sup>. مما أدى إلى نقل مخاطر الائتمان وتوزيعها على العديد من المستثمرين<sup>(2)</sup>، وسرعة استرداد البنك لائتمانه بالكامل، وجزء من أرباحه المتوقعة<sup>(3)</sup>. الأمر الذي كان من شأنه تغيير سلوك المصارف بتوجههم إلى العمل به<sup>(4)</sup>، وما قاد إليه ذلك من تغيير الروابط التقليدية بين تكلفة التمويل وتوفير القروض<sup>(5)</sup>. فقد أنشأ التوريق مصدرا جديدا للسيولة، إذ سمح للمصارف بتحويل القروض غير السائلة وصعبة التحويل إلى نقود. وذلك عن طريق بيعها، ثم إصدار أوراق مالية<sup>(6)</sup> قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية<sup>(7)</sup> مدعومة بتدفقات هذه القروض وضماناتها.

فمن الناحية العملية، قد يتعرض البنك لمخاطر تغير سعر الفائدة بشأن القروض المضمونة بالرهون العقاري كونها من القروض طويلة الأجل. فقد يتسبب ارتفاع سعر الفائدة على الودائع في أن تصبح تكلفة الفائدة عليها أعلى من إيراداتها. كما أن انخفاض سعر الفائدة على الودائع قد يدفع المودعين إلى سحب ودايعهم والبحث عن أنشطة أخرى أكثر ربحية. وفي هاتين الحالتين، تنقص أموال البنك مصدر استثماره،

<sup>1</sup>-Robert C. Merton and Zvi Bodie, A CONCEPTUAL FRAMEWORK FOR ANALYZING THE FINANCIAL SYSTEM Boide and Merton, (1993) [Available online]. Retrieved 12/12/2012 <http://www.nek.lu.se/NEKENO/Finance%20B/A%20Framework%20for%20Analyzing%20the%20Financial%20System.pdf>

يتم استدعاء التوريق كأداة للتمويل المنظم، من قبل المؤسسات المالية وغير المالية والحكومات لجمع الأموال، عندما لا تتوفر من خلال المصادر التقليدية، أو حيث يتطلب توفرها تصفيه أصول، مما يعنى رفع تكلفة الحصول على هذه الأموال. والتوريق - بعبارة أخرى- هو خلق قيمة مضافة للمؤسسات والحكومات، من خلال إدارة هيكل رؤوس أموالها بشكل أكثر كفاءة و زيادة السيولة، وانخفاض مخاطر أسعار الفائدة، أو إيقافها تماما، وتحسين الرافعة المالية ( فالبنك لا يستطيع أن يقرض أكثر من نسبة محددة لما يملكه من راس مال واحتياطي وهو ما يعرف بالرافعة المالية Leverage ) . ولا يفوتنا التنويه إلى أن استعمال مصطلح التوريق منتقد لاختزال هذا النشاط في الأوراق المالية التي ينتجها، حيث لا يميزه ذلك عن الأنظمة الأخرى التي تتمخض عن إنتاج أوراق مالية. ولكن العمل استقر على استعمال مصطلح التوريق وأصبح شائع الاستعمال .

<sup>2</sup> -Mary E. Barth, Gaizka Ormazabal, Daniel J. Taylor- Asset Securitizations and Credit Risk, June 2010

[http://www.gsb.stanford.edu/facseminars/events/accounting/documents/acc\\_06\\_10\\_taylor.pdf](http://www.gsb.stanford.edu/facseminars/events/accounting/documents/acc_06_10_taylor.pdf)

"We focus on credit risk because the transfer of credit risk is a key motivation for asset securitizations and it raises difficult accounting issues. By addressing whether perceptions of credit risk differ for credit rating agencies and the bond market, we provide evidence on critics' allegations that rating agencies were not diligent in assessing the effects of "off-balance sheet" activities, particularly asset securitizations, when developing credit ratings. We find that asset securitizations are positively associated with the securitizing firm's credit risk, but credit rating agencies and the bond market differ in their perception of the sources of this risk."

<sup>3</sup> -Lynn M. LoPucki, The Death of Liability, (1996) [Vol]. 107: 1363 The Yale Law Journal

(YALE L.J.) p. 1366 Retrieved 27/8/2014 from

<http://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1402&context=articles>

<sup>4</sup> -Comptroller's Handbook , Asset Securitization, November 1997 L-Sec P. 4 Retrieved

12/12/2011 from <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>

see also - Vinod Kothari , Securitisation - a primer, 1988, ch. 1 [Available online]. Retrieved 12/12/2011 from <http://www.vinodkothari.com/seccont.htm>

<sup>5</sup> - Ibid.

<sup>6</sup> - Yener Altunbas , Leonardo Gambacorta and David Marqués, SECURITISATION AND THE BANK LENDING CHANNEL, European Central Bank, 2007 WORKING PAPER SERIES NO 838 / DECEMBER 2007,p 39 Retrieved 31/8/2014 from

<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp838.pdf>

<sup>7</sup> - Tara E. Gaschler, Understanding the Securitization Process and the Impact on Consumer Bankruptcy Cases Esq The Gaschler Law Firm LLC 15th Annual Rocky Mountain Bankruptcy Conference American Bankruptcy Institute,2008,p. 14 [Available online]. Retrieved 12/12/2011 from <http://www.abiworld.org/committees/newsletters/consumer/vol7num12/securitization.pdf>

ويخسر بعض أرباحه المتوقعة. وعلى الرغم من هذه الظروف، لا يستطيع البنك - إن أراد - بيع محافظ قروضه بالسرعة والسعر المقبولين حيث أن سوق بيع وشراء قروض الرهون العقارية هي نسبيا غير سائلة - وهو ما يعرضه إلى مخاطر من شأنها أن تؤدي إلى تضائل قيامه بالدور المنوط به اقتصاديا .

لذا برزت الحاجة لمعالجة تلك المخاطر، وتمثل هذا العلاج فى تنظيم تمويل تجمعات قروض الرهن العقاري ("mortgage pools") المتجانسة بتحويلها إلى أوراق مالية قابلة للتداول فى سوق الأوراق المالية على أن يحصل حاملوها على مدفوعات تلك القروض. وأزدهر تداول تلك الأوراق عندما تم ضمان تدفق تلك المدفوعات فى حالتى عجز المقرضين عن سداد ائتماناتهم أو الدفع المسبق لها<sup>(1)</sup>.

وكان لهذا التغيير فى سوق الرهن العقاري الثانوي أثره الكبير بالنسبة للمستثمرين والبنوك على حد سواء. فأصبح لدى المستثمرين الحائزين للأوراق المالية نتيجة التوريق صك يمكن تسويله بسهولة عن طريق بيعه فى سوق الأوراق المالية. أما البنوك فباستطاعتها نقل المخاطر المرتبطة بقروض الرهون العقارية إلى خارج ميزانيتها العمومية ومن ثم زيادة ما تمنحه من ائتمان إلى عملاء جدد بفضل استردادها المعجل لما سبق أن قدمته من ائتمان لعملائها القدامى<sup>(2)</sup>.

وهكذا أصبح نظام التوريق منافسا قويا للتأمينات العينية فى حماية الائتمان المصرفى. فإذا كانت الضمانة العقارية تكفل الاسترداد الآجل للائتمان دون القضاء على ما يتعرض له من مخاطر، فإن التوريق يحقق الاسترداد العاجل للائتمان مع نقل مخاطره وتوزيعها على المكتتبين فيما ينتج عنه من أوراق مالية. ويعتبر التوريق من هذه الوجهة ضمانة فعالة لحماية الائتمان المصرفى بما يحققه من نقل مخاطره القانونية والاقتصادية (نقل الأصول) عن طريق تحويل هذه الأصول المنقولة إلى أوراق مالية قابلة للتداول فى سوق الأوراق المالية.

ولما كانت دواعي استغلال الثروة العقارية ومساعدة النظام الاقتصادى فى التطور المنشود وحل أزمة الإسكان الطاحنة فى الدول النامية هي بذاتها ظروف نشأة نظام التوريق فى الولايات المتحدة الأمريكية، بما أدى إليه من الاستغلال الأمثل للثروة العقارية والنهوض بالاقتصاد ككل، وكانت مصر تشهد أزمة إسكان طاحنة، فضلا عن أن بها ثروة عقارية هائلة سيساعد استغلالها على النهوض باقتصادها، عن طريق إصلاح فاعلية حماية حقوق الملكية، والتزود بالأسس القانونية اللازمة<sup>(3)</sup>، فقد أصدر المشرع المصرى قانون التمويل العقارى رقم 148 / 2001 للمساهمة فى حل مشكلة الإسكان طور به الرهن الرسمى كضمان للائتمان، إلا أن ذلك القانون لم يؤد الدور المنوط به، ولزم الأمر لتفعيله (من بين أسباب أخرى) العمل بنظام التوريق. ومن ثم، فقد أدخله بمقتضى القانون 134 / 2004.

<sup>1</sup> -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>

<sup>2</sup>- Elena Loutskina, Does Securitization Affect Bank Lending? Evidence from Bank Responses to Funding Shocks -First Verson: November, 2004 Current Version: October, 2005 Retrieved 12/12/2011 from <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/70084.pdf>

<sup>3</sup>- Frank F.K. Byamugisha, The Effects of Land Registration on Financial Development and Economic Growth: A Theoretical and Conceptual Framework, World Bank - November 1999, online at <http://econ.worldbank.org>. Available online]. Retrieved 27/8/2014 from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=636204](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636204)

بيد أن نشاط التوريق الذي نشأ ونما في بلاد القانون الأنجلوأمريكي يشير إلى أن له خصائص تستوجب خصه بتنظيم قانوني ملائم لا توفره النظم القانونية المنتسبة للعائلة الرومانية الجرمانية، ومن بينها النظام القانوني المصري ومن ثم فلا مفر من إدخال تعديلات على القوانين الداخلية في تلك النظم الأخيرة لتلبية حاجات هذا النشاط والاستجابة لمتطلبات الأسواق العالمية لرؤوس الأموال للوصول في نهاية المطاف إلى عولمة النظام القانوني الحاكم لهذا النشاط باعتباره أحد المنتجات المالية الجاذبة لرؤوس الأموال .

وإزاء ذلك نعرض لتجارب القانون المقارن في العمل بنشاط التوريق، وقد تشابهت جميعها في تنظيمه بحذوهم حذو الولايات المتحدة الأمريكية، للاستفادة منها في الوقوف على إشكاليات تنظيمه كظاهرة قانونية، بغية إرسائه في اقتصادنا والارتقاء بالتوريق المصري إلى مصاف التوريق العالمي، لضمان فاعليته في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وكسبيل لتمويل استثمارات المشروعات المصرية وتحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة.

وعلى ما تقدم، رأيت أن أدرس التوريق في هذا القسم على بابين كما يلي:- الباب الأول، البنية القانونية للتوريق في القانون المقارن. الباب الثاني، البنية القانونية للتوريق في القانون المصري

## الباب الأول

### البنية القانونية للتوريق فى القانون المقارن

## الباب الأول

### البنية القانونية للتوريق <sup>(1)</sup> فى القانون المقارن

نشأ التوريق، وتطور فى الولايات المتحدة الأمريكية <sup>(1)</sup>، ونجح كاختراع بديل للتمويل التقليدي. مما دفع الدول الأوروبية <sup>(2)</sup> إلى تبني هذا النشاط، ومن بعدها الدول الآسيوية <sup>(3)</sup>، وأخيرا تبنته بعض الدول الأفريقية، وأخذت به مصر فى إطار قانون التمويل العقاري.

---

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

لذا، يمكن عد التوريق ظاهرة عالمية، إذ أصبح معمولاً به الآن في معظم دول العالم على اختلاف أنظمتها القانونية. وإذ يمارس التوريق نشاطه من خلال الأسواق المالية، فإن معظم القوانين المنظمة له جاءت ضمن القوانين المتعلقة بأسواق المال بالنظر لمخرجه النهائي المتمثل في أوراق مالية، وسنت له القوانين في الولايات المتحدة الأمريكية<sup>(4)</sup> وإنجلترا<sup>(5)</sup> وفرنسا<sup>(6)</sup> وفي مصر<sup>(7)</sup> ومعظم دول العالم .

1- PETRINA R. DAWSON, RATINGS GAMES WITH CONTINGENT TRANSFER: A STRUCTURED FINANCE ILLUSION (1998) [Vol].8:381 DUKE JOURNAL OF COMPARATIVE & INTERNATIONAL LAW p. 382

<http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1265&context=djcl> "Nonetheless, experience has shown that many elements of securitization first developed in the United States, such as special purpose entities (SPEs), have become important building blocks for non-U.S.transactions."; see about that too , Steven L. Schwarcz, Introduction: The Universal Language of Cross-Border Finance (1998) 8 DUKE J. COMP. & INT'L L 235

2- NATANIA LOCKE ASPECTS OF TRADITIONAL SECURITISATION IN SOUTH AFRICAN LAW, NOVEMBER 2008 P,97 . see also, Steven L. Schwarcz, The Alchemy of Asset Securitization (1994) Vol 1: 133 Stanford Journal of Law Business& Financial, p. 131-151 (STAN.J.L. BUS. & FIN.) "one of the most important financing vehicles in the United States."

[http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1839&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1839&context=faculty_scholarship)

3 - 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, p.25

<http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1476&context=jil>

4- التشريعات الحاكمة للتوريق في الولايات المتحدة الأمريكية

Uniform Commercial Code (the "UCC")

1- التقنين التجاري الموحد

ويتألف هذا التقنين من 11 مادة تم تنقيحها من وقت إلى آخر وأصبحت جزءاً من التشريعات الداخلية لكل ولاية في الولايات الأمريكية ، باستثناء ولاية لويزيانا التي تبنت أجزاء منها. وإذ قامت كل الولايات بإصدار تشريعات بتعديلات مختلفة تبعاً لذلك، فإن هذا يعني أن تظل بعض التناقضات بين الولايات المختلفة في قوانينها التجارية. وتعتبر المادة 9 من التقنين التجاري الموحد هي المادة الأكثر أهمية للتوريق، هذا وقد شكلت في عام 1990 لجنة National Conference of Commissioners on Uniform لدراسة إمكانية تنقيح المادة 9 من التقنين التجاري الموحد وتم ذلك سنة 1998 وأصبحت هذه المادة فعالة وتعمل في كل الولايات الأمريكية ومن أهم ما تتناوله هذه المادة تصنيف المعاملات كواحدة من الأمور ذات الأهمية في التوريق ما بين بيع أو قرض مضمون، وما يجب أن يكون عليه البيع الحقيقي ل SPV , NATANIA LOCKE, P.179 -2 See about that ,  
قانون شركة الاستثمار عام 1940 وتعديلاته  
Investment Company Act of 1940

<http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>

3 - قانونى الأوراق المالية لعام 1933 ولعام 1934

Securities Act of 1933 and Securities Exchange Act of 1934

<http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf> or

<http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

5- قانون الإفلاس Bankruptcy law . ومن الجدير بالذكر أن قلة حالات الإفلاس بين المنشئين والمشاركين في عملية التوريق في الولايات المتحدة أدت إلى عدم اختبار العديد من المسائل المحيطة بمشاكل الإفلاس في المحاكم راجع بشأن ذلك

NATANIA LOCKE ,op,cit,p.180

5- Financial Services and Markets Act 2000 - Part XVII Collective Investment Schemes ,  
235. Collective investment schemes.<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/part/XVII>

6 -The French legislation on securitization was implemented by the Act of December 23, 1988 (the "1988 Act"), and completed by the Decree of March 9, 1989 (the "1989 Decree"). The 1988 Act and 1989 Decree have been amended and supplemented several times since then, most recently by a new Act of July 2, 1998 (the "1998 Act") and two new Decrees of October 6, 1997 (the "1997 Decree") and of November 6, 1998 (the "1998 Decree"). See also; PETRINA R. DAWSON op,cit.

7- راجع القانون رقم 143 / 2004 بشأن إدخال نظام التوريق في القانون المصرى وقانون التمويل العقاري رقم 148 / 2001 وتعديلاتهما ولوائحهما التنفيذية وانظر بشأنهما الباب الثانى لاحقاً

وقد وقفت خلف نجاح نظام التوريق فى الولايات المتحدة الأمريكية العديد من العوامل القانونية، والاقتصادية (1)، وعمل هذا النظام بنجاح متفاوت (2) فى الأنظمة القانونية الأخرى التى عملت فيها بعض العناصر المتطلبة لهيكلته بشكل مختلف (من الناحية القانونية) (3) نظرا للاختلاف بينها، فيما يتعلق بإنشاء ما يطلق عليه spv/E (4) (نظام الترسى أو شركة التوريق)، وكيفية نقل الأصول إليها .

وعلى أى حال، فقد حرصت تلك الأنظمة القانونية المقارنة عند إنشاء أداة التوريق spv (5) - وهى غالبا ترست - على أن تجعله بعيدا عن إفلاس ناقل الأصول، وعلى إيجاد أساس قانونى يحقق تحصين هذه الأصول من إفلاس القائمين على أمر استثمارها، حماية لمصالح المستثمرين الذين لا تتيح لهم ملكية ما تصدره من أوراق مالية إمكانية التدخل فى إدارة هذا الاستثمار (6).

وبينما تمايزت وسائل النظم القانونية محل الدراسة المقارنة فى طريقة نقل الأصول المالية، فإنها لم تصل إلى حد الاختلاف حيث اتفقت فى أن يكون ذلك بالبيع الحقيقى لحماية الأصول من خطر إفلاس المنشئ أو الناقل. كما نجحت فى النهاية النظم القانونية التى لا تنتمى إلى العائلة القانونية التى نشأ نظام التوريق فى كنفها وعمل تحت مظلتها فى توفير ما يتطلبه نجاح هذا النظام من الناحية القانونية (7).

وإذا كان نشاط التوريق لا يخرج عن كونه ظاهرة اقتصادية وليد تربة أجنبية، فإنه يتعين للوقوف على أبعاده التنظيمية تحديد ماهيته، وكيفية تفاعله مع النظام الاقتصادى الذى يندمج فيه من خلال دراسة جوانبه القانونية، أخذاً فى الاعتبار ركيذتيه الأساسيتين، وهما: 1- أداة التوريق (الوسيلة ذات الغرض الخاص spv) وكيفية ابتعادها عن الإفلاس (النطاق الشخصى للتوريق) 2 - طريقة نقل الأصول إلى هذه الأداة من المنشئ أو الناقل (8) وشروط تحقق ذلك (النطاق الموضوعى للتوريق). ولا شك فى أن ذلك التحديد وتلك الدراسة سيقودنا إلى الوقوف على المفهوم القانونى للتوريق، كما أن من تعايش هذا النشاط بوصفه ظاهرة قانونية مع نظم القانون المدنى سيتيح لنا التعرف على المحددات الجوهرية لإشكاليات التنظيم القانونى لهذا النشاط وبيان طبيعته القانونية.

1 - وبالطبع نستبعد العوامل الاقتصادية الصرفة نظرا لطبيعة الدراسة التى نحن بصدها.

2- STEVEN L. SCHWARCZ THE UNIVERSAL LANGUAGE OF CROSS BORDER FINANCE op,cit P. 236 <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1260&context=djcil>

3- PETRINA R. DAWSON , Op.Cit.

4- سنستخدم اختصار SPV/ E على مدار هذه الرسالة وهو يعنى special purpose vehicle /entity

5 - Federal Reserve System Supervision and Regulation Task Force on Securitization , Accounting Issues relating to Asset Securitization Vol. 11 of 11 p.30

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/srletters/1990/SR9016a3.pdf>

يحيط المشرع فى القانون المقارن هذه الأداة بالكثير من القيود ويعمل على استقلالها، كما أنه يشترط لها غرضا خاصا مما يجعلها غيرمحملة الإفلاس أو بعيدة عنه.

6 - Dov Solomon, The Rise of a Giant: Securitization and the Global Financial Crisis (2012 ) Vol. 49, No 4. American Business Law Journal, p. 859

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2195902](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2195902)

7- Christopher L.Peterson, predatory structured finance, (2008) VOL 28:5 CARDOZO LAW REVIEW P. 2186 <http://livinglies.files.wordpress.com/2008/08/predatory-lending-practices-cardozo-law-review-ssrn-id929118.pdf>

8 - J C Shenker and A J Colletta, Asset Securitisation, (1991) vol 69 Texas Lavv Review p. 1369, 1380 <http://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/Documents/disclosure.pdf>

وعلى ذلك نقسم الدراسة في هذا الباب إلى أربعة فصول كما يلي :- الفصل الأول ماهية التوريق،  
الفصل الثاني النطاق الشخصي للتوريق، الفصل الثالث النطاق الموضوعي للتوريق، الفصل الرابع، التكيف  
القانوني لعملية التوريق

## الفصل الأول ماهية التوريق

يتبين من النظرة الكلية للتوريق في الولايات المتحدة الأمريكية ، وكيفية عمله في الأنظمة القانونية المختلفة التي تبنته في قوانينها الداخلية كفرنسا وإنجلترا وغيرهم أن هناك قدرا من العناصر المشتركة فيما بينها من ناحية الظروف الداعية للعمل به وتمائلها مع ظروف نشأته. كما أن اتخاذ تلك الأنظمة المزايا التي يتمتع بها هدفا - وهي التي كانت حلا لمشاكل مجتمعية بمعالجة مشكلة السيولة وزيادة منح الائتمان - أدى

إلى تشابهها تقريبا في العمل به من حيث طريقة عمله، ونوعية الأصول موضوع التوريق، والأطراف القائمة عليه.

فقد حرصت تلك الأنظمة الأخيرة على العمل بالتوريق وهيكلته على الوجه الذي يجري عليه في الولايات المتحدة الأمريكية، والوصول بالتوريق إلى الشكل الذي يعمل به فيها. ولعل خير مثال لذلك فرنسا التي اقتربت إلى حد كبير من التنظيم القانوني الأمريكي سواء من حيث أداة التوريق ( الترس )، وكيفية نقل الأصول، بل ونوعية الأصول التي يعمل فيها التوريق ، حتى قيل: "أن التوريق في فرنسا هو التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية" (1).

ولأن التوريق بصفة عامة ظاهرة اقتصادية نشأة من رحم النظام الرأسمالي- الذي ابتدع هذه الوسيلة لمواجهة حاجات المجتمع الأمريكي (2) في اقتناء المنازل، وليكون حلا إضافيا وبديلا للأسلوب التقليدي في الإقراض (3) الذي تتبعه المؤسسات والشركات - فإنه بات ضروريا الوقوف على ماهيته من خلال ظروف نشأته ومزاياه في العلاقات المالية، وآلية عمله، والتعريفات التي سبقت له، على النحو الذي يمكن معه معرفة كيفية بناء هذا النظام من الناحية الاقتصادية. ولتفصيل ذلك سنوزع هذا الفصل إلى المباحث التالية: المبحث الأول، نشأة التوريق. المبحث الثاني، عوامل انتشار التوريق. المبحث الثالث، آلية عمل التوريق وتعريفاته.

## المبحث الأول

### نشأة التوريق (4)

1- Gilles Saint Marc Gide Loyrette Nouel ,French Securitization: New Legislation Eliminates Last Remaining Constraints The Securitization Conduit (1998) VOL. 1, NO. 2 P.15

[www.securitization.net/pdf/pcv1n2p3.pdf](http://www.securitization.net/pdf/pcv1n2p3.pdf)

2- Robert Van Order, Securitization and Community Lending:A Framework and Some Lessons from the Experience in the U.S. Mortgage Market, Community Development investment (2006) , [Available online] Retrieved 12/1/2012 from

<http://www.frbsf.org/publications/community/review/062006/order.pdf>

3 - Richard J. Rosen, The role of securitization in mortgage lending, Chicago Fed Letter -THE FEDERAL RESERVE BANK NOVEMBER 2007 OF CHICAGO NUMBER 244 . [Available online]. Retrieved 12/1/2012 from

[http://www.chicagofed.org/digital\\_assets/publications/chicago\\_fed\\_letter/2007/cflnovember2007\\_244.pdf](http://www.chicagofed.org/digital_assets/publications/chicago_fed_letter/2007/cflnovember2007_244.pdf)

4- STEVEN L. SCHWARCZ, WHAT IS SECURITIZATION? AND FOR WHAT PURPOSE? [2012] [Vol. 85:1283 SOUTHERN CALIFORNIA LAW REVIEW, p. 1293 Retrieved 13/8/2014

[http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3127&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3127&context=faculty_scholarship)

ويرجع المؤرخون الماليون تاريخ توريق الأصول إلى أكثر من قرن من الزمان. إلا أنهم يقررون أن طفرة توريق الأصول بدأت في السبعينات، مع جهود الحكومة الأمريكية لتشجيع تنمية الأسواق الثانوية للرهن العقاري. وأنه بمجرد أن ثبت نجاح نظام توريق الأصول؛ بأن كان هو الجزء الأكثر نموا في أسواقها، أنتشر بسرعة في القطاعات الأخرى للتمويل وتم العمل به في معظم الأصول المالية وانتقل إلى دول كثيرة، وكانت المصارف والمؤسسات المالية وعده كيانات أخرى هي الأقدر على إدارته ، ونقل مخاطر الائتمان التقليدية بتميرها للمستثمرين. ويعتبر التوريق واحداً من أهم وسائل خلق رأس المال ويشكل أداة هامة لإدارة المخاطر. كما أنه يتيح القضاء على الخطر الكبير المرتبط بأصول سيئة أو غير مجدية . ويعمل على تنويع محفظة الأصول. لذا، فالتوريق يعتبر

عقدت البنوك القروض المضمونة بالرهون العقارية، وبقيت هذه القروض تثقل كاهل ميزانياتها العمومية حتى آجال الاستحقاق. وتم تمويل هذه القروض عن طريق الودائع لأجل، وأحيانا بالدين الذي كان التزاما مباشرا<sup>(1)</sup>. مع تحمل البنك كافة المخاطر الائتمانية، بما في ذلك مخاطر السوق والسيولة الناتجة عن التمويل طويل الاجل، إلا إن البنوك لم تستمر على هذا الحال، فقد أدى الكساد الاقتصادي الكبير في الثلاثينات من القرن الماضي إلى تزايد قعود المقترضين عن سداد ائتماناتهم، مما دفع البنوك إلى الانسحاب من تمويل الرهون العقارية السكنية، كما تسبب انخفاض سعر الفائدة على الودائع آنذاك إلى بحث المودعين عن أنشطة أخرى أكثر ربحية من إيداعهم الأموال لدى البنوك، الأمر الذي أدى إلى نقص أموال البنوك ودفعها بالتالي إلى البحث عن مصادر تمويل بديلة<sup>(2)</sup>.

ولئن كان السوق الثانوي (البورصة) هي من يمكن أن يلبي احتياجات المقرضين والمدخرين إلا أنها ضاقت عن إجابة رغباتهم في الوقت الذي تزايد فيه الطلب على تمويل القروض العقارية السكنية. ومن هنا، ظهرت مشكلة عدم كفاية تمويل سوق الرهن العقاري. وتدخل الكونجرس الأمريكي لدعم نظام التمويل الإسكاني بمجموعة من المبادرات التشريعية، الواحدة تلو الأخرى، بهدف إحياء وإعادة هيكلة الاقتصاد وتحسين سوق قروض الرهن العقاري السكني، فأنشأ البنك الاتحادي للقروض Federal Home Loan Bank System (FHLB) في عام 1932؛ لتسهيل إعادة تمويل تلك القروض التي تحتفظ بها مؤسسات الادخار والقروض.

كما أصدر قانون الإسكان وأنشأ الهيئة الاتحادية للإسكان Federal Housing Administration FHA في عام 1934 لتوحيد إجراءات القرض في القطاع العقاري، وقدم شكلا من أشكال الضمان بحماية المستثمرين (المقرضين من القطاع الخاص) من خطر عدم السداد في ذلك السوق. إلا أن تلك الحماية لم تكن كافية لإغراء العديد من المستثمرين غير التقليديين بشراء هذه القروض، إذ أنها لم تضمن التأخير في سداد الدفعات، بالإضافة إلى أنه كان من الصعب على المستثمرين توزيع أو تجنب خطر الدفع المسبق الذي يغير في سعر الفائدة على الدخول الثابتة من السندات المدعومة بالقروض العقارية. ومن ثم، كانت استثمارات الدخل الثابت التقليدية كالسندات الحكومية وأسهم وسندات الشركات هي الأنسب للمستثمرين حينئذ<sup>(3)</sup>.

لذا، إنشئت الهيئة الاتحادية الوطنية للتمويل العقاري في عام 1938 Federal National Mortgage Assoc ("FNMA or "Fannie Mae) وعرفت منذ بدايتها باسم "فاني ماي"

---

واحد من أبرز التطورات في مجال التمويل الدولي في العقود الأخيرة والتي من المرجح أن تظل أهميتها وتزداد في المستقبل. فالتوريق ما هو إلا عملية تجميع وإعادة هيكلة الأصول المالية المتجانسة غير السائلة وتحويلها إلى أوراق مالية، يمكن بيعها للمستثمرين. وانظر أيضا في تاريخ التوريق

Comptroller of the Currency administrator of National Banks ,Comptroller's Handbook Asset Securitization, November 1997 [Available online]. Retrieved 12/1/2012 from <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>

<sup>1</sup>- Richard J. Rosen op,cit.

<sup>2</sup>- John Krainer and Elizabeth Laderman, Mortgage Loan Securitization and Relative Loan Performance FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO WORKING PAPER SERIES August 2011 <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2009/wp09-22bk.pdf>

<sup>3</sup>- 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>

(FNMA). وهي وكالة حكومية مملوكة بالكامل من قبل الدولة، تقوم بتأمين شراء قروض الرهن العقاري السكنية. كما قدمت إدارة المحاربين القدامى في سنة 1944 (VA Veterans Administration) برامج تأمين جديدة لضمان تلك القروض.

إلا أن ذلك السوق ظل غير نشط بسبب الكساد، والحرب العالمية الثانية في الفترة من 1926 وحتى 1946. ولم تشهد تلك الفترة على صعيد تنشيط سوق قروض الرهن العقاري السكنى إلا اندماج البنك الفيدرالي لقروض الإسكان (FHLBS) Federal Home Loan Bank System وإدارة المحاربين القدامى (VA) Veterans Administration في Fannie Mae. وأصبحت فاني مي تعمل على شراء القروض المضمونة بالرهن العقاري السكنية المؤمنة من قبل الهيئة الاتحادية للإسكان FHA والمضمونة عن طريق إدارة المحاربين القدامى (VA) (1) وقامت بإصدار الأوراق المالية المدعومة من محافظ هذه القروض (RMBS)، وينسب إليها صناعة السوق الثانوي لتلك القروض.

وعلى الرغم من ذلك، ظل ذلك السوق غير نشط من عام 1950 وحتى معظم عام 1960، إلا إن تلك الفترة شهدت طلباً متزايداً على تمويل الإسكان لم تستطع مؤسسات التمويل ملاحقته. وتمثل حل تلك المشكلة في زيادة مصادر تمويل القروض المضمونة برهن عقاري سكنى، فقررت الحكومة التدخل مرة أخرى لزيادة رأس المال المستثمر في تمويل ملكية المنازل، وصاحب ذلك دعم تشريعي من الكونجرس سنة 1968 سمحت بمقتضاه لـ Fannie Mae بزيادة أنشطتها في شراء قروض الرهن العقاري السكنى، واستمرت قدرتها على الاقتراض المباشر من وزارة الخزانة بأقل من الفوائد المقررة بالسوق (2).

واستكمالاً لتنشيط ذلك السوق تمت إعادة تنظيم سوق الرهن العقاري الذي ترعاه الحكومة عام 1968 وفصلت فاني مي إلى كيانين: الأول، (Government National Mortgage) المؤسسة الحكومية القومية للرهن العقاري والتي عرفت اختصاراً بجيني مي (GNMA or "Ginnie Mae) وذلك للتعامل مع القروض العقارية المضمونة من الحكومة من خلال برامج الإسكان الاتحادية، والكيان الآخر هو الشركة الوطنية الاتحادية للرهن (Federal Home Loan Mortgage Corp)، والذي عرفت اختصاراً فريدي ماك (FHLMC or "Freddie Mac)، تشجيعاً من الحكومة للقطاع الخاص حيث كان الهدف من وراء إنشائها شراء القروض العقارية التي تصدرها مؤسسات الادخار، والبنوك التجارية في الولايات المتحدة الأمريكية (3).

وبداية السبعينات تم خلق فكرة الائتمان المتعلق بتوريق القروض العقارية (Mortgage Securitization) وإسناده إلى "جيني مي" لتصبح أول مؤسسة يسمح لها بإصدار أوراق مالية مضمونة

1- Joseph C. Shenker & Anthony J. Colletta, Asset Securitization: Evolution (May, 1991) 69 Texas Law Review Tex. L. Rev. 1369 : 1383. [Available online]. Retrieved 12/1/2012 from <https://litigation-essentials.lexisnexis.com/webcd/app?action=DocumentDisplay&crawlid=1&doctype=cite&docid=69+Tex.+L.+Rev.+1369&srctype=smi&srcid=3B15&key=2dcc5830425147823ee3dd1482233f2d>

2- 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](http://www.nyls.edu/wp-content/uploads/sites/148/2013/09/andrewberman_onceamortgage.pdf) (STAN. J. LBUS & FIN).P. 76 "... and continued its authority to borrow directly from the Treasury at below market interest rates" [http://www.nyls.edu/wp-content/uploads/sites/148/2013/09/andrewberman\\_onceamortgage.pdf](http://www.nyls.edu/wp-content/uploads/sites/148/2013/09/andrewberman_onceamortgage.pdf)

3- Joseph C. Shenker & Anthony J. Colletta ,op.cit.

برهونات عقارية من الدرجة الأولى، « Mortgage Backeds Securities »<sup>(1)</sup>(MBS)، وكان المقصود من ورائها جلب أموال جديدة ووضعها تحت تصرف البنوك العقارية عن طريق شراء محافظ عقارية ذات نوعية رفيعة، أي أقل خطورة<sup>(2)</sup>. كما أصدرت فريدي ماك (FHLMC) سنة 1971 شهادات مشاركة مدعومة بالرهون العقارية التقليدية لخلق جو من المنافسة على مستوى السوق الثانوية لتداول محافظ القروض العقارية. وعلى الرغم من ذلك ظلت تلك الأوراق المدعومة بتلك الرهون حتى أوائل عام 1980 ذات نمو بطيء وثابت لعدم وجود حماية للمستثمرين من خطرى تغير سعر الفائدة، والدفع المسبق.

وفى عام 1981 قدمت جيني مي (Ginnie Mae) برنامج لضمان الأوراق المالية المستندة إلى الرهون العقارية التقليدية MBS والتي قامت بإصدارها بعض المؤسسات الخاصة التي توافق عليها جيني مي. ومقتضى هذا الضمان هو أن يحصل مستثمرو تلك الشهادات على استثماراتهم الأصلية وفوائدها فى الوقت المناسب، حتى إن كان هناك دفع مسبق أو تقصير من المقترضين فى سداد التزاماتهم. ومنذ ذلك الحين نما سوق التوريق بمعدل مذهل، وشهد ذلك النمو الوكالات الحكومية والشركات وبنوك الاستثمار. وبلغت إجمالي الأوراق المالية التي أصدرتها جيني مي وفريدي ماك من 5 بليون دولار سنة 1970 إلى 1, 8 بليون دولار سنة 1975 إلى 23 بليون دولار سنة 1980 إلى 2,108 بليون دولار سنة 1985 وفى السنوات التالية جمعت الأوراق المالية المستندة إلى الرهون العقارية أكثر من الضعف إذ بلغت 225 بليون دولار وتجاوزت 432 بليون دولار سنة 2003<sup>(3)</sup>.

ويرجع النمو السريع للأوراق المالية المستندة إلى قروض الرهون العقارية السكنية إلى عوامل كثيرة من بينها ارتفاع أسعار الفائدة عليها فى أواخر السبعينيات والثمانينيات، والتجانس بين الأصول محل عملية التوريق من حيث السمات الأساسية والخاصة بآجال الاستحقاق وأسعار الفائدة، مما سهل تجميع تلك القروض. كما أن تلك السندات كانت مؤمنة أو مضمونة كما تقدم، مما جعل الاستثمار فيها استثمارا خاليا من المخاطر<sup>(4)</sup>.

كما إن إمكانية إنشاء ("SPEs") *specially formed, limited-purpose entities* ، الكيانات ذات الغرض الخاص سهلت كثيرا من نقل ملكية الأصول المدعومة بالرهون العقاري إليها، وإمكانية العزل الحقيقي لتلك الأصول من إفلاس المنشئ أو الناقل. وكانت تلك الكيانات شرطا ضروريا لهذا النوع من عمليات التوريق؛ إذ تقوم بإصدار وبيع الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية<sup>(5)</sup> وتمويل شراء الأصول بعوائد بيع هذه الأوراق، وكذلك الوفاء بحقوق حملة تلك الأوراق من تدفقات تلك الأصول.

2- 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).P.940 [Available online]. Retrieved 27/8/2014 from [http://msulawreview.org/wp-content/uploads/2012/10/2008-3\\_Scharar.pdf](http://msulawreview.org/wp-content/uploads/2012/10/2008-3_Scharar.pdf)

<sup>3</sup>-Timothy C. Leixner, SECURITIZATION OF FINANCIAL ASSETS, Holland & Knight LLP 2006, 2007 , Retrieved 27/8/2014 from [http://www.ihep.org/assets/files/gcfp-files/Securitization\\_of\\_Financial\\_Assets.pdf](http://www.ihep.org/assets/files/gcfp-files/Securitization_of_Financial_Assets.pdf)

<sup>4</sup>- Vinod Kothari, *Securitisation City Business Series* ,International Financial Services, London - April 2005 Retrieved 27/8/2014 from <http://www.vinodkothari.com/secbenefits.htm>

<sup>5</sup> -Byron gumb,the Viability of the REIT structure as a Vehicle for Real Estate Development,Massachusetts Institue of Technoogy Spetember ,2001.p,55 <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/32215/50335403.pdf>

ولم يقف الأمر عند توريق الأصول المضمونة بالرهون العقارية / السكنية، بل تطور إلى أبعد من ذلك، إذ استجابت البنوك لضغوط السيولة والربحية وتوصلوا إلى توريق أنواع أخرى من القروض غير المدعومة بالرهن العقاري والتي يطلق عليها ((Asset-Backed Securities (ABS)<sup>1</sup>). وهذه الأوراق المالية يعود إصدارها إلى عام 1985، حينما قامت المؤسسة المالية للتأجير Sperry ببيع حقوقها فى إيجارات معدات الكمبيوتر (فالإيجارات مماثلة للقروض من حيث إنها تنطوي على تدفقات نقدية يمكن التنبؤ بها)<sup>(2)</sup> إلى الترسر spv والذي قام بدوره بإصدار سندات مالية قابلة للتداول فى سوق الأوراق المالية مدعومة بعوائد تأجير معدات الكمبيوتر.

ومنذ ذلك الحين نما وتطور توريق الأصول ليشمل مجموعة متنوعة من الأصول، منها على سبيل المثال لا الحصر : قروض السيارات(automobile loans )، ومستحقات بطاقات الائتمان (credit card ) ( والقروض الطلابية <sup>(3)</sup>. وتميزت تلك الأصول الجديدة بأجال استحقاق أقصر بكثير من قروض الرهون العقارية، وتوقيتات للتدفقات النقدية أكثر قابلية للتنبؤ به، وتاريخ إحصائي طويل، مما أوجد الثقة لدى المستثمرين للاستثمار فى هذا النوع من الأوراق المالية<sup>(4)</sup>. وما زالت هذه الصناعة تبحث عن أصول جديدة، حتى وصل الأمر إلى أن أي أصل يدر دخلا بأوصاف معينة يمكن توريقه.

ولتيسير توريق الأصول غير المصحوبة بضمان عقاري - فقد عمل الرهن العقاري كضمان إضافي لحملة الأوراق المالية - تمت الاستعاضة عنه بالتعزيزات الائتمانية، أو ضمان تدفقات مجتمعات الأصول عن طريق شخص ثالث(الشريك الذهبي)<sup>(5)</sup>، أو هيكل ما يعرف بالتحسينات الائتمانية<sup>(6)</sup>، وأصدرت الولايات المتحدة الأمريكية فى سنة 1993 ما يقرب من 200 إصدار جديد لهذه الأوراق المعتمدة على تلك الأصول<sup>(7)</sup>.

وأصبحت البنوك منذ نجاح نظام توريق الأصول تقوم بما يشبه دور الوسطاء الماليين فيما يتعلق بالقروض<sup>(8)</sup> فتقوم بعقدها، وبيعها إلى أداة التوريق (spv) ، وتتحول بذلك صيغة القروض التقليدية التي تعقدها إلى أوراق مالية قابلة للتداول فى سوق الأوراق المالية. وعلى أثر ذلك، دخلت المصارف فيما يعرف

<sup>1</sup>- Federal Reserve System Supervision and Regulation Task Force on Securitization An Introduction to Asset Securitization Volume 1 of 11  
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/srletters/1990/SR9016a2.pdf>

<sup>2</sup>- Bernadette Minton, Tim Opler and Sonya Stanton ,Asset Securitization among Industrial Firms Ohio State University November 1997

<sup>3</sup>- Ibid.

<sup>4</sup> -Marc Breidenbach,Real Estate Securitization asan Alternative Source of Finance for the property Industry, Paper presented at the 9<sup>th</sup> Annual Conference of thePACIFIC RIM REAL ESTATE SOCIETY 19 – 22 January 2003 Brisbane, Australia

<sup>5</sup>- Robert J. Hahn, Securitization Techniques that Reduce Risks under the Bankruptcy Code, 10 Com. Lending Rev. 13 (1994-1995)

<sup>6</sup>- Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, Investment Securities Comptroller's Handbook Narrative and Procedures,March 1990

<http://www.occ.gov/publications/publications-by-type/comptrollers-handbook/investsecurities1.pdf>

<sup>7</sup>-Ibid .

<sup>8</sup>-PELMA JACINTH RAJAPAKSE, Assignment of Mortgage Loans to the Special Purpose Vehicle in Securitisation Programs, ( 2005 ) Vol 24 No 1University of Tasmania Law Review,p.50

باسم "انتشار الأعمال المصرفية"، حيث تجمع الخصوم (عادة من الودائع) لتمويل الأصول (عادة من القروض) وتحفظ بالفرق بين التكلفة الإجمالية للخصوم والعائد الإجمالي للأصول.

وبذلك، يكون توريق الأصول قد وفر مصدرا إضافيا بديلا للتمويل التقليدي جذب إليه كثيرا من مؤسسات الإيداع<sup>(1)</sup>، وسمح للمصارف بتلقي علاج لميزانيتها العمومية، بإزالة مخصصات مخاطر القروض منها وإحلال المقابل النقدي من بيع الأوراق المالية محلها، مما كان من شأنه التخفيف من القيود الرأسمالية والتنظيمية المطلوبة للأغراض المحاسبية. بالإضافة إلى احتفاظها بأرباحها من خدمة الأصول (بتحصيل التدفقات النقدية من المقترضين بالنيابة عن أداة التوريق)، ومن رسوم نشأة الأصول من جديد<sup>(2)</sup>.

## المبحث الثاني

### عوامل انتشار التوريق

ليس من المستغرب تبني عدد كبير من الدول لنشاط التوريق، واعتباره أحد الأنظمة العاملة بها، حيث حقق التوريق مزايا لكل من عمل به. فاستفاد منه المجتمع الأمريكي عندما احتاج الأفراد إلى المسكن بعد الحرب العالمية الثانية، ومازال هذا النظام يعمل بنجاح حتى الآن، وسيظل هكذا<sup>(3)</sup> رغم الأزمة التي مرت به مؤخرا - فهي ليست إلا سوء استعمال له<sup>(4)</sup> - ولما لا والتوريق<sup>(5)</sup> كوسيلة حديثة لتفعيل القروض المضمونة

<sup>1</sup>- Dr. jur.- Theodor Baums, ASSET-BACKED SECURITIZATION IN EUROPE , May 3rd, 1994 p.19 Retrieved 12/1/2012 from

[http://www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/Bilder\\_und\\_Daten/Arbeitspapiere/a0294.pdf](http://www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/Bilder_und_Daten/Arbeitspapiere/a0294.pdf)

<sup>2</sup> - Tara E. Gaschler, Esq, American Bankruptcy Institute - Understanding the Securitization Process and the Impact on Consumer Bankruptcy Cases, The Gaschler Law Firm LLC [Available online]. Retrieved 1/9/2014 from

<http://www.abiworld.org/committees/newsletters/consumer/vol7num12/securitization.pdf>

<sup>3</sup>- Claire A. Hill, Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons(1996) 74 WASH. U.L.Q. 1061, 1062 ; see also, Steven L. Schwarcz, The Alchemy of Asset Securitization. op,cit.

<sup>4</sup> - الدكتور رمضان على الشراح - الأزمات المالية العالمية أسبابها - آثارها - انعكاساتها على الاستثمار بدولة الكويت - ورقة

مقدمة للملتقى الدولي لآفاق الاستثمار "الدورة الثالثة" معاً لمواجهة التحديات" 3، 4 جمادى الأولى 1430 هـ الموافق 27-28

أبريل 2009 وانظر ريتشارد دبليو ران ، أزمة الرهن العقاري وأسبابها [www.alitthad.com/paper.php?name=News](http://www.alitthad.com/paper.php?name=News)

يجب أن تراعى البنوك عدم المغالاة في تقييم الممتلكات العقارية عند رهنها . كما يجب أن يكون للمقرض سجل ائتماني جيد وأنظر أيضا- يوسفات على- أزمة الرهن العقاري - مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية العدد 2 / 2009 ص 92-107 انخفاض أسعار المنازل + ضعف الجدارة الائتمانية + رفع أسعار الفائدة أدى إلى تخلف الكثيرين من الراهنين للمنازل عن سداد الدفعات المستحقة مما أدى إلى حدوث أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

[Available online]. Retrieved 30/11/2011 from

<http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Economics/c354.pdf>

<sup>5</sup> -Asset Securitization - Comptroller's Handbook -November 1997 -L-Sec op,cit .

أثرت الشركات المالية التي تعتمد على التوريق سلبا على أرباح المصارف و بشكل رئيسي على الائتمان والقروض الاستهلاكية التجارية. فقد شكل تزايد منافسة تلك الشركات للقطاع المصرفي ضغطا على البنوك التقليدية لاستخدام التوريق. وقد ساعد توريق الأصول في تشكيل مستقبل الأعمال التقليدية المصرفية باستخدام أسواق الأوراق المالية لتمويل أجزاء من محافظ القروض لدى هذه البنوك، و مكنهم من تخصيص وإدارة المزيد من رؤوس الأموال بكفاءة، والوصول إلى مختلف مصادر التمويل الفعالة والتكاليف المخفضة ، وتحسين إدارة المخاطر التجارية.

بالضمانة العقارية أمكن عن طريقه نقل أخطارها (1) إلى مجموعة كبيرة من المستثمرين، فضلا عن استرداد الائتمان وأرباحه المتوقعة، حتى قيل عنه إنه نوع من الكيمياء (2).

فقد لعب التوريق دورا مهما في مساعدة البنوك التي عملت به على تحريك القروض المضمونة بالرهون العقارية عن طريق نقلها إلى أداة التوريق (SPV)، وتسييلها (3) بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، مما أوجد طمأنينة لدى البنك لمنح المزيد من الائتمان العقاري.

وتسبب ازدهار توريق الأصول (4)، والتغلب على مخاطره، وعلى وجه الخصوص، في الولايات المتحدة الأمريكية، في قيام محاولات عديدة لنقل هذه التقنية إلى أسواق خارجها لا سيما في أوروبا، وأسيا، وأفريقيا. وفي التعرف على مزايا العمل به والتغلب على مخاطره تكمن معرفة أسباب انتشاره دوليا. وسنوضح ذلك في مطلبين.

## المطلب الأول

### مزايا التوريق

#### 1- زيادة منح الائتمان :

See also 'Lewis Carroll, TRANSPLANTING ASSET SECURITIZATION: IS THE GRASS GREEN ENOUGH ON THE OTHER SIDE? COMMENT [Available online]. Retrieved 12/1/2012 from <http://www.rusipoteka.ru/files/library/dvorak-1.pdf>

see too :- Kenneth C. Kettering, SECURITIZATION AND ITS DISCONTENTS: THE DYNAMICS OF FINANCIAL PRODUCT DEVELOPMENT(2009) [Vol. 29:4 CARDOZO LAW REVIEW

1- TAMAR FRANKEL & JOSEPH W. LAPLUME, SECURITIZING INSURANCE RISKS, (1997) [Vol. 19: 203 ANNUAL REVIEW OF BANKING LAW [Available online]. Retrieved 12/1/2012 from

<http://www.bu.edu/lawlibrary/facultypublications/PDFs/Frankel/securitization%20of%20insurance%20risks.pdf>

2 - Debra sparks ,Special report in title (( bad loans made good)) in new York Business Week - 1998 Retrieved 12/1/2012 from <http://www.businessweek.com/1998/43/b3601155.htm>

see :- Robert J. Hahn, op,cit, See also Steven L Schwarcz op,cit [Available online]. Retrieved 12/1/2012 from [Stanford Journal of Law, Business, and Finance, Vol. 1, p. 133, 1994 - ,](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=868520)

3 - 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>

4- See: RATINGS GAMES WITH CONTINGENT TRANSFER, Op,Cit.

يقدم التوريق بعض المزايا الهامة التي تجعله أفضل أسلوب للتمويل، فقد حقق منافع للاقتصاد الأمريكي، والمثال الأكثر وضوحاً لتلك المنافع تجسد في القطاع العقاري السكني. حيث أسفرت أنشطة التوريق، عن طريق دعم الوكالات الحكومية GSEs3 في سوق الرهن العقاري الثانوي، عن سيولة عالية. بلغت 2/1 تريليون دولار من الرهن العقاري السكني تم تعبئتها في الأوراق المالية. وإذا بلغت سندات التوريق من نوع MBS حوالي نصف القروض العقارية السكنية في البلاد، فلذلك تتوفر أموال للقروض العقارية السكنية في جميع أنحاء البلاد، بمراعاة أن الاختلافات الإقليمية في معدلات الفائدة على قروض المنازل السكنية أصبحت اليوم شبه معدومة. لذا فإنه يمكن القول أن التوريق وبحق الابتكار المالي الأكبر في القرن العشرين، فعن طريق السوق الثانوي للقروض العقارية السكنية فعل الكثير من أجل تشجيع "الحلم الأميركي"

تعد هذه الميزة من أهم مزايا التوريق، من وجهة نظر هذا البحث، بل هي بدون مبالغة السبب الرئيسي في إنشاء التوريق وانتشاره. ولئن كان احتياج الإنسان للمسكن من المتطلبات الأساسية، إلا أنه في الغالب لا يتمكن من توفير ثمن المسكن دفعة واحدة. ومن ثم، يلجأ للاقتراض من المصارف للحصول على مسكن، وتزداد هذه الحاجة في وقت الحروب والأزمات الاقتصادية.

ولما كانت البنوك لا تستطيع أن تقرض إلى ما لا نهاية حيث إنها ملتزمة بقيود تنظيمية ومحاسبية تتطلب ضرورة مراعاة حدود السيولة المتطلب الاحتفاظ بها، فإنها قد تتوقف عن عملية الإقراض عند حد معين. لذا، فإن توريق الأصول المالية يعيد للبنوك قدرتها على الاستجابة لطلبات الراغبين في الإقراض نظراً لعودة أموالها المستثمرة في عمليات الائتمان (1).

فالبنك (المنشئ) في نظام التوريق لا ينتظر حتى يتلقى سداد المستحقات في المستقبل للحصول على أمواله، ومواصلة أعماله، وتوليد المستحقات الجديدة (2). فمستحقاته قد تكون مستحقة نسبياً على المدى الطويل مثل حقوقه المتولدة من القروض المضمونة بالرهون العقارية (3)، والمتولدة من قروض السيارات، وقروض الطلاب، وغيرها. أو قد تكون مستحقة على المدى القصير مثل مستحقات بطاقات الائتمان. وفي الحالتين لا يجعله التوريق ينتظر مواعيد الوفاء بمستحقاته. إذ يدرك به قيمة ائتمانه كمبلغ مقطوع لوجود سوق تحقق سيولة لهذه القروض.

ولهذا يعد التوريق الوسيلة المثلى للبنك لجمع أموال جديدة في أسواق رأس المال، بإعادة توظيف أصوله مرات ومرات بتدويرها في شكل قروض جديدة. ويبدو هذا الأمر أكثر منطقية مع الأصول التي تعتبر غير سائلة مثل إيجار المعدات، وقروض الرهون العقارية.

## 2- تخفيض تكلفة التمويل :

يعمل التوريق على تخفيض المخاطر التقليدية التي يواجهها المنشئ في عملية الائتمان المصرفي والمتمثلة في خطر عدم سداد الائتمان أو التأخر في سداده، حيث يتم نقل تلك المخاطر ضمن كافة مخاطر العملية الائتمانية إلى العديد من المستثمرين، وينعكس أثر ذلك على خفض تكاليف التمويل (4).

ولئن كان صحيحاً أن التوريق يهدف أساساً إلى إعادة توزيع المخاطر الائتمانية بعيداً عن المنشئين لمجموعة واسعة من المستثمرين، فإنه يجب مراعاة توزيع أصول عملية التوريق على كثير من القطاعات المهنية والمناطق الجغرافية المختلفة، فذلك يؤدي إلى تقليل مخاطر الائتمان التقليدية أو يضعف أثرها كثيراً، وبالتالي يقلل من تكلفة تمويل الاقتراض للأفراد والشركات كثيراً (5). فإذا كانت قيمة المخاطر تترجم إلى تكلفة في الإقراض، فإن تلك التكلفة تقل بقدر انخفاض قيمة تلك المخاطر المنقولة.

1- Alfredo Martín-Oliver, Jesús Saurina, Why do banks securitize assets? November 2007

2- Manuel Caloca González- Mortgage-Backed Securitization: New legal development in Mexico [Available online]. Retrieved 12/1/2012 from [http://www.natlaw.com/pubs/spmxbk8.htm#\\_ftn15](http://www.natlaw.com/pubs/spmxbk8.htm#_ftn15)

3 - Phillip Wood *Project Finance, Securitizations, Subordinated Debt* 2 ed (2007) p. 118

4 - Timothy C. Leixner - op.cit.

5-Federal Reserve System Supervision and Regulation Task Force on securitization An Introduction to Asset Securitization -op.cit.

وإذا كان التوريق يجرى بفصل مجموعة محددة من الأصول وبيعها إلى أداة التوريق بالبيع الحقيقي، فإن ما يتم التحويل عليه - عند توريقها - هو تصنيف تلك الأصول فقط، وليس تصنيف أصول المنشئ ككل. ولذلك تستطيع الشركات من غير شركات التوريق ذات التصنيف الائتماني المتدني الحصول على التمويل اللازم بمعدل تكلفة أقل، طالما كان تصنيف أصولها المحالة إلى أداة التوريق عالياً. وتصبح بالتالي قادرة على العثور على التمويل أو الاقتراض بمعدل خطر بسيط، مما يقلل تكاليف الاقتراض منطقياً، ويدفع لإجراء معاملات التوريق<sup>(1)</sup>. فعندما تحمل السندات الصادرة لتوريق أصول لديها معدل فائدة أقل مما كان يمكن أن تدفعه من فوائد على اقتراضها، فيما لو اعتمدت على التصنيف الائتماني الخاص بها، فإنها تتمكن في واقع الأمر من تحقيق أقل تكلفة للتمويل.

وبينما أتاح التوريق للشركات من غير شركات التوريق التخلص من الوسطاء الذين وقفوا سلفاً بين هذه الشركات وبين مصدر التمويل النهائي (المستثمرين) ومن عمولتهم (حيث أعطاها التوريق إمكانية جمع الأموال من المستثمرين مباشرة مقابل مصاريف زهيدة نظراً لتقييم المخاطر من قبل وكالات التصنيف)، فإنه كان سبباً في ضعف العلاقة ما بين هذه الشركات والبنوك، الأمر الذي كان دافعاً للبنوك التجارية للعمل بتوريق الأصول تحت ضغط انخفاض الإقراض التجاري<sup>(2)</sup> (لتحقيق السيولة والربح وتنفيذ المتطلبات الصارمة لمعدل كفاية رأس المال المصرفي)، وقد أدى ذلك إلى تخفيض تكلفة الاقتراض بشكل عام.

## 2- إنشاء أسلوب تمويلي بديل لزيادة رأس المال:

عندما يقابل البنك خطر تقصير العملاء في سداد ائتماناتهم لأي ظروف كانت، أو عندما ينخفض سعر الفائدة على الودائع ويتجه المودعون إلى البحث عن مصادر بديلة لاستثمار مدخراتهم، وتنقص تبعاً لذلك أموال البنك مصدر استثماره، فإنه حتماً يحتاج إلى مصدر تمويل بديل. وقد كان التوريق هو ذلك المصدر البديل للتمويل.<sup>(3)</sup>

<sup>1</sup> - FRANK J. FABOZZI & VINOD KOTHARI, Introduction to Securitization, 2008 John Wiley & Sons, Inc. Printed in the United States of America, P.65

<sup>2</sup> - Kenneth N, Klee, Brendt Buter, ASSET-BACKED SECURITIZATION, SPECIAL PURPOSE VEHICLED AND AND OTHER SECURITIZATION ISSUES

<http://www.iiiglobal.org/component/jdownloads/finish/650/5787.html>

<sup>3</sup> - الدكتور مدحت صادق «أدوات وتقنيات مصرفية» نشر دار غريب بالقاهرة 2001م ص 237 وانظر أيضاً :- الدكتور سعيد عبد الخالق - توريق الحقوق المالية - بحث منشور على الانترنت ذات المعنى وانظر أيضاً :- العدد الأول - مفاهيم مالية - البنك المركزي - المعهد المصرفي المصري ماهية بازل 2 حيث يذكر أن السبب الرئيسي الذي يدفع المؤسسات المالية للتجاء لعمليات التوريق؛ يتمثل في التحرر من قيود الميزانية العمومية . حيث تقضي القواعد المحاسبية والمالية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال ، وتدبير مخصصات لمقابلة الديون المشكوك فيها ، وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام ، ويبيط بالضرورة من دورة رأس المال ، ويقلل بالتبعية من ربحية البنك والتوريق في هذه الحالة يعد بديلاً مناسباً حيث يسمح بتدوير جزء من الأصول السائلة Recycle Cash الناجمة عن توريق أصوله غير السائلة الضامنة لديونه لدى الغير، دون أن يحتم ذلك زيادة في الجزء المخصص للمخاطر في ميزانية البنك ، أي دون الحاجة لمخصصات مناظرة في الميزانية العمومية من وجهة نظر المصدر والفائدة الرئيسية للتوريق هي نقل الأصول غير السائلة "خارج الميزانية العمومية" والاستعاضة عنها بما يعادلها نقداً .. وتحسن هذه العملية الميزانية العمومية.

وإذا كان ما استقرت عليه مبادئ المحاسبة المالية السليمة والمطبقة باتفاقية بازل للرقابة من أن البنك لا يستطيع أن يقرض أكثر من نسبة محددة لما يملكه من رأس مال واحتياطي، وهو ما يعرف بالرافعة المالية، فإن اللجوء إلى التوريق يعمل على تحسين تلك الرافعة المالية ويجعل باستطاعته الإقراض مرات ومرات بقدر تحسين تلك الإمكانية<sup>(1)</sup>.

وقد تحتاج الشركات من غير شركات التوريق إلى مصدر نقدي لتمويل مشروعاتها التوسعية، فتلجأ إما إلى الاقتراض (من خلال بنك أو إصدار السندات)<sup>(2)</sup> أو زيادة رأس المال (عن طريق طرح أسهم جديدة للاكتتاب) إلا إن لهذين الاختيارين<sup>(3)</sup> تكلفتها الباهظة، كما أنهما يؤثران على المركز المالي للشركة، فكلتا الطريقتين يظهر أثرهما في ميزانية الشركة وهو ما يعرف بالتمويل داخل الميزانية (On- أو In-house balance sheet financing). فزيادة رأس مال الشركة عن طريق إصدار أسهم جديدة يترتب عليها بالقطع ضرر للمساهمين القدامى في الشركة، كما تؤثر القيود التي تفرضها نسبة المديونية على إمكانية زيادة مستوى القروض. لذا، فإن الإدارة تبحث في سبل التمويل الذي لا يترتب عليه تسجيل الديون بالميزانية وبالتالي لا تؤثر ظاهرياً على نسبة المديونية. ومن ثم، كان التوريق هو مصدر التمويل البديل للتمويل بالطرق التقليدية حيث لا يظهر تأثيره على ميزانية الشركة طبقاً للقواعد المقررة من قبل منظمة معايير التمويل والمحاسبة<sup>(4)</sup>، وبالتالي لا يؤثر في هيكل أموال الشركة وفقاً للمعالجات المحاسبية التقليدية. وهو ما يعرف بالتمويل خارج الميزانية Off-balance sheet financing. حيث يتم التعامل مع التوريق عن طريق إضافة الدخل الناتج من بيع أصول التوريق إلى جانب الأصول في ميزانية الشركة، بينما يتم حذف الجزء المخصص لمخاطر تلك الأصول من جانب الخصوم في تلك الميزانية.

1 - Timothy C. Leixner - op.cit

2- Nomura Fixed Income Research- Thirty Years Later Securitization Is Still Good for America- 15 March 2002 [Available online]. Retrieved 12/1/2012 from [http://www.securitization.net/pdf/nomura\\_later\\_031502.pdf](http://www.securitization.net/pdf/nomura_later_031502.pdf)

3 - Elena Loutskina, Does Securitization Affect Bank Lending? Evidence from Bank Responses to Funding Shocks - First Version: November, 2004 ,Current Version: October, 2005 [Available online]. Retrieved 12/1/2012 from <http://www.google.com/search?sourceid=navclient-ff&ie=UTF-8&rls=GGGL,GGGL:2006-46,GGGL:en&q=Does+Securitization+Affect+Bank+Lending%3F>

أن التمويل التقليدي يؤثر على رأس المال المدفوع أو على إجمالي الديون ، كما وله تكاليف تعاقدية. فعلى سبيل المثال فإن الاعتماد على إصدار جديد لرأس المال سوف يترتب عليه بالضرورة تخفيض نصيب السهم من الأرباح الأمر الذي يزيد من تكلفة الحصول على رأس المال الإضافي في الوقت الذي تظل فيه تكلفة المديونية عند نفس المستوى. ولذا يفضل الملاك الحاليين عدم دخول ملاك جدد إلى الشركة، وهو ما يدفع الشركات إلى الاقتراض المباشر. ويمكن الحصول على القروض بأقل تكلفة ممكنة طالما أن نسبة الديون إلى حق الملكية مازالت عند الحدود الآمنة. ومع هذا فإن كل عقد للاقتراض يحد من قدرة الشركة على الدخول في عقود جديدة يترتب عليها قروض إضافية الأمر الذي يجعل تكلفة المديونية تتزايد مع إضافة قروض جديدة إلى هيكل رأس المال بالشركة. ومن ناحية أخرى فإن المخاطر المالية تتزايد مع زيادة حجم القروض الأمر الذي يزيد من تكلفة الإفلاس. وإزاء موقف المساهمين القدامى المعارض لزيادة رأس المال وكذلك القيود التي تفرضها نسبة المديونية على زيادة مستوى القروض فإن الإدارة تبحث في سبل التمويل التي لا يترتب عليها تسجيل الديون بالميزانية وبالتالي لا تؤثر ظاهرياً على نسبة المديونية.

4-SEC Policy Statement, Reaffirming the Status of the FASB as a Designated Private- Sector Standard Setter, 68 Fed. Reg. 23,333 (May 1, 2003) (recognizing FASB's financial accounting and reporting standards as "generally accepted" for the purposes of federal securities law). FASB's Statements of Financial Accounting Standards (SFAS) <http://www.fasb.org/st/>.

### 3- ابتكار أداة مالية جديدة لأسواق رأس المال:

على الرغم من صعوبة تحويل القروض المضمونة بالرهون العقارية إلى نقد، فإن التوريق حول الحقوق المتولدة منها إلى سلع أساسية في الأسواق المالية. بإصدار الأوراق المالية الممثلة لها، والقابلة للتداول وبيعها في هذه الأسواق المالية للمؤسسات، والشركات، والأفراد.

وبذلك يكون التوريق قد ابتكر أداة مالية جديدة خلق بها السوق الثانوي لتلك الأصول، فهي ليست من بين الأوراق المالية التقليدية كالأسهم والسندات، وتتميز عن تلك الأوراق بقوتها الائتمانية وجودتها التجارية نتيجة لتصنيفها من قبل وكالات التقدير مما سهل من تداولها وتحويلها إلى سيولة مالية ببيعها في تلك الأسواق.

وتعتبر هذه المزية الأخيرة من أهم مزايا التوريق. حيث لا تجعل المستثمر يلجأ للخبراء لاستطلاع آرائهم بشأن قوة تلك الأوراق المالية؛ لكونها الأعلى في التصنيف من خلال مشاركة تلك الوكالات، والعزلة المفروضة على الحقوق المنقولة إلى أداة التوريق ( SPV ) ببعدها عن إفلاس منشئ أو ناقل الأصول.

لذا، فالاستثمار في الأوراق المالية للتوريق استثمار يتمتع بصفة الأمان، ويسهم ذلك في زيادة كفاءة أسواق رأس المال لسرعة تداولها (1).

ومن جميع ما تقدم، يتبين أن التوريق أحد أهم الآليات التي تساهم في جذب المدخرات المحلية والأجنبية، وتوفير مصادر مالية للتوسعات الاستثمارية. وانعكس العمل به إيجابيا على التنمية الاقتصادية والاجتماعية، مما كان سببا في انتشاره.

## المطلب الثاني

### مخاطر التوريق

مما لا شك فيه، أن التوريق كما أن له العديد من المزايا التي ساهمت في انتشاره دوليا، فإن له مخاطر ينبغي القضاء عليها أو معالجتها لإتمام الفائدة من العمل به. ويعتبر من بين أهم مخاطر التوريق خطران: هما، خطر الدفع المسبق وخطر عجز أو تخلف المقترض عن سداد الائتمان، حيث يلعب دورا حاسما في استراتيجيات التوريق (2) وقد يضاف إليهما، مخاطر التصنيف الائتماني، فبينما يجب أن يعمل التصنيف الائتماني على درء مخاطر التوريق، فإن التقدير الخاطئ لدرجة المخاطر المالية يشكل خطرا على المستثمرين.

### 1- خطر الدفع المسبق:

1 - Timothy C. Leixner- op,cit .

2 -Sumit Agarwal1,Yan Chang,and Abdullah Yavas, ADVERSE SELECTION IN MORTGAGE SECURITIZATION . [www.fdic.gov/bank/analytical/cfr/.../Chang.PDF](http://www.fdic.gov/bank/analytical/cfr/.../Chang.PDF)

قد يقوم المدينون بالوفاء بالتزاماتهم قبل الوقت المحدد لها، وبرغم أن هذا يبدو جيدا في الوضع العادي بين الدائن والمدين، إلا أنه يشكل في مجال التوريق ما يعرف بخطر الدفع المسبق، حيث يؤدي إلى فجوة بين المتحصلات وعوائد الأوراق المالية لنشاط التوريق؛ نتيجة لفقدان الترسد الفوائد على القرض على طول مدة السداد. ولا يجبر ذلك الضرر ما يفرضه بعض الأنظمة من دفع نسبة عادة ما تكون نسبة مئوية صغيرة من الرصيد المتبقي كواحد في المائة، ويزداد الأمر صعوبة في النظم التي لا تفرض جزاء على السداد المعجل، الأمر الذي تتأثر به حتما الأوراق المالية الصادرة عن عملية التوريق، خاصة الأوراق الصادرة لتوريق الأصول المضمونة بالرهن العقاري ذات الدخل الثابت (MBS) Mortgage – Backed Securities<sup>(1)</sup>، فتغير عائد الفائدة في حالة الدفع المسبق بالانخفاض حتما سيؤدي إلى تغير في قيمة هذه الأوراق. وحلا لهذه المشكلة، فعادة ما يسمح لأداة التوريق بعمل إصدارات متعددة من الأوراق المالية، بتقسيم الأوراق الصادرة إلى أوراق تتحمل خطر الدفع المسبق، و أوراق أخرى لا تتحمل هذا الخطر و قد تحتوى بعض صفقات التوريق على ما يسمى شروط الحماية ( شروط التاجر )، لحماية المستثمرين من ذلك الخطر<sup>(2)</sup>.

## 2- خطر تخلف المدينين الأصليين عن سداد الائتمان:

يعد خطر عجز (المدين) المقرض عن سداد الائتمان من أكبر الأخطار التي تواجه حملة الأوراق المالية في عمليات التوريق. حيث أن الأوراق المالية في عمليات التوريق مرتبطة بالأصول المالية التي تصدر في مقابلها. ومن ثم ، فعدم جودة الأصول المالية المضمونة بالرهن العقاري كعدم توزيع تلك الأصول على قطاعات عدة للنشاط الاقتصادي والمناطق الجغرافية المختلفة يزيد من خطر تقصير المقرضين في السداد أو يعظم من وطأته على المستثمرين.

ولئن كانت الأصول المضمونة بالضمان العقاري تتميز عن غيرها من الأصول المالية بهذا الضمان العقاري، فإن هذا الضمان قد يدفع القائمين على توريق تلك الأصول إلى عدم الاهتمام بأشكال تعزيز الائتمان اعتمادا عليه . إلا أن ذلك الضمان كما يكون سببا في حماية الأصول المالية في حالة عجز المقرض عن السداد، فإنه قد يكون سببا في اختراق مبدأ بعد الأصول عن إفلاس القائمين على استثمارها، بما يعنى أنه يتعين مراعاة الأسلوب الصحيح لنقل هذا الضمان لحماية تلك الأصول<sup>(3)</sup>. فعندما يعجز المقرض عن سداد الدفعات المستحقة عليه، فليس أمام الترسد إلا التنفيذ على الضمانات العقارية الضامنة لتلك الأصول. فإذا كانت غير فعالة في تغطية الأصول غير المسددة كان هناك خطر على حملة الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية، يتمثل في عدم حصولهم على استثماراتهم<sup>(4)</sup>.

<sup>1</sup>- François Leroux, LA TITRISATION, Note pédagogique, Marchés internationaux des capitaux no 16 ( MIC no 16)

<http://neumann.hec.ca/pages/francois.leroux/Note%20pedagogique%20MIC16.pdf>

Fayçal Amrani" La titrisation et le risque: de l'optimalité d'allocation à l'instabilité des marches <http://www.iefpédia.com/france/wp-content/uploads/2009/12/Fay%C3%A7al-Amrani.pdf>

<sup>2</sup>- Richard J. Rosen, op,cit.

<sup>3</sup>- Timothy A . Froehle, Standing in the Wake of the Foreclosure Crisis: Why Procedural Requirements Are Necessary To Prevent Further Loss to Homeowners (1996)

[http://www.uiowa.edu/~ilr/issues/ILR\\_96-5\\_Froehle.pdf](http://www.uiowa.edu/~ilr/issues/ILR_96-5_Froehle.pdf)

<sup>4</sup>- Timothy A . Froehle, op,cit , p . 1727

كما أن عدم وضوح واستقرار ملكية الضمانة العقارية، طبقا لقوانين الدول التي تطبق فيها عمليات التوريق يمثل مشكلة لتوريق الأصول المضمونة بالرهن العقاري المنقولة إلى أداة التوريق. فقد يوتر قانون تسجيل الأراضي مثلا، فيما يتبناه بشأن الحجية القاطعة لتسجيل الضمان العقاري على تلك الأصول، فكلما كان تسجيل الملكية العقارية قاطعا في حجيته على من هو المالك الراهن كان أفضل لضمان هذه الأصول، وإذ لم يكن تسجيل الملكية كذلك نكون بصدد مشكلة، فيما لو تم التوصل إلى إبعاد الضمان العقاري عن تلك الأصول، تتمثل في خطر محقق على المستثمرين، خاصة إذا كان التنفيذ على تلك الضمانات حتميا عند تقصير المقترض في سداد الائتمان<sup>(1)</sup>.

وقد يتسبب أيضا التأخير في دفع أقساط القرض إلى أداة التوريق في ظهور ما يعرف بمشكلة عدم التزام بين التدفقات النقدية المتوقعة من قبل المدنيين والتزاماتهم تجاه حملة الأوراق المالية. ويحدث هذا عند وجود مشاكل في الدفع من جانب المدين أو بسبب الصعوبات التقنية في عدم كفاءة وكلاء التحصيل<sup>(2)</sup>.

وعلى الرغم من أن خطر عجز المقترضين عن سداد الائتمان يمثل خطرا جوهريا في عمليات التوريق، إلا أنه أمكن التغلب عليه عن طريق الهندسة المالية، وذلك بإصدار أوراق مالية في مستويين مختلفين، باستخدام ما يعرف بمبدأ التبعية. فيتم إصدار أوراق مالية في المستوى الأول لا تتحمل خطر عجز المقترض عن سداد التدفقات النقدية، وأوراق مالية في المستوى الثاني تتحمل هذا الخطر وتتبع الإصدار الأول، ويعنى ذلك أن الأوراق المالية من المستوى الثاني تتحمل هذا الخطر وإلى حين استنفادها، وما زاد عن ذلك من مخاطر تتحملها الأوراق المالية للمستوى الأول<sup>(3)</sup>.

كما أنه عادة ( ولمواجهة خطر عجز المقترضين عن السداد) ما تصدر عن SPV أوراقا مالية بقيمة اسمية أقل من قيمة حوافظ الحقوق المحالة إليها، وقد يتم إنشاء صندوق احتياطي لضمان خطر عدم السداد أو التأخير في سداد التدفقات النقدية من القروض الأساسية.

وقد روى مؤخرا ( بعد الأزمة الدولية المعروفة بأزمة الرهن العقاري) تطوير سوق التوريق لضمان المواءمة بشكل أكبر بين مصالح المنشئين والمستثمرين عن طريق احتفاظ المنشئين بجزء من الأوراق المالية الصادرة، كآلية لتحسين حوافز تشجيع الاستثمار في التوريق، وضمان لأن يقوم المنشئون بدور فعال في فحص القروض وإتباع معايير الائتمان السليمة<sup>(4)</sup>.

### 3 - خطر التصنيف الائتماني ( التقدير الخاطئ لدرجة المخاطر المالية):

يقع عبء تحديد المخاطر الائتمانية المرتبطة بالأوراق المالية الصادرة عن عملية التوريق على عاتق وكالات التصنيف الائتماني، فهي تلعب دورا جوهريا في تلك العملية. ومن ثم، استلزمت وجودها التشريعات العاملة في مجال توريق الأصول، وهي تعمل وفق مبادئ من شأنها التبصير بوضع هذه الأوراق والأصول

<sup>1</sup> -Frank F. K. Byamugisha.op.cit.

<sup>2</sup>-Byron gumb ,op.cit, p. 76

<sup>3</sup>-Charles H. Wallshein,Advanced Standing Issues in Securitized Mortgage Foreclosure, NYSBA (New York State Bar Association) NY Business Law Journal | Summer 2012 | Vol. 16 | No. 1 <http://tollefsenlaw.com/wp-content/uploads/2014/08/Standing-defense-mortgage-foreclosure.pdf>

<sup>4</sup>- Charles H. Wallshein, op.cit .

المنقولة تبعاً لها، وقياس كفاءتها وكفاءة القائمين على عملية التوريق، بما من شأنه أن يعطى صورة واضحة لتلك الأوراق من حيث ما يرتبط بها من أخطار ودرجاته<sup>(1)</sup>.

ولئن كانت عملية التوريق تهدف إلى عزل الجدارة الائتمانية لأصول المنشئ من الجدارة الائتمانية للأصول محل التوريق، إلا أن وكالات التصنيف ستفحص عن كثر عمليات المنشئ والسياسات والإجراءات في مجالات مثل: معايير الإقراض ومعايير التأمين وتوفير ملحقات الجداول الزمنية للدفع وإعادة التفاوض بشأن العقود ومنح فترات السماح. كما تعد خدمة الأصول الجارية عنصراً هاماً في عملية التصنيف، فعند تقييم الوكالات لفئات الأصول يتم إجراء استعراض دقيق لعمليات خدمة التحصيل وطلب ضمان كاف فيما يتعلق بالإجراءات والقدرات المؤهلة لذلك. ويعد التقدير الخاطئ لعملية التوريق من قبل وكالات التقدير خطراً كبيراً على المستثمرين الذين يشترطون الأوراق المالية الصادرة عنها اعتماداً على كفاءتها، إلا أن هذا الخطر يبقى نادراً جداً استناداً إلى خبرة وكفاءة تلك الوكالات، وبسبب وجود تقنيات مختلفة للحد من هذه المخاطر على مستوى إصدارات الأوراق المالية للتوريق، أو أشكال تعزيز الائتمان، أو شروط الحماية الاحتياطية.

وبذلك نكون قد تعرفنا على تاريخ نشأة التوريق، وعوامل انتشاره والتي تمثلت في مزايا العمل به، ومخاطره التي أمكن إلى حد بعيد التغلب عليها. ولا يبقى لنا إلا اللجوء إلى آلية عمله وتعريفاته. ونتناولها في المبحث القادم.

### المبحث الثالث

#### آلية عمل التوريق تعريفاته

نتناول في هذا المبحث دراسة آلية عمل التوريق وتعريفاته في مطلبين كما يلي: المطلب الأول آلية عمل التوريق و المطلب الثاني تعريفات التوريق

#### المطلب الأول

#### آلية عملية التوريق

يجرى العمل بالتوريق بشكل متشابه وفق خطوات نموذجية لا تخرج عن ثلاث<sup>(2)</sup> وهي كما يلي:-  
الخطوة الأولى: وهي التي يقوم فيها المنشئ بتحديد مجموعة من الأصول المتماثلة المطلوب نقلها وبعد ذلك

1- Steven L. Schwarcz, The Inherent Irrationality of Judgment Proofing, (1999) 52 STAN. L. REV. 1,6

2- Jason H. P. Kravitt, SEE SECURITIZATION OF FINANCIAL ASSETS, 2d ed. 1999 & 2000, P 3-52. See ALSO : Steven L. Schwarcz, Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox [2002] Vol.20 UNIVERSITY OF ILLINOIS LAW REVIEW Available online]. Retrieved 12/1/2012 from [http://www.reg-markets.org/admin/pdffiles/related\\_02\\_09.pdf](http://www.reg-markets.org/admin/pdffiles/related_02_09.pdf)

"In a typical transaction, a company, usually called the "originator," transfers rights to payment from income-producing assets such as accounts receivable, loans, or lease rentals (collectively, "receivables"), or frequently undivided interests in such rights, to a special purpose vehicle, or "SPV." The SPV, in turn, issues securities to capital market investors and uses the issuance

توريقيها، على أن يكون تجمع هذه الأصول متجانسا نسبيا فيما يتعلق بمواعيد التدفقات النقدية وسعر الفائدة<sup>(1)</sup>. وفي هذا الإطار يمكن أن تكون الأصول بأنواعها المختلفة محلا للتوريق مثل الحقوق المتولدة من قروض الرهن العقاري وعوائد بيع النفط والغاز<sup>(2)</sup> وتأجير السيارات ومستحقات بطاقة الائتمان<sup>(3)</sup> و قروض الرهن التجاري<sup>(4)</sup> وإيجار المعدات<sup>(5)</sup> وحتى عائدات المبيعات<sup>(6)</sup>.

الخطوة الثانية: وفيها يقوم المنشئ بنقل الأصول إلى أداة التوريق (SPV/E)<sup>(7)</sup>. وينبغي أن تكون عملية نقل الأصول المجمعة إلى أداة التوريق (spv)، أو إلى أي كيان آخر بالبيع الحقيقي، والذي لا يجب أن يكون بيعا احتياليا أو متدني القيمة أو من البيوع التفضيلية، وبما يعنى خروج الأصول من الذمة المالية للمنشئ واستقرارها لدى ذمة أداة التوريق، حيث إن مشتري السندات لا يرغبون أن ترتبط تلك الأصول بجميع جوانب مخاطر الائتمان من ناحية المنشئ. وإلى جانب البيع الحقيقي للأصول وشروطه، يجب أن تكون أداة التوريق (spe) مستقلة عن المنشئ، ومنفصلة عنه انفصالا حقيقيا ماليا وقانونيا، فهما معا يشكلان ركنا إبعاد أداة التوريق عن إفلاس منشئ الأصول، وهو ما يعرف بالعزل القانوني للأصول. وتفصل محكمة الإفلاس في مسألة الانفصال الحقيقي بين spe والمنشئين لها<sup>(8)</sup>.

الخطوة الثالثة: تقوم أداة التوريق (الترست) إلى spv/e - ممثلة في شركة الإدارة بإصدار أوراق مالية مستندة إلى الأصول المنقولة، وتستخدم تلك الشركة ثمن بيع هذه الأوراق في تمويل الناقل أو المنشئ لهذه الأصول<sup>(9)</sup>، كما تستخدم التدفقات النقدية من تلك الأصول للوفاء بمستحقات حملة تلك الأوراق. وتدرج هذه الأوراق المالية المدعومة بالأصول في واحدة من فئتين سنعرض لشرحهما عند تناول الأصول محل

---

proceeds to pay for the receivables. The investors, who are repaid from collections of the receivables, buy the securities based on their assessments of the value of the receivables".

<sup>1</sup>- Rosenthal, James A., and Ocampo, Juan M., Securitization of Credit: Inside the New Technology of Finance, John Wiley & Sons, Inc., 1988.(copyright by McKinsey and Company, Inc. See also; Kenneth N. Klee Brentd C. Butler, Asset-Backed Securitization, Special Purpose Vehicles and Other Securitization Issues (1995) [VOL. 35 #2] UNIFORM COMMERCIAL CODE LAW JOURNAL, 26

<sup>2</sup> -Charles E. Harrell et al., Securitization of Oil, Gas, and Other Natural Resource Assets: Emerging Financing Techniques, (1997) 52 BUS. LAW. 885, 886

<sup>3</sup> - Masaru Ono & Hajime Ueno. Innovations in Vibrant Japanese Securitization, in SECURITIZATION, Japan: YEARBOOK 2000, (INT'L FIN. L. REV. Oct.2000) (discussing the developments in the securitization of lease, auto loan, and installment credit receivables in Japan).

<sup>4</sup>- Patrick D. Dolan, Lender's Guide to the Securitization of Commercial Mortgage Loans (1998), 115 BANKING L.J. 597.

<sup>5</sup>- Patrick D. Dolan, Guide to the Securitization of State Lottery Winnings and Litigation Settlement Payments, (1998) 115 BANKING L.J. 710.

<sup>6</sup>- Kim Clark, On the Frontier of Creative Finance: How Wall Street Can Securitizate Anything, FORTUNE, Apr. 28, 1997

<sup>7</sup>-Arthur J. Alexander , RESTRUCTURING JAPAN'S CORPORATE BALANCE SHEETS: THE DEVELOPMENT OF ASSET-BACKED SECURITIES [online]. Retrieved 12/1/2012 from <http://www.jei.org/Archive/JEIR9932/99f.html#Heading2>

<sup>8</sup>- Arthur J. Alexander, op.cit, P. 25 and see Steven L. Schwarcz, op.cit, p.20

<sup>9</sup> - Nomura Fixed Income Research, Thirty Years Later Securitization Is Still Good for America 15 March 2002 [Available online]. Retrieved 12/1/2012 from [http://www.securitization.net/pdf/nomura\\_later\\_031502.pdf](http://www.securitization.net/pdf/nomura_later_031502.pdf)

and see also :- Yuliya A. Dvorak, Transplanting Asset Securitization: Is the Grass Green Enough on the Other Side?, (2001) 38 Hous. L. Rev. 541, 545. Available online]. Retrieved 12/1/2012 from <http://www.rusipoteka.ru/files/library/dvorak-1.pdf>

التوريق<sup>(1)</sup> وهما "pass-through" or "pay through" وهكذا يبدو أن التوريق أداة تمويل<sup>(2)</sup> وثيق الصلة بالدين المضمون تقليدياً؛ لإصداره أوراق مالية مدعومة بأصول هذه الحقوق المضمونة. وتشير عملية التوريق في النهاية إلى تحويل الأصول عالية السيولة وصعبة التحول إلى نقد<sup>(3)</sup>.

## المطلب الثاني

### تعريفات التوريق

يتجسد التوريق في تجميع الأصول المالية ذات الخصائص المتشابهة في حزمة وبيعها بيعة حقيقياً إلى شركة ذات غرض خاص بعيدة عن الإفلاس تقوم بإصدار الأوراق المالية المضمونة بالتدفقات النقدية لأنواع المختلفة من الأصول. لذا فإن مصطلح التوريق يعتبر إطاراً عاماً لتوريق أي أصول تولد تدفقاً نقدياً مستمراً.

وعلى الرغم من ذلك لا يوجد تعريف واحد للتوريق وإنما سبقت له تعريفات متعددة<sup>(4)</sup>، ولم تخرج هذه التعريفات عن أن تكون تعريفات واسعة وأخرى ضيقة. فقد عرف التوريق بمعنى واسع بأنه هيكلية وبيع الاستثمارات القابلة للتداول<sup>(5)</sup> وتوزيع مخاطر عادة تكون لمقرض واحد على مجموعة واسعة من المستثمرين. كما عرف التوريق أيضاً بأنه تجميع الأصول ذات الخصائص المتشابهة بحيث يتمكن المستثمرون من شراء الأوراق المالية المدعومة بتلك الأصول<sup>(6)</sup>. والملاحظ على تلك التعريفات أنها لم تهتم بإظهار العناصر التي تتكون منها عملية التوريق، مما لا يمكن معه الاعتماد عليها لدراسة نظام توريق الأصول.

غير أن هناك من عرف التوريق بأنه أسلوب تمويل بمقتضاه تنقل شركة حقوقها لدى الغير<sup>(7)</sup> لكيان آخر يعمل بوصفه وسيلة ذات غرض خاص (spe)، تقوم بدورها بإصدار الأوراق المالية القابلة للتداول في سوق رأس المال، وتستخدم العائدات الناتجة من الإصدار لتمويل شراء الأصول<sup>(8)</sup>.

وعلى الرغم من إظهار التعريف السابق لعناصر نشاط التوريق، مما يعد معه تعريف جيد من الناحية القانونية. إلا أننا وجدنا من يعترض عليه وعلى كل التعريفات السابقة<sup>(9)</sup>. وانطلق هذا الرأي من أن معظم

1 -SCHWARCZ, STRUCTURED FINANCE OP,CIT; Hill, Sw eetener for Lemons op,cit

2 - Schwarcz, Alchemy of Securitization op.cit

3 - Shenker & Colletta, OP,CIT " Thus, the term "securitization" refers to converting highlyliquid assets sold to the SPV into standardized, readily tradableinstruments, insulating these securitized assets from generalbusiness risks"

4- Kenneth N. Klee Brendt C. Butler, ASSET BACKED SECURITIZATION, SPECIAL PURPOSE VEHICLES AND OTHER SECURITIZATION ISSUES, (2007)(Vol. 35, No. 2)UCC Law Journal "There exists no uniform definition of "asset securitization."

5 - Arthur J. Alexander RESTRUCTURING JAPAN'S CORPORATE BALANCE SHEETS:THE DEVELOPMENT OF ASSET-BACKED SECURITIES [ online]. Retrieved 12/1/2012 from <http://www.jei.org/Archive/JEIR9932/99f.html#Heading2>

See also :- Manuel Caloca González- Mortgage-Backed Securitization: New legal development in Mexico [online]. Retrieved 12/1/2012 from [http://www.natlaw.com/pubs/spmxbk8.htm#\\_ftn2](http://www.natlaw.com/pubs/spmxbk8.htm#_ftn2)

6- Kenneth N. Klee Brendt C. Butler ,op,cit.

7 - Schwarcz, Alchemy of Securitization,op,cit. & STEVEN L. SCHWARCZ, STRUCTURED FINANCE, A GUIDE TO THE PRINCIPLES OF ASSET SECURITIZATION 5–15 (2d ed. 1993).

8- Kenneth N. Klee Brendt C. Butler, .op,cit

9 - H.P ·kravitt Mayer ,Brown , platt The Financier( 1997) Vol. 4 No. 5 December

المحاولات السابقة لتعريف التوريق وقعت في نفس الخطأ، إذ تم التركيز فيها على عملية التوريق بدلا من التركيز على جوهر تلك العملية، وأن جميعها وإن اختلفت صياغتها لها مدلول واحد (حيث تناولت تجميع الأصول وإصدار الأوراق المالية لتمويل شراء تلك الأصول بطرحها على المستثمرين للاكتتاب فيها). وبالتأكيد لا يكشف هذا إلا عن شكل التوريق كما يبدو في المرآة، وعرف التوريق بأنه يتكون بشكل رئيس من معرفة السلوك المالي المحتمل من أصول معينة بالنظر إلى كيفية هيكلتها وعزلها من ثروة المنشئ أو الناقل.

وفى هذا الصدد تلعب سهولة أتاحة البيانات التراكمية عن أداء فئة الأصول دورا مهما في تمييز فئة أصول التوريق الجيدة، وفى تحديد مستوى تعزيز الائتمان المطلوب. وتتمثل تلك البيانات في مدى تواتر التقصير في سداد الائتمان، وطول الفترة الزمنية للمبالغ المستردة، ونسب الاسترداد. وفى ظل ازدياد أهمية استخدام تكنولوجيا المعلومات في خلق الثروة، وزيادة تطور الحواسيب يمكن التعرف على سلوك مجموعات من الأصول عن طريق حاسوب واحد بتخزين واسترجاع بيانات شاملة عن تلك المجموعات من الأصول. ومن ثم، فمعرفةنا بالسلوك المالي المحتمل لمجموعات من أصول معينة "وقياس ذلك" والتعبير عنه بالأرقام " وهو أعلى أنواع المعرفة من منظور عالم المال (1).

ويجد التعريف الأخير أفضليته في أنه يفسر ما يحتاجه التوريق في أي مكان في العالم، وتحت أي نظام قانوني. وإذا كانت مسألة التعويل على الأصول المورقة في معظم الأنظمة القانونية غير ممكنة إلا بعزل الأصول عزلا قانونيا من ثروة المنشئ. فإن ذلك لن يتم إلا بنقلها بالبيع الحقيقي إلى كيان آخر غير المنشئ وهو ذو غرض محدد (SPE) ("special purpose entity") كل ما يقوم به هو امتلاك، وخدمة، وتمويل تسديد قيمة الأصول من إصدار الأوراق المالية القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية. وتضمن تلك العزلة القانونية للأصول عدم تأثير المنشئ على علاقة المستثمر بالأصول، غير سلوك تلك الأصول نفسها.

<http://www.Financier.com>

<sup>1</sup>-Vinod kothari,op,cit. [http://www.ifsl.org.uk/media/2306/CBS\\_Securitisation\\_2005.pdf](http://www.ifsl.org.uk/media/2306/CBS_Securitisation_2005.pdf)

<sup>1</sup>- STEVEN L. SCHWARCZ, STRUCTURED FINANCE, A GUIDE TO THE PRINCIPLES OF ASSET SECURITIZATION OP,CIT,P.15

## الفصل الثاني النطاق الشخصي للتوريق

يتطلب بيان النطاق الشخصي لنظام التوريق أن نعرض في مبحث أول لأطراف عملية التوريق، وفي مبحث ثاني ندرس عملية التوريق من خلال دراسة الآلية القانونية لهذا النظام، وهي ما نطلق عليها أداة التوريق، وعلاقتها بالمستثمرين الذين يكتتبون في الأوراق المالية التي تصدرها تلك الأداة .

### المبحث الأول أطراف عملية التوريق

يتطلب انجاز عملية توريق الأصول تجمع العديد من الأطراف: فهناك من يقوم بإنشاء أو جمع الأصول المعدة للتوريق، وهناك من يقوم بتصنيف تلك الأصول، وهناك من يقوم بإصدار السندات، وهناك من يؤدي خدمات متعلقة بتوريق الأصول: كأمناء الحفظ أو مروجي الاكتتاب أو معززي ائتمان الأصول ؛ لتقليل المخاطر الائتمانية المرتبطة بها. وعلى أى حال، تحتاج صفقة توريق الأصول إلى عدد من الأطراف<sup>(1)</sup> قد يزيد أو يقل بحسب نوع الأصول محل التوريق.

---

<sup>1</sup> - Ryan E. Scharar ,THE LIMITS OF SECURITIZATION: WHY BANKRUPTCY COURTS SHOULD SUBSTANTIVELY CONSOLIDATE PREDATORY SUB-PRIME MORTGAGE ORIGINATORS AND THEIR SPECIAL PURPOSE ENTITIES, (2008) Vol. 28:913 MICH. ST. L. REV. 913 Michigan State Law Review

وإذا كان التوريق ينطوي على نقل وتوزيع مخاطر الانتماء بتفريق الدور التقليدي للمصارف - من تحملها لكل أخطار القروض- على عدد غير محدود من المستثمرين ، فإن ذلك لا يعنى خروج المصارف من عملية التوريق بعد نقل الأصول إلى أداة التوريق، بل أنها عادة ما تكون ضالعة في القيام بالعديد من تلك الأدوار (1) . فكثيراً ما تخصص في دور معين أو في عدد من الأدوار تتطلب الاستفادة من خبراتها أو هيكلها التنظيمي. وعلى أى حال، تنطوي صفقة التوريق على أطراف رئيسية وأخرى مساعدة (2) نتناولها في مطلبين كالتالي

## المطلب الأول

### الأطراف الأساسية في عملية التوريق

الأطراف الأساسية:، هي التي لا يتصور وجود أي عملية توريق إلا بها مجتمعة (3)، وهي لا تخرج عن ثلاث كما يلي :

1- المنشئ أو الناقل (مالك الأصول) Originator: وهو من يعقد القروض مع المقترضين (المدنيين) ، ويعد المحرك الأساسي لعملية التوريق، إذ يقوم بتجميع الأصول موضوع صفقة التوريق بمراعاة خصائص معينة تؤهلها لأن تكون محلاً لهذه العملية، ثم يبيع هذه الأصول بطريقة البيع الحقيقي إلى أداة التوريق، ويتلقى ثمنها من هيكلتها في صورة أوراق مالية، وبيعه للمستثمرين.

وقد يحتفظ المنشئ بجزء أو شريحة من إصدار هذه الأوراق لحماية المستثمرين من الخسائر المحتملة . كما أنه قد يعمل في الغالب الأعظم - إن لم يكن في كل صفقات التوريق - على خدمة تحصيل التدفقات النقدية للأصول المالية. وقد يكون المنشئون من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى أو الشركات أو الحكومات أو البلديات (4).

2- أداة التوريق: وتدعى special purpose vehicle / Entity ” (SPV) ) ودائماً ماتكون ذات غرض خاص. وتتجسد تلك الأداة في شخصيتين قانونيتين تتمثل الأولى في شركة إدارة ، وهي من يناط بها إصدار الأوراق المالية وأهم ما يجب أن تتميز به هو إبعادها عن إفلاس منشئ الأصول BANKRUATCYREMOTE. فيجب أن تكون منفصلة عنه انفصالاً حقيقياً اقتصادياً وقانونياً . وتتمثل الثانية، فيما يعرف بالوصي أو الأمين Trustee وهو غالباً أحد البنوك أو غيرها من الكيانات المأذون لها بهذه الصفة، الذي تحال أو تنقل إليه أصول التوريق، ويتملكها ملكية قانونية لصالح المستثمرين. كما إنه يتلقى المدفوعات المتولدة منها ويخصصها إلى حملة الأوراق المالية. وقد ينشأ الترس (SPV) المؤسسات المالية الخاصة، وقد تنشئه الوكالات الحكومية في الولايات المتحدة الأمريكية ويعتبر أحد الأهداف الرئيسية من

1 -Comptroller's Handbook November, Asset Securitization - 1997

2 -Milton A. Vescovacci, Esq. Primer on Securitizations. Akerman Senterftt 2006.  
<http://www2.gflaw.com/pub/articles/2003/telpner03a.pdf>

3 - Paolo Vanini - Structured Finance, Part I, Basics- Aktuelle Version: December 3, 2007

4 - International finance corporation Copyright 2004 Global Financial Markets Department  
Securities Markets Unit Securitization - Key Legal and Regulatory Issues  
[http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/securitization\\_legal.pdf](http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/securitization_legal.pdf)

إنشائه هو إزالة الأصول من ميزانية المنشئ، ويعين الوصي أو أمين الترسر بموجب اتفاق خدمة وتجميع الأصول<sup>(1)</sup> (A Trust Agreement or Pooling).

3 - المستثمرون : هم الذين يشترون الأوراق المالية للتوريق، و يمولون بذلك عملية تعاقد ( SPV ) أداة التوريق مع المنشئ أو الناقل لشراء الأصول. وقد يكون المستثمرون في شكل أفراد أو مؤسسات مثل صناديق الادخار أو صناديق المعاشات أو شركات التأمين، وما إلى ذلك، وكذلك بدرجة أقل المصارف التجارية.

## المطلب الثاني

### الأطراف المساعدة في عملية التوريق

وإلى جانب الأطراف الرئيسية في عملية التوريق توجد أطراف أخرى مساعدة تشارك فيها ، بحسب ما يقتضيه انجاز تلك العملية. ونتعرض لأهمها كالتالي

#### 1- وكالات التصنيف

تقوم وكالات التصنيف بتقييم الجودة الائتمانية للسندات وتحديد تصنيفها الائتماني. وتستعرض تلك الوكالات أربعة مجالات رئيسية لتقييم جودة الأصول محل عملية التوريق وهي 1- جودة الائتمان 2- قدرات وقوة المنشئ في خدمة الأصول 3- سلامة الهيكل العام للمعاملات 4- ونوعية الدعم الائتماني وما إذا كان دعماً داخلياً يعتمد على تصنيف الأصول ذاتها أم دعماً خارجياً يعتمد على معزز ائتمان خارجي كخطابات الضمانات المعززة أو غيرها. ويكمن الغرض من وراء ذلك التقييم في الوصول إلى احتمالات حصول المستثمرين في سندات التوريق على الفائدة وأصل المبلغ. ومن ثم، تركز وكالات التصنيف على معرفة مصادر مخاطر الائتمان المتعلقة بالسندات المدعومة بأصول والعمل على علاجها<sup>(2)</sup>.

وتلعب تلك الوكالات دوراً مهماً في عملية التوريق حيث يعتمد المستثمرون عادة على تصنيفها الائتماني لسندات التوريق، بدلاً من الحرص على إجراء التحقيق الواجب في الأصول الأساسية وفي خدمتها والقيام على أمر صيانتها. ومن ثم، يرجع السبب وراء الاستثمار بقوة في تلك الأوراق المالية بالمقارنة بالأوراق المالية الأخرى إلى وجود تلك الوكالات.

#### 2- معزز الائتمان ( Credit enhancement )

<sup>1</sup> Ibid,p.1374

<sup>2</sup>- PETRINA R. DAWSON , CONTINGENT TRANSFER: A STRUCTURED FINANCE ILLUSION , 382 DUKE JOURNAL OF COMPARATIVE & INTERNATIONAL LAW [Vol. 8:381 <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1265&context=djcil>

قد يكون هو المنشئ أو غيره ويسمى أيضا محسن ائتمان، ويُستعمل لتخفيض خطر ائتمان المستثمر<sup>(1)</sup>، ودعم تصنيف الأوراق المالية الصادرة عن عملية التوريق. وتعتمد درجة تقدير التحسينات أو التعزيزات على مدى احتمال تقصير المصدر، فيما يتعلق بسداد حقوق المستثمرين<sup>(2)</sup>. ويهدف تعزيز الائتمان بصفة عامة إلى وضع الحماية الكافية للمستثمرين<sup>(3)</sup>، ويأخذ أحد شكلين<sup>(4)</sup>.

**Credit enhancement can come from external or internal sources.**

وهما: تعزيز الائتمان الداخلي أو الخارجي: ففي التعزيز الداخلي للائتمان يرتبط التصنيف الائتماني للأوراق المالية- بغض النظر عن التصنيف الائتماني للمنشئ نفسه- بما تستند إليه من أصول مالية والتي يعتمد تقييمها على عدد من العناصر، تشمل آراء وكالات التصنيف عن تحليل مخاطر الأصول، ودرجة تنوعها، ومدى توزيعها في المناطق الجغرافية وعلى الصناعات المختلفة، وهيكل صفقة التوريق وغيرها<sup>(5)</sup>. وإذا أظهرت الأصول كفايتها لتوضع في تصنيف عالي، فإن إصدار الأوراق المالية (ABS) يكون أقل تكلفة لتمويل المنشئ، أما تعزيز الائتمان الخارجي فيرتبط بتقديم خطابات الاعتماد المؤكدة، والكفالات المالية أو التأمين من طرف ثالث. ومن ثم، فإن التقييم العالي للأوراق المالية في حالة التعزيزات الخارجية يرتبط بمستوى التعزيز المقدم أو تصنيف الطرف الثالث (الضامن)، بغض النظر عن نوعية الأصول الضامنة<sup>(6)</sup>.

### 3 - الخادم (SERVICER)

وهو عادة المنشئ Originator الذي يتفاعل مع المقترضين من خلال القيام بعمل الملفات المرتبطة بالتوريق. بالإضافة إلى تحصيل الدفعات الشهرية لأصل المال والفوائد. وتوجد أنواع عديدة من إل Sercivers الذين يعملون في التوريق، فهناك تابع أو تابع الخادم ( 'sub-servicers' ). والخادم الخاص ( 'special servicers' ) وهؤلاء الخادمين وواجباتهم النموذجية قد يكونون خارج اتفاق جمع وخدمة الأصول (PSA) the Pooling and Servicing Agreement ومن خلال أنواع عديدة من التوكيلات (POA) Powers of Attorney<sup>(7)</sup>.

### 3-أمناء الاكتتاب (Underwriters)

وهم عادة ما يكونون من بنوك الاستثمار ويلعبون دورا رئيسيا في تنظيم صفقات التوريق. فعادة ما يشترط جميع الأوراق المالية SPV's certificates من المصدر بمسؤولية تقديمهم للمستثمرين النهائيين، وكثيرا ما يحتفظون بأجزاء من تلك الأوراق المالية لحسابهم الخاص.

1- PETRINA R. DAWSON,OP,CIT

<http://www.learningace.com/doc/2211953/220facac848e39aea1493932b9928e49/lea-securitization-primer>

1 -Timothy C. Leixner, Esq op,cit

2- Ibid.

3- SCHWARCZ,The Alchemy of Asset Securitization, op,cit ; See also Kristin Brooks et al., A Structured Finance Alternative to Reinsurance, S&P CREDITWEEK, Nov. 13, 1996

4- Timothy C. Leixner, Esq op,cit

5- Kristin Brooks et al., op.cit

6- Kristin Brooks et al, p.44

7-Shenker Joseph C and Colletta Anthony op,cit.

يعد دور المستشار القانوني الذي تتوافر فيه الخبرة في النواحي التي تحتاجها صفقة التوريق بالغ الأهمية لوضع صفقة التوريق في الإطار الصحيح، حيث تعتبر مستندات صفقة التوريق من الوثائق الهامة جداً في كل عملية توريق، فهي تحتوى على كل ما تسفر عنه المفاوضات الكبيرة بين محامي المنشئ والمكتب ووكالات التصنيف بشأن الآراء المطروحة والتي تؤسس هيكل التوريق وكل ما يتعلق به من تفاصيل. وقد استندت المحاكم إلى العديد من هذه المستندات، اهتداء بما ورد فيها من أمور قانونية خاصة بسلطة شركات التوريق، وحق التقاضي، وأولوية الحقوق المضمونة SECURITY INTEREST، والبيع الحقيقي TURE SALE وعدم وقوع SPE في الإفلاس، والحالة الاحتياطية، والآثار الضريبية، والتقييد بقوانين الأوراق المالية. وكذلك الآراء التي تقدم إلى المنشئ أو المكتب بصدد المسائل الضريبية والأوراق المالية<sup>(1)</sup>. الخ .

## المبحث الثاني

### الآلية القانونية لعملية التوريق ( أداة التوريق والمستثمرين )

الكيان القانوني ذات الغرض الخاص أو أداة التوريق " special purpose vehicle / Entity " ( SPV / SPE ) ممكن الوجود كشركة استثمار أو بمقتضى نظام الترسى وهو في الحالتين يخضع لقيود تضمن بعده عن الإفلاس<sup>(2)</sup>. ولا يعنى القول، بصدد نظام الترسى، أن شركة التوريق ذات غرض خاص اختزال أداة التوريق في هذه الشركة التي تقوم بإصدار الأوراق المالية، فقد اقتضت ظروف الواقع في نظام الترسى أن يكون بجوار الأمين تلك الشركة لإدارة الترسى، فهما معا ما يطلق عليهما ( SPV ).

وعلى أي حال، فقد أخذت بالنظامين معا كل من الولايات المتحدة الأمريكية<sup>(3)</sup> وإنجلترا<sup>(4)</sup>، إلا أن الواقع العملي دل على تفضيل نظام الترسى على نظام الشركة في الدول الأنجلوأمركية لمزاياه المتعددة التي من أخصها عدم تمتعه بالشخصية المعنوية وتجزئة حق الملكية. وأصبح العمل به بمثابة القاعدة في توريق

1-Timothy C. Leixner, Esq.op,cit

2- Gary Gorton & Nicholas S. Souleles, Special Purpose Vehicles and Securitization , September 2005 ; SEE ALSO : HOWARD M. FELSON, Note CLOSING THE BOOK ON JUSEN: AN ACCOUNT OF THE BAD LOAN CRISIS AND A NEW CHAPTER FOR SECURITIZATION IN JAPAN , [Vol. 47:56] DUKE LAW JOURNAL 584

3-NATANIA LOCKE, Op,cit. 160

4- PELMA JACINTH RAJAPAKSE, Op,Cit .

الأصول لكثرة استخدامه، وصلاحيته للاستثمار في الحقوق الآجلة<sup>(1)</sup>. ونظرا لحرص الانظمة القانونية الأخرى المنتسبة للعائلة الرومانية الجرمانية على العمل بالتوريق وهيكلته على الوجه الذي يجرى عليه العمل في الولايات المتحدة الأمريكية. فقد قد اقيم الاستثمار في الحقوق الآجلة على التنظيمات التعاقدية المعروفة في النظم الجرمانية، ولكن يبقى قيام الترسات المعروفة في ثقافة القانون الأنجلوأمريكي<sup>(2)</sup> على أساس تجزئة حق الملكية فارقا هاما بين تلك التنظيمات التعاقدية ونظام الترس.

وإذا كان هدف عملية التوريق لا يمكن أن يتحقق إلا بطرح الأوراق المالية التي تصدر عنها في السوق الثانوى والاكتتاب فيها من المستثمرون اللذين وإن أطلق عليهم مالكين انصافيين في النظام الأنجلو أمريكي ومالكين ملكية مشتركة في القانون الفرنسي، فإنهم لا يلعبوا إلا دورا سلبيا في تلك العملية.ومن ثم ، يجب دراسة نظامهم القانوني.

وعلى ذلك، سندرس الآلية القانونية لعملية التوريق من خلال نظام الترس في النظام الأنجلوأمريكي الذي يعتبر عدم تمتعه بالشخصية المعنوية من خصائصه الخاصة<sup>(3)</sup> ، لا سيما وأن القانون الفرنسي الذي نسعى لمقارنته معه عمل في توريق الأصول بنظام صندوق التوريق **fonds commun de créances** القائم على الملكية المشتركة المجرد من الشخصية المعنوية. و نقسم هذا المبحث إلى مطلبين كما يلي :-  
المطلب الأول: أداة التوريق (SPV) والمستثمرين في النظام الأنجلو أمريكي. المطلب الثاني: أداة التوريق (FCC) والمستثمرين في القانون الفرنسي.

## المطلب الأول

### أداة التوريق (SPV) والمستثمرين

#### في النظام الأنجلو أمريكي

إذا كانت أداة التوريق تصدر أوراقا مالية، فإن تداول تلك الأوراق في البورصة هو ما يؤشر على نجاح عملية التوريق ويحقق أهدافها بتوزيع مخاطر الائتمان على عدد غير محدود من المستثمرين.ومن ثم نقسم الدراسة في هذا المطلب على فرعين: الفرع الأول أداة التوريق (spv) الترس، الفرع الثانى المستثمرون

## الفرع الأول

### أداة التوريق (spv)

#### (الترست)

1- John H. Langbein , The secret Life of TRUST : The trust as an investement of commere, (1997) 107,YALE.J. P.165,172 [Available online]. Retrieved 12/3/2012 from [http://www.law.yale.edu/documents/pdf/Faculty/Langbein\\_Secret\\_Life\\_of\\_Trust.pdf](http://www.law.yale.edu/documents/pdf/Faculty/Langbein_Secret_Life_of_Trust.pdf)

2 Blue Ridge Group David L. Miner , COMMON LAW BUSINESS TRUST ORGANIZATION or, the PURE TRUST <http://www.freedomsite.net/files/btrust.pdf>

3 - John H .Langbein, op,cit.

فكرة الترتست فكرة أصيلة في القانون الانجليزي وتمثل الأساس القانوني لترتست الاستثمار الذي ظهر في إنجلترا كوسيلة للاستثمار الجماعي ثم انتقل إلى كثير من الولايات الأمريكية . وطبقت هذه الفكرة في مجال الاستثمار الجماعي في القيم المنقولة، وفقا لمبدأ توزيع المخاطر<sup>(1)</sup> واستعان الفن القانوني بتجربة استخدام الترتست كإطار قانوني في هذا الاستثمار واستبدال الحقوق الأجلة بالقيم المنقولة<sup>(2)</sup>.

فنظرا لعدم اختلاف نظام الترتست عن نظام الشركة إلا فيما يتعلق بالشخصية المعنوية والتي تثبت للشركة دون نظام الترتست، حيث أنهما بعد ذلك يشتركا في تمتعهما بذمة مالية مستقلة عن المستفيدين أو الشركاء، ويتشابهها في وحدة الإدارة، وقد يتشابهها في قواعد محاسبة المستفيدين أو الشركاء<sup>(3)</sup>، فقد أقيم على أساس استخدام فكرة الترتست ما يسمى بترتست الأعمال<sup>(4)</sup> إلى جانب شركات المساهمة<sup>(5)</sup> واضطلع بوظائف هذه الشركات<sup>(6)</sup> على الرغم من عدم تمتعه بالشخصية المعنوية، بل تغلبت تلك الترتستات على تلك الشركات

<sup>1</sup> - الدكتور حسنى المصرى - فكرة الترتست وعقد الاستثمار المشترك في القيم المنقولة الطبعة الاولى ص 1985 ص 23

<sup>2</sup> - الدكتور هشام فضلى - الاستثمار الجماعي في الحقوق الأجلة التوريق ط 2004 ص 36

<sup>3</sup> -Although this was held to be illegal in *Sykes -v- Beadon* 11 (1879) Ch D 170 to the extent that it constituted an unincorporated association of more than 20 persons carrying on business contrary to s 4 of the Companies Act 1862, this was overturned on appeal in *Smith -v- Anderson* 15 (1880) Ch D 247. See also; *Croker v. MacCloy*, 649 US Supp 39 ' A Pure Trust is not subject to legislative control. The Court holds that the Trust is...not subject to legislative restriction as are corporation and other statutory entities created by legislative authority". see also , *Hecht v. Malley* , 68 L ed 949 "These trusts - whether pure trusts or partnership - are unincorporated. They are not organized under any statute; and they derive no power, benefit, or privilege from any statute". See case from, *EDWIN M. BORCHARD* , (1923) 23 Columbia Law Review 338 [http://www.google.com/eg/url?sa=t&rct=j&q=Hussey+v.+Arnold+%2C+70+n+N+87+&source=web&cd=4&ved=0CD8OFjAD&url=http%3A%2F%2Fdigitalcommons.law.vale.edu%2Fcgi%2Fviewcontent.cgi%3Farticle%3D4425%26context%3Dfss\\_papers&ei=UCRmT7LcDMGhOvulyIkI&usq=AFQjCNHcILP3cNBIXDTg-OSWPmVs04LCKw](http://www.google.com/eg/url?sa=t&rct=j&q=Hussey+v.+Arnold+%2C+70+n+N+87+&source=web&cd=4&ved=0CD8OFjAD&url=http%3A%2F%2Fdigitalcommons.law.vale.edu%2Fcgi%2Fviewcontent.cgi%3Farticle%3D4425%26context%3Dfss_papers&ei=UCRmT7LcDMGhOvulyIkI&usq=AFQjCNHcILP3cNBIXDTg-OSWPmVs04LCKw)

<sup>4</sup> - Market Funds and Trusrt- Investement Law in introduction, [Vol. 105: 625], The Yale Law Journal, 634 <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1747-4469.1976.tb00951.x/abstract;jsessionid=1301335DA7C3AE317D58A7BB3BBF83D9.d01t03?userIsAuthenticated=false&deniedAccessCustomisedMessage=>

<sup>5</sup> - الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 12

<sup>6</sup> -*Morrissey v. Commissioner of Internal Revenue* 296 , US 344 (1935) <http://65.36.194.206/mnat/PDFs/MemoAdvantagesofDelawareTrusts.pdf>

"The fact that a business trust is not regarded as a legal entity distinct from its trustees, if a true trust...may result in this advantage to the trust, which a corporation does not possess: The trust consists of individuals...who are Citizens, and who, therefore, are entitled to certain rights and immunities such as those guaranteed by the privileges and immunities clauses of the Federal Constitution, which do not apply to Corporations".

نظرا لأنها كيانات تمكنت من تحقيق أرباح طائلة لفتت النظر إليها لتمييزها ضريبيا<sup>(1)</sup> conduit taxation وتمكنت من التغلب على الشركات التقليدية نظرا لإلتزام الأخيرة بأداء الضرائب المختلفة<sup>(2)</sup>.

وإذ ثبت من الناحية العملية أن شكل الشركة غير مجد اقتصاديا لعملية التوريق<sup>(3)</sup> فإن الولايات المتحدة الأمريكية وإنجلترا فضلتا اللجوء إلى نظام الترسر بغية عدم التقيد بإجراءات تأسيس وتعديل الشركات<sup>(4)</sup>.

فالترسرات لا تتقيد بما تتقيد به شركات الاستثمار من ثبات رأس المال، نظرا لإمكانية الانضمام إليها بالعمل على حوافظ حقوق مختلفة وبشكل مستمر والخروج منها في أي وقت، بما يعنى تأكل هذه الحوافظ المالية حتى التلاشي. فهي ليست شخصا معنويا يقضى بتعديل نظامه الأساسي وما يقتضيه ذلك من وجوب إتباع إجراءات طويلة ومعقدة ومكلفة لتعديل النظام عن طريق الجمعية العامة غير العادية<sup>(5)</sup>، كما أنها نظام مستقل يقوم على إمكانية انضمام شركاء جدد أو انسحاب شركاء قدامى باستبدال شهاداتهم باعتباره أنه اتفاق جميع الشركاء بمجرد دخولهم في الترسر<sup>(6)</sup>.

وبينما كان التقيد بمبدأ ثبات رأس المال سببا في جمود الاستثمار في شكل الشركة، فإن إعراض مساهمياها عن حضور الجمعية العامة، وعدم قدرة الكثير منهم على قراءة الميزانيات العمومية للشركات كان سببا في ضعف المشاركة في الإدارة، ومراقبة أعمالها. وبينما كان من السهل تمرير القرارات التي تحقق المصالح الخاصة لمجلس إدارتها، بغض النظر عن مصالح المساهمين الذين قنعوا بالحصول على قدر من الأرباح مهما كان ما يجب تحقيقه إذا حسنت إدارتها.

كما تتميز الترسرات بأنها تسمح لمنشئ الأصول بالحصول على أي قيمة متبقية من الأصول المنقولة بعد سداد كامل حقوق حملة الأوراق المالية، ويكون ذلك بتحقيق الغرض المقصود من الترسر الصريح دون استنفاد الأموال المخصصة لهذا الغرض ففي هذه الحالة ينشأ ترسر ضمنى المستفيد منه هو المنشئ فيتعين على الأمين أن يرد الأموال الفائضة إليه. وذلك على أساس أن إرادة المنشئ كانت تتجه إلى ذلك لو علم أن الأموال التي خصصها لتحقيق غرض الترسر ستفيض عن الحاجة<sup>(7)</sup>. وهذه الميزة لا يمكن الحصول عليها بنقل الأصول إلى الشركات التقليدية. ففي حين أن العمل بنظام الترسر يضمن الحقوق المتبقية للمنشئ من إفلاس الأمين الذي يحوزها كضمان لصالح المستفيدين - حيث لا تكون هذه الحقوق محلا للتفليس عند وقوع

1 - Securities Exchange Act of 1934, Section 3 -- Definitions and Application,(12) The term "exempted security" or "exempted securities" includes, (d) "any interest or participation in a single trustfund, or a collective trust fund maintained by a bank, or any security arising out of a contract issued by an insurance company, which interest, participation, or security is issued in connection with a qualified plan as defined in subparagraph (C) of this paragraph;"

2 -Carlaton A.Weiss,WEISS S CONCISE TRUSTEE HANDBOOK A guide to the Administration of an Express Trust under the Common Law Functioning under the General Law- Merchant 2 ed,2007 <http://www.1215.org/lawnotes/work-in-progress/trustee-handbook-weiss.pdf>

3- NATANIA LOCKE,op,ci, p.167 .

وراجع أيضا عيوب شركات الأستثمار ذات رأس المال الثابت أو المفتوح الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 11-12

4 - الدكتور حسنى المصرى بالمرجع السابق أمكنة متعددة

5-John H. Langbein and Richard A. Posner Langbein,op,cit

6- الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 85

7- STEVEN L. SCHWARCS,OP,CIT.

الأمين فيه، فإنه من المحتم أن ينعكس إفلاس الشركة على الحقوق المتبقية للمنشئ بدخول كل الأصول فى ذمتها (1).

وعلى أى حال، استخدمت فكرة الترسى فى الأعمال التجارية، وعلى نطاق واسع، وتغيرت خصائصها التى عرفت بها، فبينما فى الترسى التقليدى ربما يتسلم المنشئ مقابلا (2) لما يقوم بنقله من أصول، أصبح المنشئ عند استخدام ترسى الاستثمار يتسلم دائما مقابلا لما يقوم بنقله من أصول (3). واستخدمت الترسىات الأخيرة فى صفقات التمويل المنظم ككيان ذى غرض خاص spv. وفيها يقوم المنشئ أو الناقل بنقل أصول مالية ذات تدفقات نقدية إلى الترسى الذى يعمل على تحويل هذه الأصول إلى أوراق مالية قابلة للتداول، وتمويل المنشئ باستثمارات المستثمرين فى شراء هذه الأوراق، وتمويل المستثمرين بتدفقات تلك الأصول.

وعلى ذلك نقسم دراسة الترسى فى القانون الأمريكى إلى غصنين: نتناول فى الغصن الأول فكرة الترسى ثم نتناول فى الغصن الثانى ترسى الاستثمار (Spv).

## الغصن الأول

### فكرة الترسى

سنتناول عرض فكرة الترسى من خلال النقاط التالية: الأصل التاريخى للترسى، تعريفه، نظامه القانونى، تكييفه القانونى

أولاً-

### الأصل التاريخى للترسى

يرجع ظهور الترسى إلى ازدواج القضاء الإنجليزى فهناك نوعان من القضاء هما القضاء العادى وتولته محاكم القانون العادى COURTS OF COMMON LAW والقضاء الملكى وتولته محاكم العدل الملكى Royal Courts of Justice التى كانت تحكم فى الأنزعة وفقا لقواعد العدل والإنصاف. والقانون العادى فى إنجلترا هو ذلك القانون الذى استخلصه القضاء العادى تدريجيا من مجموع الأعراف المحلية وهو أسبق من قانون العدالة الذى ظهر لمعالجة قصور القانون العادى وصرامته بغرض تحقيق العدل للخصوم الذين لا يستطيعون الحصول على حقوقهم عن طريق القضاء العادى، وبمرور الزمن تكونت قواعد خاصة شكلت فى مجموعها ما يعرف باسم قانون العدالة وهكذا أدى ازدواج القضاء فى إنجلترا إلى ازدواج القانون الإنجليزى بالتدرج وبصورة غير محسوسة (4)

وظهرت ما يعرف بعادة المنافع وتطورت واتخذت شكل الترسى الذى نشأ مرتبطا بنظام الملكية فى القانون الإنجليزى، فقد دفعت الرغبة فى التخلص من الضرائب الشديدة التى تفرض على أيلولة الملكية

1- John H. Langbein, op,cit,p. 662

2 - John H. Langbein, The Contractarian Basis of the Law of Trusts op,cit.625

3 - See STEVEN L. SCHWARCS,OP,CIT.

4 - الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق 24 وما بعدها

الإقطاعية عند الوفاة للورثة، وكذلك الإجراءات الشديدة والمعقدة التى يجب أن يتبعها المالك للتصرف فيما يملك إلى قيام المالك باختيار أقرب أصدقائه الذى يكون أهلاً للثقة ويخوله حقوق المالك القانونى على أمواله مع تعهد هذا الصديق بأن يجعل منافع هذه الأموال لورثته.

غير أن الأمين فى مرحله لاحقة أهمل حقوق ورثة المالك الإقطاعى التى قررها التصرف المنشئ للمنافع، وغدا هذا الأمين مالكا فى الواقع والقانون معا الملكية الخاصة لهذه الأموال، ووقف الورثة المنتفعون حيال هذا الوضع موقف العاجز. فالقانون العادى لم يكن يعترف بالحق فى مباشرة دعاوى الملكية ومنافعها سوى للشخص الذى يكون متمتعاً بصفة المالك القانونى، وهى الصفة التى تنازل عنها المالك الإقطاعى للأمين بمقتضى العمل المنشئ للمنافع، فلجأ الورثة إلى محاكم العدالة التى وإن لم تسلب من الأمناء حقوق الملكية القانونية التى تخولهم السيطرة القانونية على الأموال التى تلقوها فقد قررت أن إخلال هؤلاء الأمناء بتعهداتهم الثابتة فى التصرف المنشئ للمنافع يتنافى مع مقتضيات الضمير الحى وأمرتهم بتنفيذ هذه التعهدات على أساس قواعد العدل المطلق، كما كفلت محكمة العدالة احترام المالك القانونى لحقوق المالك الإنصافى وذلك بإخضاع المالك القانونى للعقوبات السالبة للحرية كالحبس أو السجن، كلما خالف أوامرها بتحويل منافع المال للمالك الإنصافى. وبذلك يكون قضاء العدالة قد استطاع أن يفرض على الأمين واجب احترام الثقة وعلى هذا الأساس انعقدت السيطرة القانونية على المال محل الترسى للأمين باعتباره مالكا قانونيا بينما انعقد استعمال هذا المال واستغلاله والحصول على منفعه للمنتفع باعتباره مالكا انصافيا.

غير أنه فى سنة 1536 صدر قانون للمنافع وقضى بحصر السيطرة القانونية على الأرض والانتفاع بها فى شخص واحد بحيث تقتصر ملكية المال على الشخص الذى يتمتع بالسيطرة القانونية عليه ويحصل فى نفس الوقت على منفعه بأن يكون قائما فعلا باستعماله واستغلاله ووجد الملاك أنفسهم أمام أحد أمرين إما الرضوخ للضرائب المستحقة عن الأرض وهى شديدة الوطأة عند انتقالها إلى الورثة بسبب الوفاة والثاني هو أن يقوم صاحب الأرض بتحويل السيطرة القانونية عليها والانتفاع بها معالى شخص أمين Trustee الذى أصبح المالك القانونى Legal Ownership يتعهد بأن يكون هذا الانتفاع على سبيل الأمانة In Trust ليس لنفسه وإنما لمصلحة المستفيد Beneficiary وفقا لشروط انشاء الترسى Trust Deed . وقررت محاكم العدالة للمستفيد من الترسى نفس الحماية المستمدة من قواعد العدل والانصاف فاعتبرته مالكا انصافيا للأموال المثقلة بالترسى وبفضل هذه الحماية كثر استخدام الترسى وتعددت تطبيقاته(1) .

## ثانياً -

### تعريف الترسى

عرف معهد القانون الأمريكى الترسى بأنه علاقة أمانة خاصة بمال معين تلزم الشخص الذى يجوز هذا المال بعدة التزامات تهدف إلى استغلاله لصالح شخص آخر وتنشأ هذه العلاقة نتيجة للتعبير عن إرادة إنشائها (2) ، أو يمكن تعريف الترسى بأنه عبارة عن وضع مال فى حيازة شخص معين يسمى الأمين أو الوصى ليستغله لمصلحة شخص آخر يسمى المستفيد أو المستحق(3) .

1 - الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 24-38

2 - الدكتور محمد لبيب شنب محاضرات فى القانون المقارن سنة 1976 ص 67 مكتبة كلية الحقوق بالإسكندرية

3 نفس المرجع نفس المكان

أو هو العلاقة القانونية التي يعبر مضمونها (1) عن وضع مال معين في حيازة الأمين أو الوصي trustee/s تكون له ملكية القانونية trust property؛ لإدارته لصالح المستفيد أو المستفيدين beneficiary/ies ، (وهو من يعمل الأمين لمصلحته أو لمصلحتهم ) والذين تثبت لهم صفة المالك العادل أو الملاك العادلون (2).

وخلاصة الأمر أن الترسـت عمل يتعلـق بمال، عقار أو منقول يقوم مالـكه - منـشئـه الترسـت - بنقل السيطرة القانونية عليه إلى الأمين. ومن ثم، يصبح الأخير المالك القانوني لهذا المال ويلتزم، بهذه الصفة، بمباشرة سلطاته على المال لحساب المستفيدين الذين يكون لهم بصفتهم المالك الانصافي اللجوء إلى قضاء العدالة للحصول على حقوقهم من الأمين متى أخل بواجباته المقررة بمقتضى الترسـت أو بمقتضى قواعد العدالة (3).

ثالثاً -

### النظام القانوني للترست

يقتضى الوقوف على النظام القانوني للترست دراسة إنشائه وانتهائه ثم دراسة تكييفه القانوني

أ - إنشاء الترسـت

يفترض الترسـت عادة وجود ثلاثة أشخاص هم 1- المنشئ وهو الذى يقرر الترسـت 2- الأمين أو الوصى وهو الشخص الذى يحوز الشئ ويستغله لحساب شخص آخر 3- المستفيد وهو الشخص الذى تؤول إليه غلة الشئ محل الترسـت.

1- فأما عن منشئ الترسـت فهو الذى يقرر بإرادته المنفردة إنشاء الترسـت دون حاجة إلى قبول الأمين أو المستفيد ويجوز أن يتقرر الترسـت حال حياة منشئه بأن يقصد أن ينتج أثره فور تقريره، ومتى تقرر الترسـت فإنه لا يجوز للمنشئ أن يرجع فيه أو أن يعدل من شروطه إلا إذا كان قد احتفظ لنفسه بالحق فى ذلك فى سند إنشائه. ولا يوجد الترسـت إلا إذا قصد من إنشائه تقرير التزامات على عاتق الأمين يمكن إجباره قانوناً على الوفاء بها، وهذا الترسـت هو ما يعرف بالترسـت الصريح وإلى جانب هذا الترسـت قد يوجد نوعان آخران من الترسـت هما الترسـت الضمنى والترسـت الحكـمى، فأما عن الترسـت الضمنى فهو يقوم على الإرادة الضمنية أو الإحتمالية ويستفاد من الظروف والملابسات فإذا اتجهت إرادة شخص إلى إنشاء ترسـت صريح وقام فعلاً بتسليم أموال هذا الترسـت إلى شخص آخر ليجوزها باعتباره أميناً، ولكن وقع هذا الترسـت باطلاً لسبب أو لآخر ففى هذه الحالة لا يوجد ترسـت صريح غير أنه يبقى حائزاً لأموال الترسـت بصفته أميناً لحساب صاحبها أو ورثته إلى أن يتم ردها إليهم . وأيضاً إذا تحقق الغرض المقصود من الترسـت الصريح دون استفاد الأموال المخصصة لهذا الغرض ففى هذه الحالة يكون هناك ترسـت ضمنى المستفيد منه هو المنشئ فيتعين على الأمين أن يرد الأموال الفائضة إليه وذلك على أساس أن إرادة المنشئ كانت تتجه إلى ذلك لو علم أن

1 -Peter W. Culp , Dine B. Conradi & Cnythia C. Tuell, Trust Lands in the American West, Lincoln Institute of Land Policy/ Sonoran Institute 2005

<https://www.lincolnst.edu/subcenters/managing-state-trust-lands/publications/trustlands-report.pdf>

2 -Steven L Schwarcz, commercail Trusts buisness Organizations op,cit

3 - الدكتور حسنـى المصرى المرجع السابق ص 42

الأموال التي خصصها لتحقيق غرض الترتست ستفيض عن الحاجة، أما عن الترتست القانوني فمصدره القانون لا الإرادة المنفردة فإذا فرض أن شخصا ما اشترى شيئا لحسابه الخاص ودفع ثمن الشراء من أموال شخص آخر التي كانت لديه باعتباره وكيلًا أو مودعا لديه . فهنا لا يمكن القول بوجود ترتست ضمنى لأن إرادة الأخير لم تتجه إلى الشراء إطلاقا ولكن القانون يعتبر الشخص الأول أمينا على ما اشتره يحوزه لحساب الطرف الآخر الذي يعتبر مستفيدا (1).

2- وأما عن الأمين أو الوصى فيجوز أن يكون شخصا طبيعيا أو شخصا اعتباريا، فإذا كان الأمين شخصا طبيعيا وجب أن تتوافر لديه أهلية إدارة الترتست وإذا كان شخصا اعتباريا وجب أن يكون القانون أو النظام الذي يحكمه يسمح له بأن يشغل مركز الأمين فى الترتست .

ويلاحظ أنه يجوز للمنشئ أن يقيم نفسه أمينا على مال الترتست أو مستفيدا منه، كما يجوز أن يتعدد الأمانة وفى هذه الحالة يصح أن يكون المستفيد أحد الأمانة المتعددين كما أنه إذا تعدد المستفيدون جاز أن يعين واحدا منهم أمينا منفردا، ولكن إذا كان المستفيد شخصا واحدا ، فلا يجوز أن ينفرد هذا المستفيد بأن يكون أمينا لأن هذا يودى إلى الخلط أو المزج بين الحق فى الملكية والحق فى المنفعة (2). أو لأن ذلك يودى إلى اجتماع الملكية القانونية والانصافية فى شخص واحد ولا تكون بصدد ازدواج للملكية السمة المميزة للترتست .

وفى إطار القانون العادى Common Law يكون الأمين وحده صاحب الحق القانونى على مال الترتست ومن ثم يتمتع بحرية إدارة المال فيما خصص من أجله بغير حاجة للحصول على موافقة المنشئ أو المستفيد أو انتظارا لتعليمتهما فى هذا الشأن وذلك لأن الأمين هو المالك القانونى لمال الترتست، ويظهر أمام المنشئ والمستفيد والغير على السواء بمظهر المالك الوحيد لهذا المال، فيكون له أن يباشر عليه جميع السلطات المعترف بها للمالك ومنها سلطة التصرف.

وتفرض العدالة على الأمين التزاما بعدم استخدام مال الترتست إلا فيما خصص من أجله. وترتبيا على ذلك، فإن الأمين يلتزم فى إدارته لهذا المال أن يديره إدارة مستقلة عن إدارة أمواله الخاصة ومن ثم لا يكون لدائنيه أو لورثته أى حق على مال الترتست فى حين يكون للمستفيد حق إنصافى يجيز له الرجوع على الأمين بحقوقه ولو كان الأمين فى حالة إفلاس. ولئن كان للأمين سلطة التصرف فى مال الترتست إلا أنه يلتزم بأن يكون التصرف فى هذا المال بمقابل وبأن يعيد استخدام هذا المقابل لتحقيق الغرض الذى نشأ الترتست من أجله وهو ما يعنى أن التصرف فى مال الترتست لا يكون لمصلحة الأمين وإنما لمصلحة المستفيد. وبالجمله ولئن ثبتت للأمين الملكية القانونية على مال الترتست وجاز له استعماله وإدارته والتصرف فيه، فإن مباشرته لهذه السلطات لا تكون لحساب نفسه وإنما لحساب المستفيد.

ويلتزم الأمين بإدارة أموال الترتست واستثمارها وفقا للقانون ولللسند المنشئ للترتست أو طبقا لأوامر المحكمة بحسبان أنه المالك القانونى لمال الترتست وليس وكيلًا للمنشئ أو ممثلا للمستفيد. لذا، فإنه لا يلتزم بإتباع تعليمات المنشئ أو المستفيد فى اضطلاعهم بوظيفته.

1 - الدكتور محمد لبيب شنب المرجع السابق ص 74

2 - نفس المرجع ص 70 وانظر الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 48

وقد يعهد الأمين ببعض الأعمال التي تدخل في وظيفته إلى وكيل وقد يوجب القانون نفسه على الأمين تعيين وكيل للقيام بأعمال معينة يقتضيها تنفيذ الترسن مثل حصول المبالغ المستحقة للترسنت أو الوفاء بالمبالغ الواجبة عليه وهو ما قرره قانون الأمين الصادر فى انجلترا سنة 1925 وهو يلتزم فى ذلك ببذل العناية التى يبذلها فى شئونه الخاصة كما يلتزم بتقديم حساب عن إدارته إلى صاحب الحق ويلاحظ أن المستفيد وحده هو الذى يستطيع أن يطالب الأمين بالوفاء بالتزاماته أو بالتعويض فى حالة إخلاله بالتزامات. وإذا نشأ ضرر عن إدارة الأمين لأموال الترسنت فإن المسئولية تقع على هذا الأمين لا المستفيد فرد الاعتداء على أموال الترسنت تثبت للأمين وليس للمستفيد (1).

3- أما عن المستفيد فهو أى شخص ينشأ الترسنت لمصلحته بشرط أن يكون معيناً فى سند إنشاء الترسنت أو قابلاً للتعيين. فإذا كان الترسنت من النوع الخاص فلا يوجد إلا بوجود المستفيد وفى هذه الحالة يلزم أن يكون المستفيد معيناً عند إنشاء الترسنت، وبالعكس لا يلزم وجود المستفيد متى كان الترسنت من النوع الخيرى ولهذا التفرقة أهميتها فالطبيعة العامة أو الخيرية تجيز ديمومة الترسنتات بينما لا يجوز أن تنشأ الترسنتات الخاصة إلا لمدة محدودة، وهذه الترسنتات الأخيرة هى التى يندرج فيها ترسنت الاستثمار.

ويستطيع المستفيد أن يجبر الأمين على الوفاء له بنصيبه فى ريع الترسنت بالالتجاء إلى الدعوى الشخصية كما أن للمستفيد إذا تصرف فيها الأمين أن يتتبع أموال الترسنت فى أى يد تكون فهذه الأموال تنتقل محملة بالترسنت إلا إذا كان المتصرف إليه حسن النية وفى هذه الحالة لا يحتج عليه بالترسنت ولا يكون للمستفيد إلا الرجوع على الأمين بالتعويض وأخيراً يستطيع دائنو المستفيد الحجز على حقه فى ريع الترسنت وبيعها لاستيفاء حقوقهم (2).

ب - محل الترسنت:

لا يشترط فى المال المخصص لفائدة المستفيد أى شرطاً خاصاً سوى ألا يكون محظوراً عدم تداوله فيصح أن يكون عقاراً أو منقولاً، وإذا كان عقاراً فيصح أن يكون من الأراضى الزراعية أو من المباني وبالنسبة للمنقولات يجوز أن يكون المال عبارة عن مبلغ من النقود أو عدد من الأسهم أو السندات أو حقا من حقوق الدائنية ولكن فى هذه الحالة الأخيرة لا يجوز أن يعين المدين بهذا الحق أميناً لأن صفته كمدين تتعارض مع واجباته كأمين (3) وعلى أى حال فمحل الترسنت يتمثل فى العنصر الإيجابى فقط من الذمة المالية للمنشئ سواء تألف هذا العنصر من الحقوق العينية أو من الحقوق الشخصية (4) ويتم رصد هذا المحل لتحقيق مصلحة المستفيد أو لتحقيق غرض معين وهو ما يؤدى إلى جعل المحل وحدة متميزة ومستقلة عن ذمة منشئ الترسنت وذمة الأمين وذمة المستفيد ومن هنا فالتخصيص يشبه فكرة الذمة المخصصة حيث تستقل هذه الذمة عن الذمة الأصلية التى تفرعت عنها وعن أية ذمة أخرى (5).

ويستوجب وجود الترسنت تنازل المنشئ عن الحقوق التى تمثل محل الترسنت غير أن هذا التنازل وإن كان يؤدى إلى استقرار الحقوق فى ذمة الأمين إلا أنها تكون منفصلة لكونها مخصصة لغرض معين وهو

1 - الدكتور محمد لبيب شنب المرجع السابق ص70

2 - الدكتور محمد لبيب شنب المرجع السابق ص72

3 - نفس المكان

4 - الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 43

5 - نفس المرجع ص 44

مباشرتها لمصلحة المستفيد وبعبارة أخرى يكفى لوجود الترسى انتقال الملكية القانونية للمال محل الترسى من المنشئ إلى الأمين الذى يلزم باحترام ملكية المستفيد الإنصافية. وإذا كان الأصل أن تكون الملكية القانونية للمال محلا للترسى فليس ما يمنع من أن تكون الملكية الانصافية الناشئة عن الترسى محلا لترسى آخر إلى جانب الترسى الأول(1).

ثالثا- انتهاء الترسى:

1- ينتهى الترسى بحلول الأجل المحدد له 2- بالرجوع فيه إذا احتفظ المنشئ بهذا الحق لنفسه فى سند إنشائه 3- استحالة تحقيق الغرض المقصود منه 4- إذا أجمع المستفيدون منه على انتهائه 5- إذا جمع شخص واحد بين صفة المستفيد وصفة الأمين كما لو كان هناك عدة مستفيدين وكان أحدهم هو الأمين ، ثم توفى جميع المستفيدين ولم يبق إلا الأمين فى هذه الحالة يجمع هذا الشخص ملكية الرقبة وملكية المنفعة فى نفس الوقت فينقضى الترسى وتكون بصدد ملكية عادية (2)

رابعاً -

### التكليف القانونى للترسى

قامت أول محاولة لتكليف الترسى على اعتبار أنه نوع من الوكالة واعتبار الأمين وكيلاً عن المستفيد فى إدارة واستثمار أموال الترسى وتعرض هذا التكليف لانتقادات كثيرة أولها أن الأمين يعتبر مالكا لأموال الترسى فبمقتضى الترسى تنتقل إليه ملكية الرقبة على هذه الأموال، أما الوكيل فلا يعتبر مالكا للأموال التى يعهد إليه الموكل باستثمارها فعقد الوكالة لا ينقل إليه أى حق عليها ، وثانيها أن الوكيل يخضع لتعليمات الموكل وإشرافه ليس فقط عند إبرام عقد الوكالة بل وفى خلال تنفيذها، أما الأمين فالأصل أنه لا يخضع لإشراف المستفيد أو من المنشئ إلا إذا نص على خلاف ذلك فى سند إنشاء الترسى، وثالث هذه الانتقادات هو أن الموكل يسأل تجاه الغير عن الأخطاء التى يرتكبها وكيله أثناء أو بسبب تنفيذ الوكالة أما المستفيد فلا يسأل عن أخطاء الأمين ، والانتقاد الرابع وهو أن الوكالة تنتهى بإرادة كل من الموكل أو الوكيل أو بموت أحدهما أما الترسى فلا ينتهى لا بإرادة الأمين ولا بإرادة المستفيد ولا بموت أحدهما (3).

ولم تنجح فكرة الوكالة بتعديلها باعتبار الأمين وكيلاً للمنشئ لا وكيلاً عن المستفيد وذلك لأن دور المنشئ فى الترسى يقتصر على الإنشاء ومتى تم ذلك أخفى من المسرح كلية . وإزاء فشل فكرة الوكالة حاول البعض تأصيل فكرة الترسى على أساس أن الترسى عبارة عن تخصيص مجموعة من الأموال أو ذمة مالية مستقلة لتحقيق غرض معين وبذلك تقترب فكرة الترسى من فكرة المؤسسة غير أنه يظل هناك فرق

1 - الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 44

2 - الدكتور محمد لبيب شنب المرجع السابق ص 73

3 - الدكتور محمد لبيب شنب المرجع السابق ص 76

أساسي بين الفكرتين 1- فأموال الترسست تثبت ملكيتها للأمين أما أموال المؤسسة فلا تعد مملوكة لمديري هذه المؤسسة 2- تثبت للمؤسسة شخصية اعتبارية مستقلة ومتميزة عن شخصية المنشئ لهذه المؤسسة وعن شخصية القائمين على إدارتها وتحقيق الغرض المقصود منها أما الترسست فلا تثبت له شخصية قانونية مستقلة والذي يمثله في مواجهة الكافة هو الأمين باعتباره مالكا لأمواله (1).

## الفصل الثاني

ترسست الاستثمار ( Spv ) في القانون الأنجلوأمريكي  
"common trust fund" OR " UNIT TRUST"

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية رائدة في مجال الاستثمارات الجماعية، إذ أن لها باعا طويلا في هذا المجال، منذ إنشاء أول استثمار جماعي مشترك سنة 1927 ومرورا بالقانون الموحد للاستثمار الجماعي سنة 1938 والذي أوصت لجنة توحيد القانون بتبنيه في الولايات المختلفة (2)، وحتى صدور قانون الاستثمار الصادر سنة 1940 وما أدخل عليه من تعديلات، والذي يعد حجر الزاوية في تنظيم هياكل الاستثمارات الجماعية (3).

وقد سمح تنظيم الاستثمارات الجماعية في الولايات المتحدة بنوعين من الترسسات : النوع الأول، "common trust fund" صندوق الترسست المشترك ، ويستخدم حصرا في استثمار وإعادة استثمار أموال البنك أو الفروع التابعة له بصفته أمينا as trustee أو مودعا لديه ، ويشار إلى هذا الصندوق برمز (A1) . أما النوع الثاني، فيقتصر على ترسستات التقاعد (As of retirement) ويشار عادة إليها بالرمز (A2) وتبقى له تسمية صندوق الاستثمار الجماعي "collective investment fund" (4).

وتولى البنك تأسيس ترسستات الاستثمار الجماعي وإدارتها، وحيازة وملكية الأصول كأمين لصندوق الاستثمار، وللمستثمرين الملكية العادلة للأصول ولا يملك أيهم بصفة فردية حقا مباشرا على أصول محددة، فللمستثمر حق غير مجزأ في مجموع أصول الترسست (5). فقد ينشئ البنك ترسستا غير قابل للإلغاء يكون بمقتضاه هو المنشئ والأمين ويرد الترسست هنا على محفظة الحقوق الآجلة الناجمة من عمليات الائتمان وتثبت ملكية محفظة الحقوق للحملة المستقبلين إنصافيا أما الأمين فيكتسب ملكيتها القانونية.

<sup>1</sup> - نفس المرجع ص 77

<sup>2</sup>- John F. Blackwood , Uniformity in the Law—The National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, Montana Law Review Volume 19 Issue 2 Spring 1958

<http://scholarship.law.umt.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1315&context=mlr>

ففي عام 1937 وضع المجلس الفيدرالي بوصفه المسئول عن الأنشطة الائتمانية للبنوك تنظيم خاص حول بمقتضاه للبنوك إنشاء

ترسست استثمار مشترك (COMMON TRUST FUND) ( وبعدها صدر القانون الموحد للاستثمار المشترك وعلى الرغم من ذلك

صاغت معظم الولايات صناديق استثمار خاصة بهم مما أدى إلى وجود مجموعة واسعة من قوانين الاستثمار الجماعي (CIFs)

Funds Collective Investement

<sup>3</sup> - Sergeeva I.G. ,Collective investment schemes regulations, " The article was published in issue1 3a 2009 <http://economics.open-mechanics.com/articles/122.pdf>

<sup>4</sup>- Ibid. Sergeeva I.G.,op,cit

<sup>5</sup> - Sergeeva I.G.,op,cit

وتخضع عملية إصدار الأوراق المالية للقانونين 1933 ، Securities Exchange Act 1934 ، والذين يتطلب أن يتوفر للمستثمرين نشرة اكتتاب موضح بها معلومات محددة حول إدارة ترست الاستثمار والأصول، والرسوم والمصاريف، والأداءات المختلفة. ويمكن على أثر ذلك القول : أن هذه الترسبات تخضع لرقابة تنظيمية صارمة. فهيكل وعملية الاستثمار يخضع لأربعة قوانين كما يلي: قانونى الأوراق المالية المشار إليهما، وقانون الاستثمار سنة 1940، وقانون مستشاري الاستثمار 1940. وتشرف لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC) Securities and Exchange Commission على امتثال ترسبات الاستثمار لأحكام هذه القوانين (1).

وفى المملكة المتحدة ينظم الاستثمار الجماعي تشريعان: 1-التوجيه الأوروبي بشأن تنسيق القوانين واللوائح والقرارات الإدارية المتعلقة بالتعهد بالاستثمار الجماعي فى الأوراق المالية القابلة للتداول (2). 2- قانون الخدمات المالية والأسواق الصادر سنة 2000 (3). وتشرف هيئة الرقابة المالية على امتثال صناديق الاستثمار لأحكام هذه القوانين.

وتندرج الأشكال القانونية للاستثمار الجماعي فى المملكة المتحدة فى ثلاث هى: ترسبات مغلقة Unit Trust which is a closed-ended Investment Trust which is a مفتوحة و ترسبات مفتوحة contractual and open-ended وانعكاسا للتوجيه الأوروبي أنشئت فى انجلترا شركات استثمار مفتوح Open-ended investment companies لظروف التجارة الدولية واحتياجات رجال الأعمال التي لم يوفرها لهم نظام الترسبات، حيث إنه غير متبنى فى عدد غير قليل من دول الاتحاد الأوروبي.

على أى حال، فإن النموذج التقليدي للاستثمار المشترك فى انجلترا كان ومازال يتمثل فى الترسبات مفتوحة العضوية (4).

وإذا كان نظام الترسبات يضمن من حيث الأصل عدم تحقيق القائمين عليه لمصالحهم الشخصية، حيث أنهم ملتزمون بالعمل وفق مصالح المستفيدين، فيما يعرف بمبدأ الولاء (1)، فإن مديرو تلك الترسبات قاموا

<sup>1</sup> - INVESTMENT ADVISERS ACT OF 1940

<http://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>

<sup>2</sup>-The provisions of FSA 1986 and relevant rules were drafted to give effect to the provisions set out in Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investments in transferable securities (UCITS) The Directive was adopted to harmonise laws relating to collective investment schemes throughout Europe and to facilitate the cross-border marketing of qualifying schemes. To qualify as a UCITS, a scheme had to comply with a number of requirements in connection with its establishment, operation and management.

<sup>3</sup>- Financial Services and Markets Act 2000 -Part XVII Collective Investment Schemes , 235. Collective investment schemes.<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/part/XVII>

<sup>4</sup> - نظمت ترسبات الأعمال فى انجلترا بقانون الشركات قبل تنظيمها بقانون الخدمات المالية والأسواق الصادر سنة 2000 والذي دخل حيز التنفيذ سنة 2001

Companies Act 2006 (c. 46)Part 8 — A company's members Chapter 2 — Register of members 126 Trusts not to be entered on register ; No notice of any trust, expressed, implied or constructive, shall be entered on the register of members of a company registered in England and Wales or Northern Ireland, or be receivable by the registrar.

[http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga\\_20060046\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf)

<sup>4</sup> - Gordon Cumming Murray, Economic Consequences of the Virginia Legal Investment Statute, (1952) 1 Wm. & Mary Rev. Va. L. 106 <http://scholarship.law.wm.edu/wmrval/vol1/iss4/3>

بعمليات مضاربة وتمويل لا تتفق مع طبيعة الفكرة التي قام عليها الترس. ومن ثم ، تدخلت المحكمة العليا الأمريكية في ولاية ماساشوستس محددة شروط الإدارة الحكيمة<sup>(2)</sup> ، ومفادها أن يكون حرص الأمين في التعامل مع أموال الترس كحرصه في التعامل في ماله الخاص، ليس هذا فقط، بل أوجبت أن تكون إدارته للترس إدارة حصيفة وهي التي تنطوي على معقولية التصرف المبني على المهارة والعناية<sup>(3)</sup>. وعملت بقية الولايات على تبني هذه القاعدة في إدارة الترسات عندما سنت قوانين الاستثمار المشترك.

وقام المشرع الإنجليزي بإصدار القانون Trustee Act 2000 حدد فيه واجبات الأمين على مال الترس مقتديا بتلك القاعدة التي وضعتها المحكمة المشار إليها<sup>(4)</sup> كما حدد لمدير الاستثمار أيا كان ما يجب التقيد به في استثمار المدخرات حماية للمستثمرين<sup>(5)</sup>. واشترطت هيئة الرقابة المالية المنشئة بقانون الخدمات المالية والأسواق سنة 2000 لتأسيس ترس استثمار أن يكون من يقوم بدور الأمين (المودع لديه) شخصا قانونيا مختلفا ومستقلا عن شركة الإدارة. وأخضعت هذه الترسات لرقابة تلك الهيئة<sup>(6)</sup> في إنجلترا ، ولرقابة لجنة البورصة والأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية<sup>(7)</sup>.

وبذلك تكون فكرة الترس التقليدي قد تطورت لتلائم الاستثمار الجماعي المشترك. فبينما تعنى تلك الفكرة استثمار الأمين بسلطات إدارة أموال الترس والتصرف فيها باعتباره مالكا قانونا لحساب المستفيدين، فإن الترس التجاري يعنى توزيع سلطات الأمين بينه وبين شركة الإدارة، حيث تنعقد الملكية القانونية للمودع لديه "الأمين" فيتولى حفظها وإدارتها والدفاع عن مصالح المستفيدين أمام الغير والقضاء في حين تنعقد لشركة الإدارة سلطة إدارة المال من الناحية الفنية<sup>(8)</sup>.

لذا، فإننا سندرس ركنا ترس الاستثمار في القانون الأنجلوأمريكي ونعنى بهما شركة الإدارة وغالبا ما تعمل حصريا في إصدار الأوراق المالية، ومن يقوم بدور الأمين وغالبا ما يكون بنكا يعمل كمودع لديه. وقد عنى المشرع المقارن بتنظيمهما وإخضاعهما لقيود معينة تدور جميعها في فلك حماية المستثمرين الذين يقتصر دورهم على الاكتتاب في الأوراق المالية للتوريق.

1- John H. Langbein, op,cit.

2- Hussey v. Arnold<sup>70</sup> , n NE 87 ;Mayo v. Moritz 24 , NE 1083

"The fact that the trustees hold property, does not mean the trustees own personal property. Trust property cannot be held under attachment nor sold upon execution of trustees' personal debt...Trustees and beneficiaries cannot be held liable for debts incurred by the trust. If, in fact, a true trust had been created, the certificate holders [the true owners of the Trust property] are not liable on obligations incurred by the trustees or managing agents appointed by the trustees."

See also, Clew v. Jamison 182 , US 461, 21 S Ct 645 ; " "Trust property cannot be held under attachment nor sold upon execution, for the trustee's personal debts".

3 - Gordon Cumming Murray,op,cit.

4- انظر فيما يتعلق بتأثر القانون الانجلوأمريكي ببعضه فيما يتعلق بواجبات الأمين وقواعد الإدارة الحكيمة المرجع التالي :-  
John H. Langbein and Richard A. Posner ,Market Funds and Trust-Investment Law. Law & Social Inquiry, 1976 [Volume 1, Issue 1](#). January pages 1-34

<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1747-4469.1976.tb00951.x/full>

5 -Part I The Duty of Care و Trustee Act 2000

<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/29/contents>

6 -John H. Langbein, op,cit

7- NATANIA LOCKE OP,CIT ,p.181

8. Comptroller's Handbook, October 2005.op,cit

أولاً-

## شركة الإدارة

تعد شركة الإدارة وسيلة ترست الاستثمار التي تعبر من خلالها الأصول المنقولة إليها من المنشئ بعد هيكلتها في صورة أوراق مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية إلى المستثمرين. ومن عوائد الاكتتاب فيها تمويل شراء الأصول المنقولة<sup>(1)</sup>. ونظرا لدور شركة الإدارة الحيوي في عملية التوريق، فقد اعتنى المشرع الأنجلوأمريكي بتحديد شروط مباشرتها لنشاطه، وبيان حقوقها، والتزاماته، ومسئوليتها.

وتنشأ هذه الشركة لتنفيذ غرض معين، أو نشاط مخصص (SPV) وهو العمل في صفقة الأصول التي تنقل إليها<sup>(2)</sup>، بإصدار سندات مدعومة بتلك الأصول، وطرحها للاكتتاب. وأنه ليس لديها أي غرض أو نشاط آخر خلاف ذلك. ولا ينبغي أن تتخذ هذه الشركة أي قرارات هامة تعرضها للمسئولية، فيما هو أبعد مما تعمل به. وتحكم إدارتها فيما تقوم به من أنشطة القواعد الحاكمة لاتفاق صفقة التوريق<sup>(3)</sup>.

وتجدر الإشارة إلى أن رأس مال تلك الشركة يمثل ضمان لحقوق المستثمرين، ولا يعتبر رأس مال عام (4).

وقد أستوجب القانون الأمريكي والأسس السليمة لصفقات التوريق استقلال شركة الإدارة عن البنك المودع لديه وعن منشئ الأصول أو الناقل<sup>(5)</sup>. فبينما أجاز هذا القانون للبنك أن ينشئ ترست الاستثمار، أوجب عليه أسناد إدارته إلى مديرين يجب أن يكون أغلبهم مستقلين عنه<sup>(6)</sup>. وكذلك أوجب القانون الأمريكي على شركة الإدارة أن تمارس عملها باستقلال، ويعنى الاستقلال في القانون الأمريكي عدم القدرة على التأثير في إدارة الشركة أو سياستها وهي تفترض من أي شخص يملك نسبة في أسهمها تمكنه من إتيان ذلك أو من المرتبطين معه أو الخاضعين له كأن يكون له فيها حقوق تصويت تزيد على 25 % . وللجنة عمليات البورصة بناء على مبادرة منها أو بطلب يقدم إليها من ذوى المصلحة إلغاء أو تعديل أي قرارات تصدر متأثرة بهذه التبعية<sup>(7)</sup>.

1- Kenneth N. Klee Brentd C. Butler ,op,cit,26

2- Kenneth C. Kettering, SECURITIZATION AND ITS DISCONTENTS:THE DYNAMICS OF FINANCIAL PRODUCTDEVELOPMENT, [Vol. 29:4] CARDOZO LAW REVIEW 1554

3 -THE Bond Market Association International Swaps & Derivatives Association Securities Industry Association- Special Purpose Entities (SPEs) and the Securitization Markets - February 1, 2002 [http://www.google.com/search?sourceid=navclient-ff&ie=UTF-8&rls=GGGL,GGGL:2006-46,GGGL:en&q=Special+Purpose+Entities+\(SPEs\)+and+the](http://www.google.com/search?sourceid=navclient-ff&ie=UTF-8&rls=GGGL,GGGL:2006-46,GGGL:en&q=Special+Purpose+Entities+(SPEs)+and+the)

4- Investment Company Act of 1940- Section 18 -- Capital Structure of Investment Companies

5 - Byron gumb ,op,cit , p. 27

<http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/32215/50335403.pdf>

6 - Investment Company Act of 1940, Section 2 – Definitions,(a)(5)

7 - Investment Company Act of 1940 - Section 2/9 Definitions

وتمارس الشركة إدارتها لعملية التوريق تحت رقابة الأمين بحسبان أنه واجبه الأصيل (1) وتلتزم في ذلك بالقاعدة التي وضعتها المحكمة العليا في ولاية ماساشوستس، وهي قاعدة إدارة الرجل الحكيم، كما تقدم. وتتولى هذه الشركة إصدار الأوراق المالية وفقا المحفظة الحقوق الآجلة التي إحييت إليها ، ووضع نظام لاستثمار مدخرات المستثمرين، وتقديم الخدمات التي تلتزم بها قبل جمهور المستثمرين.

ولشركة الإدارة تقدير تكاليف إدارتها لعملية التوريق وتسمى في الولايات المتحدة الأمريكية رسم إدارة، وهو عادة نسبة مئوية من قيمة أموال ترست الاستثمار، تبلغ نصف من 1 % وتقل كلما كبر حجم الأموال المستثمرة ، ويجب أن يدرج هذا الرسم في نشرة اكتتاب الأوراق المالية الصادرة من الشركة.

وقد أوجب المشرع الانجليزي أن تكون شركة الإدارة والأمين شخصين قانونيين مختلفين (2) ومستقلين عن بعضهما البعض (3). لذا، فإن كل ما اشترطه القانون فيمن يتقدم لإنشاء صندوق الترس (4) هو أن يكون من الأشخاص المتمتعين بالشخصية الاعتبارية، والمسجلين في المملكة المتحدة، أو في أي دولة عضو في الإتحاد الأوروبي، ويجب أن يدار من البلد المسجل فيه (5). ومن ثم، فقد أجاز القانون أن يكون مقر عمل المدير في المملكة المتحدة أو في أي دولة في تلك المنطقة (6).

وأيا ما كانت الشكل القانوني لشركة الإدارة كأن تكون شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسمهم ، فإنه ليس لها من الأعمال التجارية، إلا ما يتعلق بالأنشطة التي أنشئت من أجلها وهو إصدار الأوراق المالية وغيرها من الأنشطة الضرورية والمناسبة لتنفيذ ذلك. كما يجب أن تتضمن القواعد الحاكمة لاتفاق صفقة

1 - Haskell, The Prudent Person Rule For Trustee Investment and Modern Portfolio Theory, (1990) 69 N.C. L. Rev. 87. <http://www.lincolninst.edu/subcenters/managing-state-trust-lands/publications/trustlands-responsibility.pdf> "

2 -Ibid, Sc. 242 (2).

3 -Ibid, Sc. 243 (4).

4- للحصول في إنجلترا على ترخيص بإنشاء صندوق الترس unit trust يجب تقديم طلب من المدير أو الأمين أو من المدير المحتمل أو الأمين المحتمل في الشكل الذي تحدده هيئة الرقابة المالية، ويجب أن تحتوى هذه الطلبات على المعلومات المحددة التي تطلبها تلك الهيئة لاستيفاء الغرض منها كما يجوز لها طلب معلومات إضافية تمكنها من تحديد النشاط وعلى وأن تكون لدى مقدم الطلب سواء أكان بنكا أو شركة القدرة على انجاز أهدافه وعلى أي حال، يجب حتى تمارس الترسات أعمالها أن تحصل على ترخيص بها من تلك الهيئة انظر في ذلك

- 235. Financial Services and Markets Act 2000 - Part XVII Collective Investment Schemes ,

(Collective investment schemes. CHAPTER III Sc. 242 (1

William P. Wade and Donald W. Smith THE INVESTMENT LAWYER, SEC Enforcement -

Action Targets , Common Trust Fund 2006, Vol 13 No. 11 • November

[http://www.klgates.com/files/Publication/2e500ee9-c1c7-43dc-860f-](http://www.klgates.com/files/Publication/2e500ee9-c1c7-43dc-860f-6d3e7017958c/Presentation/PublicationAttachment/5aacc3842-140b-4cd5-90d9-73fe021eacaa/IL_1106_Wade.pdf)

[6d3e7017958c/Presentation/PublicationAttachment/5aacc3842-140b-4cd5-90d9-73fe021eacaa/IL\\_1106\\_Wade.pdf](http://www.klgates.com/files/Publication/2e500ee9-c1c7-43dc-860f-6d3e7017958c/Presentation/PublicationAttachment/5aacc3842-140b-4cd5-90d9-73fe021eacaa/IL_1106_Wade.pdf)

(CHAPTER III Sc. 242 (4). And See; CHAPTER III Sc. 244 (1 -

An application under section 242 must be determined by the Authority before the end of the period of six months beginning with the date on which it receives the completed application.

And see; Sc. 244(2)The Authority may determine an incomplete application if it considers it appropriate to do so; and it must in any event determine such an application within twelve months beginning with the date on which it first receives the application

5 -Ibid, Sc. 243 (5).

6 -Ibid Sc. 243 (5 A).

التوريق عدم قدرة تلك الشركة على الالتزام بتحمل الديون لتجنب مخاطر الإفلاس. وتلتزم شركة الإدارة بنقل الأصول إلى الأمين الذي تكون له الملكية القانونية لتلك الأصول المحالة من المنشئ<sup>(1)</sup>.

ويجب أن تتمتع هذه الشركة بذمة مالية منفصلة ومستقلة عن الذمة المالية للمنشئ. فلا يجب أن يتأثر أيًا منهما بما يحدث للأخر عند الإفلاس<sup>(2)</sup>. وفي هذا الصدد أوجب قانون الشركات الانجليزي 1985، Companies Act، section 258 على شركة التوريق ألا تكون تابعة لمنشئ الأصول أو لشركته الأم<sup>(3)</sup>. فلا يجوز للأخير السيطرة على أغلبية حقوق التصويت في هذه الشركة، ويكفي أن يكون للمنشئ هذا الحق القانوني ولو لم يستخدمه بالفعل. فإذا كان المنشئ يملك نسبة من أسهم هذه الشركة تمكنه من التأثير عليها، فإن شركة التوريق سوف يفترض أنها تابعة للمنشئ.

وقد أوجب القانون الإنجليزي أن يكون المدير شخصا مؤهلا، فاشترط أن يتوافر فيه الكفاءة والخبرة اللازمين لإدارة عملية التوريق، وتحقيق مصالح المستثمرين<sup>(4)</sup>، كما يجب أن تتوافر فيه أيضا صفات معينة لا تخرج عن صفات الأمانة والشرف، مقتضاها عدم استغلال مواقعهم لتحقيق مصالح شخصية من إدارة الترسر. كما أوجب ذلك القانون أن تكون خطة الاستثمار واضحة غير مضللة، وأن تكون أغراضها معقولة، وأن تتوفر في القائمين عليها القدرة على تحقيق تلك الأغراض. وأجاز القانون للمشاركين استبدال أو استرداد حصصهم<sup>(5)</sup> وفقا لمشروع وخطة الاستثمار<sup>(6)</sup>.

وإذ أستوفى المدير أو الأمين الشروط المتطلبة وقدم نسخة من سند الترسر وشهادة من محام، مفادها أن الترسر مستوف الشروط القانونية. فإن الهيئة تصدر ترخيصا لإنشاء صندوق الترسر، ويكون من حقه التمتع بالحقوق والالتزامات ذات الصلة<sup>(7)</sup>. وتحدد المادة 242 من قانون الخدمات المالية والأسواق المدد اللازمة لتمام الاكتتاب، والمدة الواجب إصدار الترخيص خلالها.

وقد تضع الهيئة بخصوص هذه الترسرات المرخص بها مبادئ للإدارة والتشغيل<sup>(8)</sup> وتحدد سلطات، وواجبات وحقوق كل من المدير والأمين<sup>(9)</sup> وحقوق وواجبات المشاركين<sup>(10)</sup>. كما تضع تلك الهيئة قواعد خاصة للترسرات تتضمن قواعد إصدار واستبدال حصص المشاركين<sup>(11)</sup>، ومصارييف وتكلفة عملية الاستثمار، وقواعد تعيين أو عزل مدقق الحسابات وواجباته وحقوقه<sup>(12)</sup> وقيود وتنظيمات الاستثمار، والقدرة على ممارسة الأقتراض في إطار خطة الاستثمار<sup>(13)</sup> وإمساك السجلات في إطار تلك الخطة كسجل الصفقات لبيان الموقف

1- Federal Reserve System Supervision and Regulation Task Force on op.cit,p.12

2- Ibid

3- NATANIA LOCKE, Op.CiT, p.136

4- Financial Services and Markets Act 2000 , CHAPTER III Sc. 243 (7A).

5- Financial Services and Markets Act 2000 , CHAPTER III Sc. 243 (10).

6- Ibid Sc. 243 (10a).

7- Ibid Sc. 246 (1)

8- Ibid Sc. 247 (1) (a)

9- Ibid Sc. 247 (1) (b)

10- Ibid Sc. 247 (1) (c)

11- Ibid Sc. 247 (2) (a)

12- Ibid Sc. 247 (2) (c)

13- Ibid Sc. 247 (2) (d)

المالي لخطة الاستثمار، وفيما يتعلق بالتعديلات على الترتيب، ولأغراض التفتيش<sup>(1)</sup>، إعداد التقارير عن نشاط الاستثمار.

وتتضمن محتويات اتفاق التوريق بالإضافة إلى قواعد خطة الاستثمار النصوص المتطلبة لحكم المسائل المتعلقة بتلك الخطة. كما تتضمن القواعد التي يجب أن يلتزم بها كل من المدير والشاركون فيه<sup>(2)</sup>.

ويجوز للمدير استبدال الأمين ويتطلب ذلك الأمر تقديم طلب كتابي إلى الهيئة بالإجراء المقترح<sup>(3)</sup> وأن يرفق به شهادة موقعة من محام مفادها أن هذا الإجراء لن يؤثر في خطة الاستثمار والامتثال لقواعد الترتيب<sup>(4)</sup>. كما يحق للأمين الذي انشأ الترتيب أن يغير المدير، وعليه أن يقدم مديرا مقترحا، وأن يخطر الهيئة بذلك ولا يكون إخطار الأمين أو المدير للهيئة ذا أثر قانوني، إلا بعد موافقتها عليه أو فوات شهر من تاريخ تقديمه بدون رد<sup>(5)</sup>.

وتستطيع الهيئة في حالة نقص المتطلبات الضرورية لإنشاء الترتيب أو في حالة ما إذا لم يلتزم المدير أو الأمين بأحكام القوانين واللوائح عن قصد أو إهمال، أن تلغى تراخيص الاستثمار الجماعي. غير أنه يتعين عليها لحماية المشاركين أو المشاركين المحتملين<sup>(6)</sup> أن تأخذ في اعتبارها المسائل الآتية :- خطة الاستثمار، المدير، والأمين، أي شخص مرتبط مع المدير أو الأمين يمارس تأثيرا عليهما فيما يتعلق بعملية الاستثمار. وإن رأت الهيئة إلغاء التراخيص تعيين عليها القيام بإعلان قرارها لكل من المدير، والأمين.

وتلتزم شركة إدارة عملية التوريق في عملها ببذل عناية، وليس بتحقيق نتيجة ومقتضى ذلك أنه يجب على شركة الإدارة القيام بجميع الأعمال والتصرفات اللازمة لإدارة الترتيب، ولا تضمن في ذات الوقت الخسائر المحتملة والتي قد تترتب على الخطأ في الإدارة<sup>(7)</sup>.

## ثانيا -

### أمين الترتيب

يعتبر الأمين في نظام الترتيب هو المحور الذي تدور حوله حقوق والتزامات الآخرين. وعليه تقع المسؤوليات، وهو من تنتقل إليه الملكية القانونية **legal title** للأصول في ترست التوريق، ويظهر أمام الغير بأنه المالك لأموال الترتيب.

ويجوز من حيث الأصل أن يكون الأمين شخصا طبيعيا أو شخصا اعتباريا مؤهلا لكي يشغل مركز الأمين في الترتيب<sup>(8)</sup>. وتسمح نظم المصارف بأن تمارس دور الأمين، ولا يوجد قيد على عدد الأمناء<sup>(1)</sup>. كما

<sup>1</sup> -Ibid Sc. 247 (2) (e)

<sup>2</sup> -Ibid Sc. 247 (2)(4)

<sup>3</sup> -Ibid Sc. 251 (b) (1)

<sup>4</sup> -Ibid Sc. 251 (b) (2)

<sup>5</sup> -Ibid Sc. 251(4) (a)(b)

<sup>6</sup> -Financial Services and Markets Act 2000 , CHAPTER III , Sc. 254(a)(b) (c) (d) (e)

<sup>7</sup> -Butler Andrew S, Modern Portfolio Theory and Investment Powers of Trustees: The New Zealand Experience, (1995) " Bond Law Review: Vol. 7: Iss. 1, Article 8. Available at:

<http://epublications.bond.edu.au/blr/vol7/iss1/8>

<sup>8</sup> - الدكتور لبيب شنب المرجع السابق ص 69

لا يوجد قيد على مدة الترس (2)، ولا يعد الأمين وكيلًا لمنشأ الترس أو المستفيد منه أو ممثلًا قانونيًا لأي منهما في إدارة مال الترس، بل يعد مالكًا قانونيًا بمقتضى قانون العدالة .

وتطلب القانون الأمريكي أن يكون المودع لديه بنكا من البنوك المسجلة وفق السلطة الاتحادية (3) ولا يجوز للأمين أن ينسحب من عملية التوريق حتى تتم تصفية الصندوق وتوزيع حصيلة التصفية على حملة الأوراق المالية. ويجوز للبنك (الأمين) أن يعين بنكا آخر تابعا أو شركة استثمارية للعمل كوصي لعملية الاستثمار، ويتطلب ذلك موافقة لجنة عمليات البورصة، وهي لا تعطى موافقتها إلا بعد اخذ رأى الوكالات المصرفية الاتحادية (4) .

ولم يشترط القانون الإنجليزي أن يكون المودع لديه بنكا فوفقا لقانون الأسواق والخدمات المالية Financial Services and Markets Act 2000 (5) يمكن أن يكون المودع لديه بنكا أو شركة (6)، المهم أن يكون ذا شخصية اعتبارية في مفهوم القانون الإنجليزي، ويجب أن يكون مقر أعماله في إنجلترا فقط (7).

وقد أوجبت الأسس القانونية (8) لصفقات التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية أن تنقل الأصول إلى أمين الترس (9) لضمان إبعاد تلك الأصول عن الإفلاس (1)، وتضمن فكرة الترس بذاتها استقلال الأمين عن

<sup>1</sup> -Investment Company Act of 1940, Section 26 /1–Unit Investment Trusts ,OP,CIT

<sup>2</sup> - الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 48

<sup>3</sup>-Investment Company Act of 1940 – Section 26/1 – Unit Investment Trusts

designates one or more trustees or custodians, each of which is a bank, and provides that each such trustee or custodian shall have at all times an aggregate capital, surplus, and undivided profits of a specified minimum amount, which shall not be less than \$ 500,000 (but may also provide, if such trustee or custodian publishes reports of condition at least annually, pursuant to law or to the requirements of its supervising or examining authority, that for the purposes of this paragraph the aggregate capital, surplus, and undivided profits of such trustee or custodian shall be deemed to be its aggregate capital, surplus, and undivided profits as set forth in its most recent report of condition so published;

<sup>4</sup> - Section 3 of the Federal Deposit Insurance Act [12 USCS § 1813] AND See Investment Company Act of 1940, - Section 26 /b- Unit Investment Trusts

<sup>5</sup> - Financial Services and Markets Act 2000 , Chapter Iinterpretation, SC 237, (2)

<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/part/XVII/chapter/I>

<sup>6</sup>- Sergeeva I.G.Collective investment schemes regulations

<http://economics.open-mechanics.com/articles/122.pdf>

<sup>7</sup>- Ibid

<sup>8</sup> -Mayer Brown LLP, Asset securitisation and the effect of insolvency on special purpose vehicles under US bankruptcy law, The Americas Restructuring and Insolvency Guide 2008/2009 P, 150 [http://www.americasrestructuring.com/08\\_SF/p150-158%20Asset%20securitisation.pdf](http://www.americasrestructuring.com/08_SF/p150-158%20Asset%20securitisation.pdf)

"Securitisation transactions are not governed by an express provision of the code. Specifically, there is no statutory safe harbour that prescribes the steps that, if followed by market participants, will ensure that the desired goal of the isolation of the securitised assets from the credit (including bankruptcy) risks of the originator (known as 'bankruptcy remoteness') will be achieved."

<sup>9</sup>- Investment Company Act of 1940, Section 2 – Definitions,(a)( 8)

"Company" means a corporation, a partnership, an association, a joint-stock company, a trust, a fund, or any organized group of persons whether incorporated or not; or any receiver, trustee in a case under title 11 of the United States Code [11 USCS § § 101 et seq.] or similar official or any liquidating agent for any of the foregoing, in his capacity as such.

شركة الإدارة، إذ بمقتضاها يعتبر الأمين هو المالك القانوني لحافضة التوريق، بينما لا تعدو شركة الإدارة إلا أن تكون مديرا لها. ويفرض هذا الاستقلال ضمانا أكيدا لمصالح الشركاء فى ترست الاستثمار .

وتتمثل مهام الأمين فى ترست الاستثمار فى النظام الأنجلوأمريكى<sup>(2)</sup> فيما يلى:

1- حفظ الأوراق المالية وغيرها من الممتلكات التي يستثمر فيها. وإجراء عمليات التسوية والمقاصة مع الصناديق الأخرى. وتحصيل عوائد ممتلكات الترتست، والاحتفاظ بها وبأموال الترتست منفصلة عن أية أموال أخرى، وتوزيعها على أصحاب الأوراق المالية بعد خصم عمولة شركة الإدارة ومصاريف الوكلاء، وغيرها من مصروفات عملية التوريق. ويمسك الأمين سجلا يعرف بسجل أصحاب الحصص، يقيد فيه الحصص المقدمة منهم والأرباح الموزعة عليهم. ويستحق الأمين عمولة<sup>(3)</sup> نظير الخدمات الإدارية التي يؤديها، تحددها لجنة عمليات البورصة. بخلاف المصروفات التي يتكدها فى الاتفاق مع شركة ضمان الاكتتاب أو مع الوكلاء<sup>(4)</sup>.

ويراقب الأمين شركة الإدارة رقابة لاحقة، إذ أن طبيعة العمل لا تجعل له رقابة الملاءمة، ومن ثم الاعتراض. لذا فإن تلك السلطة الأخيرة نادرة الحدوث. وأيا ما كان الأمر، فإن تلك الرقابة على أعمال شركة الإدارة تعد وسيلة أساسية من وسائل تحقيق الأمن للشركاء فى الترتست، وهى بطبيعتها رقابة مستمرة، حيث أن الأمين باعتباره أحد طرفى أداة التوريق (الترتست) يباشر رقبته بصفه شبه يومية على الأعمال التي تقوم بتنفيذها شركة الإدارة. وتتميز هذه الرقابة بأنها رقابة فعالة، إذ تسمح له إدارته فى حفظ الأصول أن يتأكد من الوجود المادي لمحافظ الأصول، ومعرفة كل ما يتعلق بعملية التوريق.

ويسأل الأمين (المودع لديه) عن أعماله مسئولية الرجل الحريص، ويخضع للقواعد العامة الواجبة التطبيق على أمناء الترتست.

## الفرع الثاني

### المستثمرون

يتمثل غرض الاستثمار الجماعي فى جمع أكبر عدد من المدخرين، واستثمار مدخراتهم بواسطة مدير محترف<sup>(5)</sup>، على قاعدة ملكية الترتست وتحت مبدأ توزيع المخاطر بينهم. وهو هدف لا يمكن للمستثمر الوصول إليه بصفة فردية. لذا، فإن التعرف على حقوق المستثمر يتضمن الوقوف على العمل المنشئ للترتست ( الغصن الأول ) والنظام القانوني لحقوق المستثمرين (الغصن الثانى) .

<sup>1</sup> - Mayer Brown LLP,op,cit.

<sup>2</sup>- Investment Company Act of 1940, - Section 26 /2,D- Unit Investment Trusts

(D) that the trustee or custodian shall have possession of all securities and other property in which the funds of the trust are invested, all funds held for such investment, all equalization, redemption, and other special funds of the trust, and all income upon, accretions to, and proceeds of such property and funds, and shall segregate and hold the same in trust (subject only to the charges and collections allowed under clauses .

<sup>3</sup> -Commission may prescribe as compensation for performing bookkeeping and other administrative services, of a character normally performed by the trustee or custodian itself)

<sup>4</sup> - Investment Company Act of 1940, -Section 26 /2- Unit Investment Trusts

<sup>5</sup>- John H. Langbein,op,cit "The modern trust typically holds a portfolio of these complex financial assets, which are contract rights against the issuers. This portfolio requires active and specialized management, in contrast to the conveyancing trust that merely held ancestral land"

## الغصن الأول العمل المنشئ للترست

المنشئ دائما هو من يتخذ القرار بتوريق أصول محددة لديه ، فهو من يبغى تمويله من تلك العملية بإعادة الفاعلية لأمواله المستثمرة<sup>(1)</sup>. وبارداته المنفردة يقرر انشاء الترتست، ومقتضى ذلك هو أن يقدم إلى الأمين أموالا وينقل إليه حق الملكية القانونية عليها، بغرض استثمارها، وإدارتها لصالح المستفيدين<sup>(2)</sup> ويتسلم المنشئ دائما ثمن الأصول المحالة أو المنقولة، وهي دائما مدخرات المستثمرين في عملية التوريق، ويرد الترتست على محافظة الحقوق الأجلة الناتجة من عمليات الائتمان وتثبت ملكيتها انصافيا للحملة المستقبلون، وتثبت ملكيتها القانونية للأمين. ويتمثل الغرض الخاص للترتست في استثمار مدخرات المكتتبين في هذه الحقوق الأجلة بإصدار الأوراق المالية وفقا لمحافظة الحقوق المحالة إليه وإدارتها لقاء عمولة.

ولئن كان التفاوض بشأن بيع الأصول في عملية التوريق يجرى بين المنشئ والترتست، إلا أنه في الواقع، لا تنتقل ملكية تلك الأصول إلى الترتست إلا بقيام المستثمرين بالاكتتاب الكامل في الأوراق المالية للتوريق، وعلى ذلك، فإن اتفاق التوريق لا يقوم إلا باجتماع ثلاثة أطراف هم المنشئ والأمين والمستفيد.

ويعتبر اتفاق التوريق (PSA) Pooling and Servicing Agreement أهم الوثائق في عملية التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية، فهو يعتبر بمثابة العقد الذي يحكم العلاقة بين مختلف أطراف عملية التوريق. ويتراوح تحرير هذا الاتفاق في العديد من صفقات التوريق فيما بين 300 - 500 صفحة من القطع الطويل، ويوضح فيه التزامات وواجبات كل طرف من أطراف عملية التوريق والميكانيكا التي تتم بها عملية التوريق.

وينتهي الترتست بأداء وظيفته وتحقيق الغرض الذي نشأ من أجله، ويكون غالبا بتآكل محافظة التوريق إلى أن تصل لنقطة الصفر. وقد يتم تصفية الترتست في الولايات المتحدة الأمريكية، عندما تجد لجنة عمليات البورصة أنه بات غير نشط، وأن تصفيته تصب في مصلحة حملة الأوراق المالية. وتبدأ عمليا تصفيته بأن تقدم لجنة البورصة طلبا بذلك إلى المحكمة ضد أي وصي فرعي للترتست في أي مكان يوجد فيه للترتست وصي، أو في مكان عمله الرئيسي. ويتم إعلان طلب التصفية إلى كل الأوصياء، وإلى كل الأشخاص الذين لهم مصلحة فيه، وإذا لم تتم الإجراءات على هذا النحو، كان للمحكمة أن تطلب ضرورة استيفائها. وإذا رأت المحكمة أن التصفية تصب في صالح حملة الأوراق المالية، تأمر بها، ويتم تقسيم ناتج التصفية عليهم بالطريقة التي تراها محققة للعدالة، بعد سداد المصروفات الضرورية. ولا يسأل هؤلاء الحملة عن ديون الترتست إلا بقدر قيمة صكوكهم<sup>(3)</sup>.

<sup>1</sup> -John H. Langbein The Secret Life of the Trust: op.cit

<sup>2</sup> - Ibid. The legal concept of a trust describes a situation in which one person - the trustee - is the legal owner of certain property but must exercise their rights and powers as a legal owner for the benefit of another person or persons - the beneficiaries of the trust -rather than for their own benefit.' The situation in which the legal owner of property must exercise their legal rights and powers as owner for someone else's benefit is often characterized as a separation of legal title from equitable title. The trustee is the legal owner of the trust property but the beneficiaries are the equitable owners.

<sup>3</sup> -Investment Company Act of 1940 -Section 26/e

## الغصن الثانى النظام القانونى للمستثمرين

يرتبط المستثمر بنظام التوريق بالاكتتاب فى الأوراق المالية المدعومة بالأصول. وبمجرد هذا الاكتتاب يصبح المستثمرون أطرافا فى النظام الأساسى للتوريق، وتظهر آثار هذا الاكتتاب بصفة أساسية فى صورة حقوق والتزامات متبادلة بين أداة التوريق والمستثمرين اللذين يمثلون الطرف السلبى فى عملية التوريق.

وتنقسم الأوراق المالية المدعومة بالأصول بصفة عامة إلى فئتين : هما "pass-through" or "pay through" وتدل نوعية الأصول المورقة، ومن الملزم المباشر تجاه حملة الأوراق المالية الصادرة على فئة الإصدار. فقد يلتزم المنشئ مباشرة بحقوق حامل الورقة المالية أو قد يتم الإصدار عن طريق أداة بعيدة جزئيا عن المنشئ تلزم هى تجاه حملة الاوراق المالية.

ويمكن الفرق الأساسى بين الفئتين فى الملكية القانونية للأصول المورقة ففى فئة pass-through الأوراق المالية التى تصدر تمثل ملكية واحدة غير مجزأة لكل المستثمرين فى الأصول الأساسية والفوائد كل بنسبه ما يملك من هذه الأوراق. وفى هذه النظام تعبر كل مدفوعات الأصول المالية من أصل المبلغ والفوائد الى المستثمرين بعد خصم مصروفات التوريق ومن ثم ، فإن أى دفع مقدم للأصول الأساسية حتما سيعبر أيضا إلى المستثمرين.

وترتبط فئة الإصدار المسماه بـ "pass-through" بما يعرف بترست المانح (1) grantor trust (2) وهو كيان غير خاضع للضرائب ولكن يخضع الدخل الصافى للمستثمرين من هذا الترتست للضريبة، كما لو كانوا مالكين للحقوق ملكية مباشرة ( مستفيدون / ملكية انصافية). ولا يؤدي هذا الترتست إلا دورا سلبيا بشأن تدفقات الأصول؛ فلا يجوز له الانحراف فى أنشطة مريحة للمستثمرين كإعادة استثمار المبالغ التى يجمعها من تدفقات الأصول مرة أخرى، ولا يمكن كذلك أن يصدر فئات متعددة لما تغله ملكية المستثمرين الإنصافية، حيث تتطلب مصلحة الضرائب، تفاديا لخضوع ترست المانح grantor trust للضرائب، أن تصدر الأوراق المالية الممثلة للأصول فى فئة واحدة.

وغالبا ما يتم الاستثمار عن طريق ترست المانح grantor trust بقيام المدخرين بتقديم حصص نقدية فورية إلى شركة الإدارة التى يقتصر دورها عند التأسيس على استخدام هذه الحصص فى شراء محفظة الحقوق وإدارتها لحساب المدخرين (3) ، بمقتضاها يكون المستثمر مالك ملكية عادلة فى تدفقات حافظة الحقوق المنقولة من المنشئ فى أصل الدين والفوائد بنسبة ما يمتلكه من الأوراق المالية الصادرة. ويؤدي الاستثمار فى هذا الاسلوب إلى تقلص أصول الترتست حتى تتلاشى تلك الأصول نهائيا .

1- April K. Rinne- AN ANALYS IS OF THETREATMENT OF AS SET SECURITIZATION UNDER THE PROPOSED BASEL II ACCORD AND THE U.S. BANKING AGENCIES ' ADVANCE NOTICE OF PROPOSED RULEMAKING (ANPR), 23 April

2 -Dolan & Davis *Securitized ob,cit,p* 2-8.

3 - الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 75

أما الأوراق المالية فئة "pay through" فترتبط بترست المالك owner trust structure وفيه يكون الملك القانوني للأصول محل عملية التوريق ليس الترتست وإنما منشئ الأصول بما يعنى أن ما يملكه ترست المالك ملكية قانونية ينصب على الملكية الإنصافية للأصول المملوكة ملكية قانونية للمنشئ. وفي هذا الأسلوب من أساليب الاستثمار الترتست ليس ملزما بتمرير ما يجمعه من التدفقات النقدية إلى المستثمرين، لذا، فقد يوجد عدم تطابق بين التدفقات الداخلة من الأصول والتدفقات الخارجة لخدمة الدين، ويؤدى ذلك الى تكوين احتياطات تمثل ضمان لحملة الأوراق المالية . كما أن استخدام ترست المالك يعطى مرونة فى إصدار شرائح متعددة ومتفاوتة من حيث مواعيد الاستحقاق أو العائد على الأوراق المالية، ويلتزم ترست المالك بتوزيع الموارد فى مواعيد منتظمة، ويقتصر الرد على فوائد المحفظة المالية، أما رد أصل المبلغ المستثمر أو قيمة الصكوك فيتراخى إلى وقت تصفية الترتست وهو ما يجعل النظام المالى لحملة الأوراق المالية قريب الشبه بالنظام المالى لحملة السندات<sup>(1)</sup>.

وعلى أى حال، لا يحتاج اتفاق التوريق المبني على قاعدة ملكية الترتست جهدا لبيان طبيعة علاقات أطرافه القانونية؛ لابتناؤه على فكرة الترتست التي تحدد بطبيعتها العلاقات بين أطرافه وحقوقهم والتزاماتهم. فلئن كانت للأمين فى نظام الترتست الملكية القانونية، إلا أنها لا تختلط بذمته الأصلية، ويعنى ذلك أنه على الرغم من وقوع الوصي أو أمين الترتست فى الإفلاس فإن حق المستفيد يبقى كما هو على أموال الترتست ويحتج به على جميع دائنى أمين الترتست<sup>(2)</sup>. كما أن ملكيته القانونية لأموال الترتست لا تمنع المستفيد - ليس استثناء من نسبية اثر العقود - ولكن استنادا إلى نظام الترتست من مقاضاته بالدعوى الشخصية المباشرة وتتبع المال محل الترتست فى أي يد يكون، لأن الملكية إذا تصرف فيها الأمين تنتقل محملة بالترست<sup>(3)</sup>. وإذا كان المال محل الترتست مرصود لتحقيق مصلحة المستفيد، فإن هذا ما يؤدى إلى جعل المحل وحدة متميزة ومستقلة عن ذمة مؤسس الترتست، وذمة الأمين، والمستفيد. ومن هنا، فالتخصيص يشبه فكرة الذمة المخصصة فى المشروع الفردي من حيث أن هذه الذمة المخصصة تستقل عن الذمة المالية التي تفرغت عنها ، وعن أي ذمة أخرى<sup>(4)</sup>. وقد ضمننت تلك الفكرة أهم ما ينبغى أن يوصف به الترتست من إنه بعيد عن الإفلاس فيما يتعلق بالأصول محل الترتست، إذ بمقتضاها تكون الأصول المنقولة لأمين الترتست وإن ملكها ملكية قانونية معزولة قانونا عن ذمته، ولا تكون جزءا من تقليسته. وبالتالي أصبحت هذه الأصول التي يملكها لصالح المستثمرين فى مأمن من إفلاس أمين الترتست بعد أن بعدت عن إفلاس المنشئ أو الناقل بالبيع الحقيقي.

وإذا كان المستثمرون فى هذا النظام ليس لهم إلا ملكية أصول الترتست ملكية عادلة، فإن علاقتهم بشركة الإدارة تنقطع من ناحية إمكانية التدخل فى إدارتها. فالمستثمر لا يؤدى إلا دورا سلبيًا يقتصر على الاكتتاب فى الأوراق المالية ولا يفعل شيئا بعد ذلك. كما أن علاقتهم بالأمين محده بأن لهم ملكية انصافية

1 - EFMLG,LEGAL OBSTACLES TO CROSS- BORDERSECURITISATIONS IN THE EU, Working group on securitisation 7 MAY 2007

2- John H. Langbein, op,cit.

3 - الدكتور لبيب شنب المرجع السابق ص66 وانظر الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص55

4 - الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 44

واحدة غير مقسمة دون أن يكون لكل واحد ملكية خاصة. ويعتبر حملة أوراقه المالية دائنين شخصيين للترست، ويقتصر حقهم على اقتضاء عوائد تلك الأوراق.

وقد اتفقت ترستات الاستثمار على الاعتراف لحملة شهادته بالحق في الوقوف على المعلومات، وبالحق في إعادة بيع تلك الشهادات إلى الترست في كل وقت<sup>(1)</sup> أو التنازل عنها بشروط تختلف من دولة إلى أخرى، كما اتفقت على أن إعطاء كل مستثمر شهادة أو عدة شهادات اسمية لا تعدو إلا أن تكون وسيلة إثبات لحقوقه العادلة في ترست الاستثمار<sup>(2)</sup>. ويتعين على المودع لديه باعتباره أمين الترست في كل من إنجلترا والولايات المتحدة أن يمكس سجلا خاصا<sup>(3)</sup> يقيد فيه حصص المستثمرين الذين تثبت حقوقهم في تلك الحصص بمجرد القيد. ويجب أن يشتمل القيد على أسم المستثمر ولقبه ومحل إقامته، وعدد الحصص المكتتب فيها وتاريخ الاكتتاب، وعمليات التنازل التي ترد على حصته أو حصصه. كما يجب أن يقوم ذلك الأمين بقيد أى تعديل يطرأ على ماورد في ذلك السجل من بيانات.

## المطلب الثاني

### أداة التوريق (FCC) والمستثمرين

#### في القانون الفرنسي

شهدت فرنسا في الثمانينات تحولات في البيئة المالية والتشريعية والتنظيمية للتكيف مع العوامل الاقتصادية الجديدة من أجل الوصول إلى وسائل التمويل المتاحة للمؤسسات، وإعادة تمويل الاحتياجات التي يواجهونها، بما في ذلك سوق الرهن العقاري.

وتم تدريجيا إصلاح الأسواق المالية منذ 1984 ؛ مما كان من شأنه تسهيل استخدام تلك الأسواق لتمويل الاقتصاد من خلال توسيع ظروف العرض والطلب على رأس المال.

فنظرا لارتفاع معدل التضخم تم إنشاء سوق الرهن العقاري لدعم التمويل العقاري، إذ كان الهدف منها توجيه المدخرات الخاصة بالاستثمار قصير ومتوسط الأجل إلى الاستثمار طويل الأجل. وقد عملت في إعادة تمويل الرهن العقاري العديد من المؤسسات المالية بهدف إصدار الأوراق المالية المدعومة من جميع القروض العقارية حتى بلغت إجمالي أصول هذه القروض 14 مليار يورو في 31 ديسمبر 2002 . فقد استفادت البنوك من ديناميكية السوق عن طريق زيادة حجم إنتاجها من تلك القروض وساعدها على ذلك انخفاض

<sup>1</sup>- Investment Company Act of 1940, Section 26 -- Unit Investment Trusts (c)

Substitution of securities. It shall be unlawful for any depositor or trustee of a registered unit investment trust holding the security of a single issuer to substitute another security for such security unless the Commission shall have approved such substitution. The Commission shall issue an order approving such substitution if the evidence establishes that it is consistent with the protection of investors and the purposes fairly intended by the policy and provisions of this title.

<sup>2</sup>- See Robert J. Hahn, Partner Hunton & Williams LLP-Charlotte, Op, Cit.

<sup>3</sup>- Investment Company Act of 1940, Section 26 -- Unit Investment Trusts (a)(4)

نسبة عجز العملاء عن السداد الذي انعكس بدوره على انخفاض تكلفة الخطر وزيادة قيمة العقار المرهون في الضمان المصرفي وشركات التأمين (1).

وتطور القانون الفرنسي بشأن الاستثمار في القيم المنقولة من شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت (2) والمتغير (3) اللذين عجزا عن مواكبة الطموحات والتطورات الاقتصادية العالمية في تحقيق جذب أموال المدخرين الراغبين في الاستثمار (4) إلى التنظيمات التعاقدية التي لاقت نجاحا كبيرا في العديد من الدول من بينها ألمانيا وسويسرا. إذ تغلبت هذه التنظيمات على تلك الشركات (5) التي لها نفس الغرض وهو إدارة وتكوين حافظة قيم منقولة أو أكثر وفقا لمبدأ توزيع المخاطر وعلى أسس تكفل حماية المستثمرين (6).

وإزاء ذلك، رأى المشرع الفرنسي العمل بهذه بالتنظيمات في الأوراق المالية الصادرة استنادا لمحافظة الحقوق الآجلة، فيما يعرف بتوريق الأصول Titrisation، فأصدر القانون Loi n°88-1201 du 23 décembre 1988 ووضع به أول إطار لتوريق تلك الحقوق وأنشأ بمقتضاه صندوق التوريق المشترك، ولم يطبق أحكام شركات رأس المال المتغير فيما يتعارض مع الأوراق المالية الصادرة في عملية التوريق.

وكانت مشكلة المشرع الفرنسي للعمل بتلك التنظيمات قد تمثلت في كيفية تحقيق ملكية للمستثمرين في مجموع من المال دون اللجوء لفكرة الشخص المعنوي من أجل تحقيق العزل المطلوب لهذه الأموال من إفلاس القائمين عليها، وفقا لما تتطلبه وكالات التقدير بالأصول المنقولة جزءا من ملكية أداة التوريق أو المنشئ عند وقوع أيهما في الإفلاس، مما يجعلها بعيدة عنه. لذا، حاول المشرع الفرنسي وقتئذ اللجوء إلى ما يتفق مع نظامه القانوني من أفكار قانونية لإقامة صناديق استثمار ذات صبغة تعاقدية في القيم المنقولة. وإذ يعرف ذلك النظام الملكية الشائعة لمجموع من الأشخاص في محل واحد، فإنها لم تصلح لحمل تلك الصناديق لاختلاف طبيعة حق الملكية الشائعة ونظام إدارة المال الشائع عما يتطلبه الاستثمار الجماعي في تلك القيم، وما يعطيه من حقوق عينية - من بين حقوق أخرى - لحامل سند التوريق. ومن ثم، رأى البعض أن الأمر يتطلب تطوير فكرة الملكية الشائعة، وأن المشرع تعهد بذلك حتى اقتربت إلى حد بعيد بالملكية المشتركة (7).

1-Athmane Bouazabia ,Etude comparative de la technique de titrisation France/ Etats-unis reference à la titrisation des prêts immobiliers résidentiels -Université LUMIÈRE LYON 2006 [http://www.memoireonline.com/11/06/268/m\\_titrisation-france-etats-unis-prets-immobiliers-residentiels10.html](http://www.memoireonline.com/11/06/268/m_titrisation-france-etats-unis-prets-immobiliers-residentiels10.html)

2 - الدكتور حسن المصري المرجع السابق ص 75

3 - Ordonnance n°45-2710 du 2 novembre 1945 relative aux sociétés d'investissement, Titre II : Des sociétés d'investissement Abrogé par Ordonnance n°2009-107 du 30 janvier 2009 -3 (V) Titre III : Sociétés d'investissement à capital variable( Abrogé par Loi n°79-12 du 3 janvier 1979 - art 25 (Ab) JORF 4 janvier en vigueur le 25 avril 1979 Article 25Abrogé par Loi n°88-1201 du 23 décembre 1988. Est légalement abrogé en tant qu'il concerne les émissions de titres faites par les SICAV, l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907.

4 - الدكتور هشام فضلى الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة التوريق ط 2004 ص 63 ولم تحقق نتائج طيبة بفضل تعقد الأساليب المتبعة في بيع أسهمها، فضلا عن تعقد طرق إدارتها كشركات مساهمة ، وهو ما حال دون تقدمها وازدهارها في جذب استثمار الادخار الجماعي في القيم المنقولة

5 - الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 61

6 - الدكتور احمد شرف الدين - الدليل القانوني لتوظيف الأموال - كتاب الأهرام الكتاب التاسع نوفمبر 1988

7 - الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 54

وعلى أى حال، فقد نظم المشرع الفرنسى عملية التوريق كما هو الحال فى النظام الأنجلوأمريكى بمراعاة وجود أداة التوريق والتي تتضمن مدير الاستثمار وأمين الاستثمار فى جانب وعلى الجانب الآخر نجد المستثمرين. وإذا كان الجانب الأول هما من يقوموا بوضع نظام الإدارة، فإن هذا النظام لا يعتبر عقدا فى ذاته ويلزم لاعتباره كذلك أن يشترك جميع الأشخاص فى إبرامه. لذا، رأى الفقه الفرنسى أن ذلك النظام لا ينقلب عقدا إلا باكتتاب المدخرين فى صكوك التوريق، فهو ما يعد قبولا منهم لذلك النظام، وعلى اثره يصبح المكتتبون ملاكا لحافضة التوريق ملكية مشتركة<sup>(1)</sup>.

وعلى ذلك، ندرس التوريق فى القانونى الفرنسى على غصنين نعرض فى الغصن الأول أداة التوريق. ونعرض فى الغصن الثانى للمستثمرون (الاكتتاب فى صكوك التوريق )

## الفرع الأول

صندوق التوريق الفرنسى<sup>(2)</sup>

(FCC ) fonds commun de créances

يعتبر صندوق التوريق بمثابة بنيانا معدا لاستقبال استثمار مدخرات المكتتبين فى شراء محافظ التوريق. وإذ يقوم أمر ذلك الصندوق على وجود شخصيتين قانونيتين، فإنه يترتب على ذلك أن المشرع يستطيع أن يحكم عمل هاتين الشخصيتين، بما يضمن حماية الادخار وحسن استثماره وبالتالي المحافظة على حقوق المدخرين.

## الغصن الأول

شركة الإدارة

تطلبت المادة 82 من القانون Loi n° 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière<sup>(3)</sup> أن يأخذ مدير الاستثمار شكل الشركة التجارية، وأن يكون غرضها الوحيد وهو إدارة صناديق التوريق، ويتمثل ذلك فى تلقى حافضة الحقوق وهيكلتها إلى أوراق مالية وطرحها للاكتتاب .

ويجب ألا يقل رأس مالها اللازم لمباشرة النشاط عن 5, 1 مليون فرنك فرنسى أو ما يعادلها من اليورو ، يتعين الوفاء به بالكامل عند الاكتتاب. على أنه لا يجوز أن تقل نسبة رأس مال مدير الاستثمار إلى أصول

<sup>1</sup> - الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 87

<sup>2</sup> -Luminița Tulească, THE CONCEPT OF THE TRUST IN ROMANIAN LAW, Romanian Economic and Business Review – Vol. 6, No. 2 151

<http://www.rebe.rau.ro/RePEc/rau/journal/SU11/REBE-SU11-A13.pdf>

<sup>3</sup>- Article 40, Loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances- Modifié par Loi n°99-532 du 25 juin 1999 - art. 82 JORF 29 juin 1999

الصندوق التي يديرها عن نصف في المائة، بحد أقصى خمسة ملايين فرنك فرنسي أو ما يعادلها من اليورو<sup>(1)</sup>. ويعتبر رأس مال الشركة، أيا كان، ضماناً للمستثمرين. وفي الغالب تتوزع ملكية أسهم هذه الشركة بين المصارف، أو شركات التأمين وهو ما يصب في جانب حماية المستثمرين.

ويجب أن تقدم شركة الإدارة ضمانات كافية فيما يتعلق بتنظيمها وتوافر شروط الأمانة والخبرة لمدرائها وتلتزم باحترام القوانين واللوائح ومواثيق شرف المهنة<sup>(2)</sup>.

ولا يجيز القانون الفرنسي لمدير الاستثمار أن يباشر نشاطه في إدارة صناديق الاستثمار إلا بعد الحصول على ترخيص بذلك من لجنة عمليات البورصة، وبعد التأكد من توافر الشروط اللازمة لمنح الترخيص. وتمارس تلك اللجنة رقابة لاحقة على نشاطه للتأكد من استمرار توافر تلك الشروط<sup>(3)</sup>. وإذ باشر أعمال الإدارة قبل الحصول على ذلك الترخيص، فإنها يتعرض للعقوبات الجنائية والجزاء الإدارية<sup>(4)</sup>.

وحيث أن وكالات التقدير العالمية تتطلب عدم تبعية شركة الإدارة لمنشئ محفظة التوريق لضمان استقلال مدير الاستثمار عن محيل محفظة التوريق، فقد أوجب المشرع الفرنسي عدم جواز مشاركة المحيل في شركة الإدارة بنسبة تزيد على الثلث، وتنطبق هذه النسبة على من يرتبطون بالمحيل أو التابعين له<sup>(5)</sup>. كما أوجب عليها العمل بشكل مستقل بأن يكون لها ما يكفي من الموارد البشرية والتقنية (الخبرة الكافية) لضمان الكفاءة والنزاهة التي تمكنهم من إدارة عملية الاستثمار في محافظ الحقوق.

ويشترك مدير الاستثمار مع أمين الاستثمار في تأسيس صندوق التوريق، طبقاً للمادة 32 من القانون 93-6 du 4 janvier 1993. فهما من يرضا نظام إدارة الصندوق ويتم ذلك في غياب حملة الأوراق المالية. وقد حدد المشرع نشاطه، وما يجب أن يلتزم به في إدارته، ووضع الشروط المتطلبية لمباشرة هذا النشاط وحدوده.

ويقوم مدير الاستثمار مع أمين الاستثمار بوضع مذكرة معلومات ونشرة اكتتاب يجب أن توافق عليهما البورصة مسبقاً، إذا كانت الأوراق المالية ستطرح للاكتتاب العام، كما يجب أن يكون متاحين لجمهور المكتتبين. وتنظم ذلك المادتان 6<sup>(6)</sup>، 7<sup>(7)</sup> من المرسوم بقانون رقم 833-67 الصادر في 28 سبتمبر سنة

<sup>1</sup> - الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 84

<sup>2</sup>-Article 5 du règlement n 94-01 de la Cob, homologue par l'arrêté du 9 mars 1994, JO du mars 1994

<sup>3</sup> - الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 84

<sup>4</sup> - Article 34, Loi n° 70-1300 du 31 décembre 1970 fixant le régime applicable aux sociétés civiles autorisées à faire publiquement appel à l'épargne

<sup>5</sup>- الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 85

<sup>6</sup>-Ordonnance n°67-833 du 28 septembre 1967 - art. 6 (M)

oute société qui fait publiquement appel à l'épargne pour émettre des actions de numéraire ou des obligations doit au préalable faire imprimer un document destiné à l'information du public et portant sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de la société [\*formalités\*]. Avant l'admission à la cote officielle des bourses de valeurs d'actions ou d'obligations, l'impression du même document est également obligatoire. Ce document doit être remis ou adressé à toute personne dont la souscription est sollicitée. Il est tenu à la disposition du public au siège social et dans tous les établissements chargés de recueillir des souscriptions. En cas d'introduction en bourse, il est également tenu à la disposition du public à la chambre syndicale des agents de change.

<sup>7</sup>-Ordonnance n°67-833 du 28 septembre 1967 - art. 7 (M)

1967. كما يجب أن تبين تلك النشرة محافظ الحقوق التي سيمتلکها الصندوق. ويعد وجود هذا الاتفاق على حوالة محفظة الحقوق شرطا للترخيص بنشاط الصندوق (1).

ويضطلع مدير الاستثمار بوظيفتين هما: إدارة الصندوق، وتمثيله أمام الغير، مقابل عمولة محددة. وتشمل أعمال إدارة الصندوق تعيين مراقب حسابات تجب الموافقة عليه من لجنة عمليات البورصة، وإصدار الأوراق المالية، واستثمار فائض أموال الصندوق في شراء الأوراق المالية، وشراء المحافظ المالية. ويتعامل مدير الاستثمار في نوعين من الأوراق المالية مختلفي المحل: الأول، هو إصدار أوراق مالية لاستثمار مدخرات المستثمرين مستندة إلى محافظ الحقوق الآجلة. والثاني، هو شراء أوراق مالية مستندة إلى فائض أموال الصندوق. وقد حددت اللائحة الصادرة في مارس 1989 تلك الأوراق التي يجوز للمدير استثمار الفائض فيها، وهي، أسهم الشركات ذات رأس المال المتغير والصكوك التي تصدرها صناديق الاستثمار في القيم المنقولة، باستثناء تلك التي تحتوى على مخاطر، والصكوك المتداولة في أسواق منظمة، باستثناء الصكوك التي تعطى حقا مباشرا على رأسمال الشركة (2).

ولأن المشرع الفرنسي أجاز أن يتضمن صندوق الاستثمار قسمين أو أكثر يكون كل واحد منهما محلا لإصدار الأوراق المالية الممثلة للأصول التي تخصه، فإن مدير الاستثمار يستطيع الاتفاق على محافظ جديدة، مع مراعاة ألا يؤثر هذا على ضمانات حملة الصكوك. ويعنى هذا، عدم حصر نشاط مدير الاستثمار في عملية استثمار واحدة (3).

وحيث يلتزم مدير الاستثمار بإبرام العقود اللازمة لمباشرة الصندوق لنشاطه، والوفاء بالالتزامات المالية المستحقة لحملة الصكوك، فقد فرض المشرع بالقانون **a loi L 214-44 du code monétaire et financier** تدخل وكالة التقدير في تقييم خصائص تلك الصكوك التي يتوقع أن يصدرها الصندوق للوصول إلى تحديد مستوى خطرها النهائي، وما إذا كانت بنية الصندوق بالارتكان إلى جدول التدفقات قادرة على الوفاء بالتزاماته ، وتقدير خطر العجز عن السداد الذى يتعرض له المستثمرون، وتحديد الضمانات التي تتناسب مع هذا الخطر (4). ويعتبر تدخل تلك الوكالة فى عملية التوريق التزاما قانونيا على عاتق الشركة، كما هو الحال

---

Le projet de document mentionné à l'article précédent est soumis au visa préalable de la commission des opérations de bourse, qui indique les énonciations à modifier ou les informations complémentaires à insérer. La commission peut également demander toutes explications ou justifications, notamment au sujet de la situation, de l'activité et des résultats de la société. Si la société ne satisfait pas aux demandes de la commission, celle-ci peut refuser son visa.

1- الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 77

2- الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 80

3 -Article 69, LOI n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière (1), Modifie Code monétaire et financier - art. L214-43 (V) " L'organisme de titrisation peut comporter deux ou plusieurs compartiments si les statuts de la société ou le règlement du fonds le prévoient. Chaque compartiment donne lieu à l'émission de parts ou d'actions et, le cas échéant, de titres de créances. Par dérogation à l'article 2285 du code civil et sauf stipulation contraire des documents constitutifs de l'organisme, les actifs d'un compartiment déterminé ne répondent que des dettes, engagements et obligations et ne bénéficient que des droits et actifs qui concernent ce compartiment "

4 -RAIBOURG .P « Les agences de rating » Economica, Paris 1990, 199 Pages

[http://www.memoireonline.com/11/06/268/m\\_titrisation-france-etats-unis-prets-immobiliers-residentiels10.html](http://www.memoireonline.com/11/06/268/m_titrisation-france-etats-unis-prets-immobiliers-residentiels10.html)

في جميع العمليات التي تنطوي على الاكتتاب العام تطبيقا لما جاء في المادة 35 من القانون الصادر في 23 ديسمبر 1988 (1).

ويحظر القانون الفرنسي على صندوق التوريق الاقتراض إلا في أحوال استثنائية (2)، وحرّم عليه بيع محافظ التوريق التي يمتلكها أو أجزاء منها .

ويحظر القانون على حملة الأوراق المالية التدخل في الإدارة، فلا يسمح لهم بتوجيه التعليمات والأوامر لشركة الإدارة أو عزلها أو إحلال غيرها محلها. ولأن تلك الشركة لا تلتزم إلا ببذل عناية، وليس بتحقيق نتيجة في إدارتها لحافطة التوريق، فإنها لا تضمن الخسائر المحتملة التي قد تترتب على الخطأ في الإدارة (3). وينظم القانون والنظام الأساسي للصندوق علاقة مدير الاستثمار بحملة الأوراق المالية، كما يلتزم بواجب الإعلام تجاههم، وكذلك تجاه الجهات الرقابية.

وبينما ينقض صندوق التوريق وجوبيا بالطرق العامة لانقضاء الصندوق كانهاء العمل الذي قام من أجله أو تحقق ما يتفق عليه لإنهائه في لائحة نظامه الأساسي، فإن لمدير الاستثمار أن يقرر إنهائه إذ لم يتمكن من إصدار أوراق مالية جديدة بعد الإصدار الأول وفقا لما تم الاتفاق عليه بلائحة النظام الأساسي، أو إذا تجاوزت الأموال السائلة المتوفرة للصندوق نسبة 60 % من قيمة أصول الصندوق في خلال مدة ستة أشهر، أو إذا طرأت أمور من شأنها أن تؤثر على حجم الضمانات المقدمة لحملة الأوراق المالية (4).

وثار التساؤل عن مركز مدير الاستثمار في عملية الاستثمار، خاصة وأن القائم بالإدارة لا يعد عضوا في جسم الصندوق، وإنما هو عضو في جسم شركة الإدارة (5). ومن ثم، فلا مناص لمعرفة مركزه سوى اللجوء إلى النظرية العقدية. ولأن ذلك المدير يتخذ قراراته باستقلالية تامة عن حملة الأوراق المالية، وعن المؤسسات الأخرى القائمة على الحفظ والرقابة، ويتمتع بسلطات واسعة في إدارة الاستثمار، فإن البعض يميل إلى أن دوره يتجاوز دور الوكيل بالعمولة عن حملة الصكوك بالمفهوم العادي، مما يجب معه تكييفه بأنه نوعا خاصا من الوكالة بالعمولة، ويستخدمون لوصف وكالته مصطلح وكالة الإدارة، باعتبارها أوسع من الوكالة بالعمولة بمفهومها العادي (6).

## الفصل الثاني

<sup>1</sup> -François LE GALL , LUTILISATION DE LA TITRISATION POUR OPTIMISER LE FINANCEMENT DES PROJETS DE DEVELOPPEMENT, Centre d'Etude des Techniques Financières et d'Ingénierie (CETFI) 2004 <http://www.le.gall.free.fr/finance/textintegral.htm>

<sup>2</sup> -Article 69, LOI n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière (1), Modifie Code monétaire et financier - art. L214-43 (V)

" Les conditions dans lesquelles l'organisme ou, le cas échéant, les compartiments de l'organisme peuvent emprunter et conclure des contrats constituant des instruments financiers à terme sont fixées par décret en Conseil d'Etat. Ce décret fixe également les règles que respecte la composition de l'actif de l'organisme."

<sup>3</sup> - الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 396

<sup>4</sup> - الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 82

<sup>5</sup> - الدكتور فريد العرينى المرجع السابق ص 11

<sup>6</sup> راجع بتفصيل أكثر الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 247

## أمين الاستثمار

قصر المشرع الفرنسي دور أمين الاستثمار على مؤسسة الائتمان أو أي كيان قانوني آخر يرخص له بالقيام بهذا الدور من قبل وزير الاقتصاد. وأوجب القانون الفرنسي أن يكون مركز إدارته في فرنسا<sup>(1)</sup> ويعد الأمين شريكا في تأسيس الصندوق بجوار شركة الإدارة .

وقد راعى المشرع الفرنسي الاستقلال بين أمين الاستثمار ومدير الاستثمار، فاستلزم ألا يكون الأول مساهما في الثاني أو أيا من التابعين له <sup>(2)</sup>. إذ يعد استقلال وظائفهما أمرا مهما، فلا يستطيع مدير الاستثمار القيام بوظيفة أمين الاستثمار، وهو ما يمثل ضمانا لحماية حقوق حملة صكوك التوريق من التصرف بالمخالفة للقانون.

ويجوز أن يكون أمين الاستثمار هو صاحب المحفظة التي انتقلت إلى الذمة المالية للصندوق، بل هو الوضع الغالب. ولا يشكل ذلك تأثيرا على مصالح حملة الأوراق المالية، مادام الانفصال متحققا بين مهمة الإدارة وواجب الحفظ والرقابة <sup>(3)</sup>. ويقوم أمين الاستثمار بوظيفتين هما: الحفظ، والرقابة. وتتعلق الوظيفة الأولى، بحفظ الحقوق التي يملكها الصندوق وأمواله. وتتعلق الوظيفة الثانية، بالرقابة على القرارات الصادرة من شركة الإدارة، حيث يناط بأمين الاستثمار التحقق من استخدام مدير الصندوق لأموال الصندوق وفقا للقانون واللائحة <sup>(4)</sup>.

وفى ظل أن الأمين له وظيفتين تتعلق الأولى منهما بحفظ أصول الصندوق والثانية بالرقابة على قرارات مدير الاستثمار. يثور التساؤل عن مركز أمين الاستثمار في عملية التوريق في ظل ملكية المستثمرين المشتركة؟ وحيث لا يمكن عد الأمين عضوا في جسم صندوق التوريق، بالنظر إلى هيئات إدارة شركات المساهمة، والتي تكون عضوا في جسم الشركة، وحيث أن صندوق التوريق لا جسم له، إذ أنه مجرد من لباس الشخصية المعنوية، فإنه لا مناص لمعرفة مركز أمين الاستثمار، من اللجوء لنظرية العقد، وبالنظر إلى وظيفته الأولى عده البعض مودعا لديه، ولم يصمد هذا التكيف أمام النقد <sup>(5)</sup>، مما يعني أن ما يربط أمين الاستثمار بالأموال المحفوظة لديه ليس عقد وديعة. ومن ثم، اتجه الرأي إلى تكيف مركز أمين الاستثمار، بالنظر إلى علاقة الرقابة التي يمارسها على عملية التوريق، وعلى مدير الاستثمار. ويرى البعض أن مهمة الأمين في الرقابة تتضمن شقين يتعلق الأول منهما بصحة قرارات مدير الاستثمار، والثانية تتعلق بحفظ الأصول. ومن ثم، عد الأمين وكيفا عن المكتتبين في الحفاظ على مدخراتهم في الحدود التي رسمها القانون. وينسجم هذا التكيف مع غياب الشيء المادي الذي يحوزه الأمين، حيث أنه يحفظ قيودا حسابية. ولذا ينتفي

<sup>1</sup>-Article 40 Modifié par Loi n°99-532 du 25 juin 1999 - art. 82.JORF 29 juin 1999

"III. - La personne morale dépositaire des actifs du fonds visée à l'article 37 est un établissement de crédit ou tout autre établissement agréé par le ministre chargé de l'économie. Elle doit avoir son siège social en France. Elle est dépositaire des créances acquises par le fonds et de la trésorerie. Elle s'assure de la régularité des décisions de la société de gestion."

<sup>2</sup>- الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 90

<sup>3</sup>-Granier (Th.) et jaffeux (c.)- la titrisation ,Aspects juridique et financier Economica,1997

مشار إليه لدى الدكتور هشام فضلى المرجع السابق نفس المكان

<sup>4</sup> - راجع بالتفصيل الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 93

<sup>5</sup> - المرجع السابق ص 95

عنصر الرد في عملية الحفظ . فالحفظ المقصود هنا هو الحفظ القانوني الذي يقوم به الوكيل لمصلحة موكله<sup>(1)</sup>. ولا يغير من ذلك انعدام دور المكتبتين في اختيار الأمين كوكيل عنهم، فاكتتابهم في الأوراق المالية للتوريق يعنى قبولهم بتعيين الأمين وتحديد نطاق سلطاته، كما أنهم يملكون عزل المديرين المعيّنين من قبل الأمين برفع دعوى قضائية بذلك<sup>(2)</sup>.

## الفرع الثاني المستثمرون

إذا كان القانون الفرنسي يعرف الملكية الشائعة ولا يعرف الملكية المشتركة المعروفة في النظم الجرمانية، فإن إقامته صندوق التوريق بالاستناد الى الملكية الأخيرة يستدعي معرفة كيفية صياغته لملكية المدخرين حملة الأوراق المالية للتوريق بالاستناد إليها، ومدى اقترابها من غاية فكرة الترسر الأجلوأمريكي. كما يستدعي ذلك أيضا معرفة اختلاف طبيعة حق حملة تلك الأوراق من الملكية الشائعة إلى الملكية المشتركة في إطار القانون المدني.

## الفصل الأول

### الملكية المشتركة كأساس لصندوق التوريق الفرنسي

نظرا لما أدت إليه فكرة الترسر من تجاوز العقوبات القانونية والضريبية التي تعترض ازدهار الادخار في القيم المنقولة، ظهرت محاولات مقارنة فكرة الترسر وفكرة الملكية المشتركة<sup>(3)</sup> في النظام الجرمني بفكرة الملكية الشائعة<sup>(4)</sup> في النظام اللاتيني.

فوفقا للنظرية الفرنسية الشيعوع حالة غير منظمة يجب وضع نهاية لها على وجه السرعة. لذا، فهي حالة مؤقتة وانتقالية لا تلبث أن تزول بالقسمة النهائية<sup>(5)</sup>. ومن ثم، فقد كان المشرع الفرنسي مقتضبا عند

<sup>1</sup> - المرجع السابق ص 97

<sup>2</sup> - نفس المرجع نفس المكان

<sup>3</sup> - السنهورى في شرح القانون المدني ج8 حق الملكية ط2 - دار النهضة العربية - القاهرة ص1045 "وتتوافر هذه الملكية في النظام الجرمني، حيث يكون المالك هو جماعة من الناس لا يتمتعون بالشخصية المعنوية. فالملك هو جماعة من الناس يملكون مجتمعين كل المال وهذه الملكية أمر مسقر في النظام الجرمني ولا تعتبر أمرا استثنائيا لذا خضعت لتنظيم قانوني مفصل وفى فرنسا تتخذ هذه الملكية الجماعية صورة الشخص المعنوي فترتدى الجماعة التي تملك المال شخصية معنوية تجعلهم شخص واحد ، ومن ثم تنقلب الملكية الجماعية الى ملكية فردية"

<sup>4</sup> - السنهورى في شرح القانون المدني المرجع السابق ص 1058 والشيعوع هو حالة قانونية يكون فيها لشخصين أو أكثر حق عيني على مال ، أو مجموعة أموال غير مفرز حصة كل منهما فيه، فهم شركاء على الشيعوع في المال، أو مجموعة الأموال ، وتعين حصة كل منهم تعيينا معنويا محضا، في الحق ذاته، حيث تعتبر كل حصة نصيبا يسمى الحصة أو النصيب الشائع.

<sup>5</sup> - السنهورى في شرح القانون المدني المرجع السابق ص 1059

تنظيمه لها، ويرجع ذلك إلى وقوف التقنين الفرنسي عند الملكية الرومانية، وهي ملكية فردية يكون فيها مالك واحد له سلطات مطلقة على المال المملوك. فإذا تعدد المالك كان هذا أمراً استثنائياً، وعابراً مصيره إلى الزوال. فزوال الشيوخ لا بقاءه هو الأصل في الملكية الرومانية. ومن ثم، لم تكن هناك حاجة ملحة إلى تنظيم الشيوخ في حالة البقاء (1). ويعنى الاستناد إلى هذه الأحكام استحالة قيام استثمار جماعي مفتوح. لأن للمدخر من الشركاء في صندوق الاستثمار والفرض أنه مملوك ملكية شائعة، طلب قسمته في كل وقت. الأمر الذي يعرضه للزوال، حيث لم تتضمن تلك الملكية القواعد التي تضمن له استمراره ومرونة إدارته على خلاف الترتيب الأنجلوأمريكي.

وفي هذا الإطار نصت المادة 815 مدني فرنسي على أنه لا يجبر أحد على البقاء في الشيوخ. ويجوز طلب القسمة في أي وقت، ولو وجد شرط أو اتفاق يخالف ذلك، وإذا كان ما خفف من صرامتها ما أكملت به من أنه يجوز مع ذلك الاتفاق على وقف القسمة لمدة محددة بشرط ألا يتجاوز مدة خمس سنوات قابلة للتجديد، فإن تطلبها الموافقة الجماعية للشركاء المشتاعين على البقاء في الشيوخ أفقدها النفع في الاستثمار الجماعي المفتوح.

وبينما عني القانون الجرمانى بتفصيل أحكام الشيوخ أو ما يسمى بملكية اليد المشتركة، إذ تعد فيه هذه الملكية أمراً مستقراً (2) وأجاز بقاء الشيوخ لمدة خمس سنوات دون شرط الموافقة الإجماعية (3)، فإن القضاء الفرنسي أتجه إلى عدم إعمال نص المادة 815 في حالة بطلان الاتفاق على الاستمرار في الشيوخ، وذلك عندما يحقق الشيوخ مصالح المشتاعين وأسمى تجمع المشتاعين في الشيوخ الإيجابي، شركة الشيوخ، غير متمتع بشخصية معنوية. ومن ثم، فقد أنشأ القضاء حالة الشيوخ بإرادة المشتاعين أنفسهم واتفاقهم على استمرارها، باعتبارها حالة مرغوب فيها. وتنظم إدارتها كما هو الحال في الشركة تماماً (4).

وبذا، اقتربت فكرة شركة الشيوخ من فكرة الملكية المشتركة في القانون الجرمانى (5) من حيث أن الفكرتين تتعلقان بالحالة التي يوجد فيها اتفاق بين مجموعة من الأشخاص على أن يساهم كل منهم بنصيب بقصد تحقيق غرض مشترك، يعجز كل واحد منهم عن تحقيقه منفرداً، دون أن تعتبر الجماعة شخصاً معنوياً، إلا إن الفرق بين الفكرتين يظل واضحاً فبرغم اقتراب الفكرة الأولى من الفكرة الثانية إلا أنهما لا يختطان. فبينما لا يتمتع الشريك في الملكية المشتركة منفرداً بحق عيني على الشيء محل الملكية المشتركة، ولا تثبت الملكية إلا لجماعة الشركاء في الملك، فإن الشريك في شركة الشيوخ يكون مالكا لحصته الشائعة ملكاً تاماً، ويتمتع بحق عيني على الشيء المملوك على الشيوخ، ولا تثبت ملكية الشيء الشائع للشركة.

كما تبقى مسألة إدارة المال الشائع فارقة هامة في تبنى الملكية الشائعة كأساس للاستثمار الجماعي في القيم المنقولة. فبينما تتطلب إدارة المال الشائع كأصل عام رضا الشركاء المشتاعين أو تخويلهم حق اختيار مدير للمال الشائع أو تخويل الأغلبية الحق في اختيار ذلك المدير، فإن ذلك كله لا يتفق مع ما يتطلبه

1- نفس المرجع ص 1046

2- السنهورى في شرح القانون المدنى المرجع السابق ص1044

3- الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص157

4- نفس المرجع ص 155

5- نفس المرجع ص 158

صندوق التوريق إذ يدار بواسطة مدير الاستثمار ولا دخل للشركاء المشتاعين في اختياره. وهذا ما تقتضيه طبيعة عملية الاستثمار الجماعي المفتوح، الذي يقوم على حركة دخول وخروج المستثمرين. وينبغي على ما تقدم أن فكرة الشيوغ، كما هي، لم تصلح لتأسيس الاستثمار الجماعي، ولزم الأمر تطويرها حتى تكون أساسا صالحا. ويبدو لي أن المشرع الفرنسي قد ابتعد كثيرا عن أحكام الشيوغ المعروف في القانون المدني، واعتمد للاستثمار في الحقوق الآجلة فكرة الملكية المشتركة كفكرة مستقلة. فالملكية المشتركة تتلاءم مع الاستثمار في توريق الأصول حيث أنها ملكية ثابتة لمجموعة من الأشخاص يساهم فيها كل شريك بنصيب، بقصد تحقيق غرض مشترك يعجز كل واحد منهم عن تحقيقه منفردا، فهي تعنى ملكية المال ملكية واحدة لكل الشركاء مجتمعين. وكل شريك يفقد كل حق عيني على حصته المقدمة في الصندوق مقابل تمتعه بمجرد حق في استغلال المال المملوك ملكية مشتركة، مما يعنى غل يد حملة الأوراق المالية عن مباشرة سلطات المالك. ولا يسترد الشريك حقه العيني إلا بعد حل الجماعة، وقسمة أموالها<sup>(1)</sup>. ويظهر ذلك في صناديق الاستثمار في شكل اقتسام حاملة الصكوك لنتاج التصفية، وملكية الجماعة ليست لها شخصية معنوية.

لذا، فقد صدر المرسوم بقانون Décret n°57-1342 du 28 décembre 1957 بشأن صناديق الاستثمار المشتركة وألغى بموجب القانون Loi n°79-594 du 13 juillet 1979 - art<sup>(2)</sup> وحل محله القانون art4 - Loi n°88-1201 du 23 décembre 1988<sup>(3)</sup>. والذي أسس صناديق الاستثمار في الحقوق الآجلة على الملكية المشتركة من المنظور الفرنسي. وأنشأ بموجب المادة 34 منه<sup>(4)</sup> صندوق مخصص حصرا لمعاملات التوريق يدار بمعرفة مدير الاستثمار فقط، تحت رقابة أمين الاستثمار<sup>(5)</sup> ونص على ملكية المستثمرين لوعائه ملكية مشتركة fonds commun de créances or FCC ويتألف هذا الوعاء من حقوق الدائنية والتدفق النقدي المتولد منها، وليست له شخصية المعنوية<sup>(6)</sup>. ولا تسرى عليه الأحكام الواردة في القانون المدني المتعلقة بالشيوغ. وكذلك المتعلقة بشركات المحاصة أو شركات الواقع<sup>(7)</sup>. ومن ثم، فقد أكد المشرع الفرنسي على تجريد الصندوق من الشخصية المعنوية، و أكد على عدم اعتبار هذا الصندوق شركة وسنبين ذلك فيما يلي :

#### 1- جرد المشرع الفرنسي صندوق التوريق من الشخصية المعنوية :

لقد جرد المشرع الفرنسي الصندوق من الشخصية المعنوية للخروج بالاستثمار الجماعي من إطار الشركة، وللتغلب على العيوب التي عانى منها الاستثمار الجماعي في ذلك الشكل. وهي كما قدمنا مشكلة

<sup>1</sup> الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 52

<sup>2</sup> - (Ab) JORF 14 juillet 1979 en vigueur le 1er octobre 1979

<sup>3</sup> - JORF 31 décembre 1988

<sup>4</sup> - Article 34 Modifié par Loi n°99-532 du 25 juin 1999 - art. 82 JORF 29 juin 1999

<sup>5</sup> - قارن المرسوم الفرنسي رقم 28 ديسمبر 1957 / 1 / 1 وتنص على :-

Le fonds commun de placement sont des ensembles de valeurs mobilières et de placement sommes placées à court terme ou à vue appartenant à plusieurs personnes qui ont sur eux un droit de propriété indivise . ils ne constituent pas des sociétés , ils n ont pas la personnalité morale "

<sup>6</sup> - Pascal K. Agboyibor, Structured Finance Department, Orrick, Paris FRANCE: A NEW LEGAL FRAMEWORK FOR SECURITIZATION Available online]. Retrieved 12/1/2012 from <http://www.orrick.com/fileupload/1421.pdf>

<sup>7</sup> - الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 45

الازدواج الضريبي<sup>(1)</sup>، والتغلب على تكلفة تكوين الشخص المعنوي وإجراءاته المعقدة. وينعكس تجريد صندوق التوريق من الشخصية المعنوية على الاستجابة لأمرين :- الأمر الأول، وهو انخفاض تكلفة نشاط التوريق وسهولة الاستثمار باستخدامه بالمقارنة بممارسته من خلال شكل الشركة الذي ثبت أنه غير مجد اقتصاديا. والأمر الآخر، هو تحقيق العزل القانوني للأصول المتطلب من قبل وكالات التقدير العالمية فى صفقات التوريق، بما يعنى عدم تعرض الأصول محل عملية التوريق لإفلاس شركة التوريق أو إفلاس الأمين بعد أن بعدت عن إفلاس منشئ الأصول أو ناقلها بالبيع الحقيقى. حيث يعنى الاستثمار فى شكل الشركة فى النظام الفرنسى، والذي لا يعرف إلا الملكية الفردية، أن تكون الشركة بما لها من شخصية معنوية هي المالكة للأصول، ويكون المستثمر مساهما فى هذه الشركة وتتعرض حصته إلى الإفلاس كلما تعرضت الشركة للإفلاس ومن ثم، فإن إضفاء تلك الشخصية على صندوق التوريق الفرنسى ليس من صالح المستثمرين وهو أمر يحد من إقبالهم عليه. لذا، فإن قيام صندوق التوريق ( FCC ) على الملكية المشتركة مجردا من الشخصية المعنوية يجعله بعيدا عن الإفلاس<sup>(2)</sup>.

## 2 - التأكيد على عدم اعتبار صندوق التوريق شركة:

وإن كان الصندوق ليست له الشخصية القانونية، إلا أن ذلك لا ينفى تمتعه ببعض مظاهر الشخصية المعنوية<sup>(3)</sup>، فالصندوق له ذمة مالية منفصلة عن ذمة أعضائه. ولا يستطيع المكتتبون التدخل فى إدارته. كما أن للصندوق مديرا يعبر عن إرادته الذاتية ويمثله أمام القضاء. وله أخيرا تسمية خاصة تميزه عن الجهات المطلعة بنشاطه وعن المدخرين فيه .

إلا أن أهم ما يميز الصندوق عن الشركة هو عدم وجود نية الاشتراك، وهى اتجاه إرادة جميع الشركاء إلى التعاون الإيجابي على قدم المساواة ؛ لتحقيق غرض الشركة عن طريق الإشراف على إدارة المشروع، وقبول المخاطر المشتركة. وإذ تعد نية الاشتراك الركن الرابع من أركان تكوين الشركة<sup>(4)</sup> ، فإنه لا يمكن القول بتوافرها فى صندوق التوريق إذ أن حملة صكوك التوريق محرومون من مباشرة أعمال الإدارة، أو الإشراف عليها، ولا يعلمون بعضهم بعضا. ولا يمكن لذلك إضفاء صفة الشخص المعنوي على هذا الصندوق<sup>(5)</sup>. كما تحوط المشرع الفرنسى، لأي محاولة لاعتبار الصندوق من الشركات، فأسقط من تنظيم أحكام الصندوق المواد 1871 - 1873 مدني المتعلقة بشركات المحاصة وشركات الواقع<sup>(6)</sup>.

## الفصل الثانى

<sup>1</sup> - نفس المرجع ص 48

<sup>2</sup>- Hervé Touraine and Fabrice Grillo-France: the ideal forum for international securitisation programmes Available online]. Retrieved 12/1/2012 from [http://www.globalrestructuring.com/05Europe/286\\_291.htm](http://www.globalrestructuring.com/05Europe/286_291.htm) see also, Pascal K. Agboyibor, op,cit. <http://www.orrick.com/fileupload/1421.pdf>

<sup>3</sup>- وانظر lepaulle : la nation de trust et ses applications dans les divers systemes juridiques

مشار اليه لدى الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 123

<sup>4</sup> - الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 34

<sup>5</sup> - الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 51

<sup>6</sup> - الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 58

## تحديد الطبيعة القانونية لصندوق التوريق الفرنسي

صندوق التوريق الفرنسي من الملكية المشتركة الى الملكية الائتمانية

يتفق ترست الاستثمار فى الدول الأنجلوأمرىكية وصندوق التوريق الفرنسى فى الغرض كوسيلة للاستثمار الجماعى وفقا لمبدأ توزيع المخاطر ومن من حيث إنهما يتمتعان بذمة مالية مستقلة، ولا يتمتعان بالشخصية المعنوية كالشركات<sup>(1)</sup>. إلا أن المميز لصندوق التوريق الفرنسى أنه لا يتمتع بهذه الشخصية ليس لقيامه على فكرة الترسى، وإنما فى إنه توصل إليها بالاعتماد على الملكية المشتركة. فهذه الملكية تخلص من النظرية الفردية فى تملك الأموال بالتالى تخلص من الشخصية المعنوية.

بيد أن البعض يرى أن الملكية المشتركة ماهى إلا حيلة قانونية تتوارى خلفها الشخصية المعنوية لصناديق الاستثمار. لأن هذه الشخصية تنسجم مع حقيقة الصندوق والأحكام المنظمة له، فإن القضاء الحديث وفقا لنظرية الحقيقة سيتجه الى الاعتراف بها لهذه الصناديق، فيما لوجاء التشريع الفرنسى خلوا من تجريدتها من تلك الشخصية<sup>(2)</sup>.

ولعل تلك الحقيقة التى تمثلت فى استخدام الملكية المشتركة كأساس لملكية أصول الصندوق على غير حقيقة الأحكام المنظمة لصندوق التوريق، هى ما دفعت بعض الفقهاء - على خلفية محاكاة نظام التوريق كما يعمل فى الولايات المتحدة- إلى محاولة إدخال نظام الترسى إلى القانون الفرنسى عبر تصويغ تلك الفكرة على النحو الذى لا تبدو معه متعارضة مع المبادئ العامة فى القانون الفرنسى .

فقد اتجه رأى الى تفسير ذلك الصندوق بالشخصية المعنوية. وبينما بالاستناد إلى هذه الفكرة يمكن تفسير حقوق الأمين وحقوق المستفيد تفسيراً كاملاً، فإن عدم تمتع الترسى فى القانون الانجليزى بالشخصية المعنوية يعد من خصائصه الخاصة وبغيرها يفقد إمكانية الاستفادة منه فى فرنسا كأساس قانونى للاستثمار المشترك فى الحقوق الآجلة، إضافة لما يترتب من الاعتراف له بهذا الشخصية من العقوبات التى عانى منها الاستثمار فى شكل الشركة مثل مسألة الازدواج الضريبى<sup>(3)</sup> وإمكانية أن ينعكس إفلاس الشركة على محل التوريق .

واتجه البعض الأخر إلى أن صندوق التوريق ما هو إلا شركة محاصة تنشأ من الأصل بين شركة الإدارة والبنك المودع لديه ينضم إليها الشركاء المشتاعون. وبينما لا تخضع هذه الشركة لإجراءات القيد فى السجل التجارى ولا لإجراءات الشهر ولا تتمتع بالشخصية المعنوية ويمكن بناء عليها تفسير نظام الترسى وإدخاله إلى القانون الفرنسى، إذ يقوم نظام الترسى بنفس الدور الذى تتطلع به هذه الشركة<sup>(4)</sup>، فإن المشرع الفرنسى حسم هذا الخلاف الدائر حول طبيعة ملكية أصول الصندوق ونص على ملكية المستثمرين لوعائه ملكية مشتركة fonds commun de créances or FCC وأنه يتألف من حقوق الدائنية والتدفق النقدى

1- الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 230

2- الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 58

3- الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 138 وما بعدها

4- نفس المرجع ص 217 وما بعدها

المتولد منها، وليست له شخصية المعنوية (1). ولا تسرى عليه الأحكام الواردة في القانون المدني المتعلقة بالشيوع. وكذلك المتعلقة بشركات المحاصة أو شركات الواقع (2).

واتجه رأى إلى تكييف صندوق التوريق الفرنسي على أنه ذمة مالية مخصصة كما يعرفها القانون الجرمانى. وبهذا الصدد يذهب بعض الفقهاء الألمان إلى أن كل مجموعة من الحقوق والالتزامات تلتقى حول غرض واحد خصصت له تفترض ذمة مالية مستقلة دون حاجة إلى شخص تستند إليه. وأنه وفق القانون الالمانى أن هذه الذمة المستقلة قد تدخل فى إطار الذمة العامة لشركة الإدارة وإما أن تدخل فى إطار الذمة العامة للشركاء فى صندوق الاستثمار بحسب ما إذا كان هذا الأخير قائما على نظام الملكية الائتمانية أو على نظام الملكية المشتركة. وبينما يفيد هذا الحكم بأن ذمة صندوق الاستثمار لا توجد بغير مالك، فإنها تظل فى الحالتين متميزة ومنفصلة عن الذمة المالية العامة للشركة أو الذمة العامة لمقدمي الحصص ويعنى ذلك أنه قد يكون للشركة أو لمقدمي الحصص أكثر من ذمة مستقلة ومنفصلة (3).

فإذا كانت شركة الإدارة وفقا للقانون السويسري مالكا ائتمانيا لمحتوى صندوق الاستثمار، فإن هذه المحتويات تكون مستقلة عن ذمتها المالية، بما يعنى أنه إذا أفلست شركة الإدارة استبعدت محتويات الصندوق من أموال التفليسة رعاية لمصلحة الشركاء مع مراعاة حقوق الشركة فى صندوق الاستثمار. وأنه إذا كانت لشركة الإدارة حقوق قبل صندوق الاستثمار من مكافآت مصروفات وخلافه التي تتكدها فى تنفيذها فى سبيل استثمار المال المشترك، فإن هذه الحقوق تشملها تفليسة شركة الإدارة حيث تندرج فى ذمتها العامة. غير أن هذه الحقوق تثبت لشركة الإدارة قبل صندوق الاستثمار ذاته باعتبارها ذمة مخصصة فلا يجوز للسنديك الرجوع بها على مقدمي الحصص شخصا. وأنه لا يجوز لهذه الشركة ترتيب رهن على موجودات صندوق الاستثمار أو تقديمها كضمان ولا تجوز المقاصة بين ديونها غير الناتجة عن تنفيذ عقد الاستثمار المشترك وحقوق صندوق الاستثمار لدى الغير. وأنه بينما يتمتع الشركاء فى 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 فى مقابل حصته بحق الاشتراك فى ثروة الصندوق وأرباحه ويستمر هذا الحق قائما طوال مدة استمرار ملكية الشركة للصندوق ملكية ائتمانية فإذا ما أفلست ينهار الاعتبار الشخصي الذى كان يجمع بينهما وتلزم تصفيته ويثبت للشركاء حقا عينيا على موجوداته يخولهم حق استردادها من تفليسة الشركة (4).

ولئن كان ذلك هو المعمول به فى القوانين الجرمانية بشأن الذمة المخصصة وكان القانون الفرنسي لا يعنق مبدأ الذمة المخصصة، بل يعنق مبدأ وحدة الذمة المالية، إلا أن ذلك لم ينفى تحقق حالات وجود الذمة المخصصة واقعا، وبما يؤدي إلى تعدد الذمم. فهى فكرة لها ما يشرح لإمكان تبنيتها من قبل المشرع الفرنسي، إذ إنها وجدت فى الميراث باعتبار التركة ذمة مالية مخصصة قبل الجرد كما إذا وهب شخص آخر أو أوصى له بمال على أن يخصص هذا المال لغرض معين، فإن المال الموهوب أو الموصى به ينفصل عن الذمة

1 - Pascal K. Agboyibor, op,cit

2- الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 45

3- الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق 168

4- نفس المرجع ص 180 وما بعدها

الأصلية للموهوب له أو الموصى له، فتتعدد بذلك الذمة المالية (1). كما أن المشرع الفرنسي قد حقق للأوراق المالية المستندة إلى حافظة الحقوق ما يستشف منه أن هذه الصناديق عبارة عن ذمة مخصصة. فلا يلتزم حاملوها بديون صندوق التوريق، إلا بقدر ونسبة حصصهم (2). كما لم تجز تلك الأحكام لدائني الصندوق المتولدة حقوقهم من إدارته أو حفظ أصوله الرجوع على حملة سنداته أو على مدير الاستثمار أو على أمينه، إلا الرجوع عليه بشأن ديونه. كما أن حقوقهم والتزاماتهم ترتبط بالغاية من الاستثمار، وليست مرتبطة بالشخص ذاته (3)، وهو ما يفسر غل يد حاملي تلك الصكوك عن مباشرة سلطات المالك على أصول الصندوق مما يجعل من رجوع دائنيهم على الصندوق أمرا مستحيل، فليس للدائن أكثر مما هو لمدينه (4). كما أجاز القانون الفرنسي رقم 532 لسنة 99 الصادر في 25 يونيو 1999 لصندوق التوريق أن يتضمن قسمين أو أكثر يكون كل منها محلا لإصدار لتلك الأوراق الممثلة للأصول التي تخصه. فقيام كل توريق على ارتباط إصدار الصكوك بالأصول، بما لهما من غاية معينة هو الاستثمار الجماعي وهو ما تدور عليه أحكام الصندوق، ويشكلان معا ذمة مالية مستقلة عن ذمم حاملها. فيكون هذا المجموع بما يشتمل عليه من حقوق والتزامات ذمة مالية منفصلة عن الذمة الأصلية (5) مما يعني أن تعدد الذمة المالية للصندوق قائم على فكرة ذمة التخصيص.

بيد أن نظرية ذمة التخصيص تلقى انتقادا من الفقه ولا يحبذها المشرع الفرنسي، كما أن القانون الفرنسي يتبنى مبدأ وحدة الذمة المالية بنص المادتين 2284 و 2285 مدنى فرنسى والتي تمثل الضمان العام للدائنين (6).

وعلى أى حال، فقد تبنى المشرع الفرنسي فيما يتعلق بالاستثمار الجماعي للحقوق الاجلة **Fiducie** نظام الملكية الائتمانية بموجب القانون الصادر في 19 فبراير سنة 2007 **La loi du 19 février 2007 instaure la fiducie en droit français** (7) هو ما أعطى لفرنسا قدرة قانونية على منافسة

1 - السنهورى حق الملكية المرجع السابق ص 303 أمثلة أكثر على تعدد الذمة المالية في القانون الفرنسى

2- الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 56

3 - نفس المرجع ذات المكان

4 - الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 57

5 - السنهورى الوسيط فى شرح القانون المدنى ج 8 حق الملكية ط 2 ص 307

6 - بالمادتين 2284 و 2285 وقررا مسئولية الملتمز شخصا فى جميع أمواله المنقولة والعقارية الحاضرة منها والمستقبلية، كما بينا كيفية استيفاء الدائنين دينهم من ذمة المدين، وتفضيل من لديه سبب للتفضيل. راجع المواد فى القانون المدنى الفرنسى

**Article 2284, Modifié par Ordonnance n°2006-346 du 23 mars 2006 - art. 2 JORF 24 mars 2006**  
**Modifié par Ordonnance n°2006-346 du 23 mars 2006 - art. 3 JORF 24 mars 2006** **Quiconque s'est obligé personnellement, est tenu de remplir son engagement sur tous ses biens mobiliers et immobiliers, présents et à venir.**

**Article 2285, Modifié par Ordonnance n°2006-346 du 23 mars 2006 - art. 2 JORF 24 mars 2006**  
**Modifié par Ordonnance n°2006-346 du 23 mars 2006 - art. 3 JORF 24 mars 2006** **Les biens du débiteur sont le gage commun de ses créanciers ; et le prix s'en distribue entre eux par contribution, à moins qu'il n'y ait entre les créanciers des causes légitimes de préférence**

7 - راجع الكتاب الرابع من القانون المدنى الفرنسى المضاف بالقانون رقم 211-2007 والصادر فى 9 فبراير 2007 والمنشور بالجريدة الرسمية فى 21 فبراير 2007

**Code civil, Livre III : Des différentes manières dont on acquiert la propriété Titre XIV : De la fiducie Article 2011 Créé par Loi n°2007-211 du 19 février 2007 - art. 1 JORF 21 février 2007**  
**"La fiducie est l'opération par laquelle un ou plusieurs constituants transfèrent des biens, des**

الترست الأنجلوأمريكي في مجال المنتجات المالية، وأسس بذلك لملكية جديدة في القانون المدني تبنت الخصائص الرئيسية لذلك الترتيب<sup>(1)</sup> بحسب ما أفصحت عنه المادة الثانية من اتفاقية لاهاي ، تمثلت تلك الخصائص فيما يجب أن تتحلى به هذه الملكية وهي 1- أن الأصول تشكل صندوقا مستقلا وليس جزء من ممتلكات الوصي 2- وأن ملكية تلك الأصول تكون باسم الجهة المؤتمنة أو باسم شخص آخر بالنيابة عنها 3- وأن الجهة المؤتمنة تكون لها حقوق وعليها واجبات فيما يتعلق بتوظيف أو التصرف في الموجودات وفقا لشروط عقد الفيدويسا والشروط التي يفرضها القانون 4- وأن الوصي يمثل الصندوق أمام القضاء فله رفع الدعاوى بصفته أو أي شخص يتصرف عنه بصفة رسمية 5- كما أن دائن الوصي الشخصي ليست له أي حقوق في أصول الفيدويسا، وأن تلك الأصول لا تشكل جزء من ممتلكات الوصي أو المؤتمن في الإعسار أو الإفلاس ، ولا تشكل جزء من ممتلكات الزوجية أو جزء من تركته عند الوفاة، وإنه يمكن استردادها عند خيانة الأمانة أو عند اختلاط أصول الملكية الائتمانية بممتلكات الأمين الخاصة، وأخير يجب أن يتحلى الأمين بالقدرة على إدارة وحماية مصالح المستفيدين بشكل صحيح<sup>(2)</sup> .

ويمكن القول على أثر هذا الإصلاح التشريعي الذي أدخل على أسباب الملكية، أن يؤسس صندوق التوريق في النظام الفرنسي على نظام الملكية الائتمانية بديلا عن ملكية الصندوق ملكية مشتركة لحملة الأوراق المالية.

وبذلك يكون صندوق التوريق الفرنسي قد إقترب جدا من الترتيب ولكن دون ازدواج الملكية المستقرة عليها في النظام الأنجلوأمريكي. فلقد فضل عليه المشرع الفرنسي نظام الملكية الائتمانية<sup>(3)</sup>. وعلى هذا الأساس تتغير الطبيعة القانونية التي يقوم عليها صندوق التوريق الفرنسي، فبدلا من أن تكون ملكية الصندوق للشركاء، فإنها تصبح لأمين الصندوق بوصفها ملكية ائتمانية و يتحقق بذلك حماية الأصول المحالة لعزلها قانونا من كل الذمم القائمة على استثمارها ، وتتغير طبيعة علاقات أطراف عملية التوريق، فبدلا من اللجوء إلى القوالب العقدية لتفسر علاقات أطرافه نكون أمام نظام يكفى الاعتماد عليه لبيان حقوقهم وطبيعة علاقاتهم. وإن بقى وصف الصندوق بأنه ملكية مشتركة بين حملة الأوراق المالية، فيمكن رد ذلك للتدفقات النقدية المتولدة من الأصول المحالة كحقوق ثابتة وفقا لعقد الاستثمار وما يفرضه القانون.

### الفصل الثالث

#### الطبيعة القانونية لحقوق حملة صكوك التوريق

---

droits ou des sûretés, ou un ensemble de biens, de droits ou de sûretés, présents ou futurs, à un ou plusieurs fiduciaires qui, les tenant séparés de leur patrimoine propre, agissent dans un but déterminé au profit d'un ou plusieurs bénéficiaires. "

<sup>1</sup>-Ibid.

<sup>2</sup>- Valerio Forti, Comparing American Trust and French Fiducie (201128) 17 Colum. J. Eur. L. F. THE COLUMBIA JOURNAL OF EUROPEAN LAW ONLINE [http://www.cjel.net/online/17\\_2-forti/](http://www.cjel.net/online/17_2-forti/)

<sup>3</sup>-Luminița Tulească, THE CONCEPT OF THE TRUST IN ROMANIAN LAW Romanian Economic and Business Review – Vol. 6, No. 2 <http://www.rebe.rau.ro/RePEc/rau/journal/SU11/REBE-SU11-A13.pdf>

تطلب الأمر للاستثمار فى الأوراق المالية للتوريق أن يكون هناك تحصين للأصول المنقولة من الإفلاس حماية لهم من المنشئ وممن يقوم على أمر إدارتها. وقد رأينا أن فكرة الترسى قامت بهذا الدور، إذ بينما يملك أمين الترسى الأموال المنقولة اليه ملكية قانونية، إلا أنها فى ذات الوقت تبقى متميزة داخل ذمته المالية بالنظر إلى الغرض المخصصة له، ولا تكون محلا لدائنيه عند وقوعه فى الإفلاس.

وحيث لا يعرف القانون الفرنسى فكرة الترسى ورأى إقامة ذلك الاستثمار على الملكية المشتركة إذ لم تصلح فكرة الملكية الشائعة كما قدمنا لإقامة استثمار مفتوح، بالنظر إلى ما تتيحه من حقوق لحملة صكوك التوريق، فإنه من المفيد لإظهار طبيعة تلك الحقوق فى الملكية المشتركة، أن نتناولها بالمقارنة مع الحقوق التي تتيحها ملكيتهم الشائعة لها. وفى هذا الإطار يمكن القول أن المشرع الفرنسى عندما استبدل الملكية المشتركة بالملكية الشائعة، أبقى للمالك على حقوق وسلب منه حقوقا أخرى، ولفهم الطبيعة القانونية لحق حامل صك التوريق نتناوله ما بين الحقوق الايجابية، ونعنى بها الحقوق التي بقيت له من الملكية الشائعة، والحقوق التي نزعته منه فى الملكية المشتركة.

## أولاً- الحقوق الايجابية لحملة صكوك التوريق:

### 1- الحقوق المالية

ترد حقوق حملة الصكوك على المبالغ المالية التي يتم تحصيلها من قيمة الأصول التي اشترها الصندوق من الدائنين والفرض أن الصندوق اشترى المحفظة وما تدره من عائد بقيمة تقل عن قيمتها الاسمية للحقوق مضافا إليها ما تغله من عائد، على نحو يحقق الربحية لحملة تلك الصكوك فى الصندوق. فالفارق بين القيمتين يمثل الربح أو المكسب الذى يجذب المستثمرين إلى هذا النوع من الصكوك، وتمتد كذلك حقوق حملة الصكوك إلى الأدوات والصكوك المالية التي يتم استثمار فائض أموال الصندوق فيها بعد الوفاء بالالتزامات المالية ويحكم توزيع الموارد المالية للصندوق على المستثمرين القواعد الآتية 1- تتعلق حقوق المستثمرين بالموارد المالية القابلة للتوزيع وهي التي تكون بعد خصم مصروفات عملية التوريق والعمولات والمكافآت المستحقة لشركة الإدارة ولأمين الاستثمار ولا يجوز للصندوق أن يقطع أى مبالغ لتكوين احتياطات فعائد الاستثمار يتعين توزيعه بالكامل وأن تنوع أسلوب التوزيع 2- اختلاف المزايا المالية لحملة الصكوك ويرجع ذلك لسببين: الأول، أن ذات الصندوق يمكن أن يصدر حصصا من أنواع مختلفة وتكون محلا لحقوق مالية متباينة ولا يعد ذلك إخلالا بقاعدة المساواة بين حملة الصكوك ما دامت المساواة متحققة بين حملة الصكوك من نفس نوع الإصدار. والثانى، يأتي من جواز أن يقسم الصندوق إلى أقسام مستقلة يكون كل قسم منها بمثابة صندوق مستقل عن بقية الأقسام وبالتالي تعد الصكوك التي يصدرها كل قسم مستقلة عن الصكوك التي تصدرها الأقسام الأخرى. 3- طريقة توزيع الموارد المالية وهو لا يخرج عملا عن شكلين: فى الشكل الأول توزيع على المستثمرين كل ما يتوفر للصندوق من مبالغ نقدية تكون متولدة من استرداد قيمة المحفظة وما تدره من فوائد أو من ناتج استثمار فائض أموال الصندوق. ويؤدى هذا الأسلوب فى توزيع الموارد الى تقلص أصول الصندوق بمقدار ما يتم توزيعه من تلك الموارد حتى تتلاشى تلك الأصول نهائيا ويطلق على هذه الصناديق أسم الصناديق الشفافة. أما فى الشكل الثانى يقتصر توزيع الموارد على فوائد المحفظة المالية وناتج استثمار الأدوات والصكوك المالية الأخرى ويتراخى رد قيمة الصكوك إلى وقت

تصفية الصندوق وهو ما يجعل النظام المالي لحملة الصكوك قريب الشبة بالنظام المالي لحملة السندات(1).  
4- طريقة توزيع فائض تصفية الصندوق. بينما تنص المادة 34 / 9 من القانون الفرنسي المنظم لصناديق الاستثمار بأنه يمكن لاتفاق حوالة محفظة الحقوق أن يعطى المحيل حقا على كل الفائض المحتمل لتصفية الصندوق أو على جزء منه، نصت المادة 37 / 3 من ذات القانون على أن تحدد لائحة النظام الأساسي للصندوق طرق توزيع فائض التصفية ومؤدى ذلك إذا لم يحدد اتفاق الحوالة الحق في فائض التصفية للمحيل أو خصص له جزء منه فقط ، فإن للائحة النظام الأساسي للصندوق أن تحدد طريقة توزيع هذا الفائض على المستثمرين أو مدير الاستثمار أو أمين الاستثمار أو شركة تحصيل الحقوق سواء كان ذلك على أى منهم منفردا أو بمشاركة الباقيين ويمكن اعتبار هذا الفائض نوع من المكافأة أو الحافز أو الاشتراك فى الأرباح.

## 2- الحقوق غير المالية

- وهى حق حملة صكوك التوريق فى الإعلام والاطلاع.

تنص المادة 40 من قانون 23 ديسمبر 1988 بأن يرسل مدير الاستثمار لكل صندوق يقوم بإدارته ، وفى خلال مدة ستة أسابيع من نهاية كل فصل من السنة المالية ، بيانا يحوى جردا لأصول الصندوق تحت رقابة أمين الاستثمار، ولم يتطرق النص الى توزيع هذا البيان على حاملى الصكوك. كما يلتزم مدير الاستثمار أن يوزع خلال ثلاثة شهور من انتهاء الفصل الأول من السنة المحاسبية وتحت رقابة أمين الاستثمار، وبمراجعة مراقب الحسابات ، بيانا يحوى جردا لأصول الصندوق، وسائر المعلومات المتعلقة بحالة الأصول وتطورها

## - حق إقامة الدعوى القضائية

يستطيع حملة الصكوك وطبقا للقواعد العامة إقامة دعوى بالمسئولية المدنية ضد مدير الاستثمار أو أمين الاستثمار، عن الأفعال الصادرة منهم بالمخالفة لأحكام القانون أو لائحته التنفيذية أو لائحة النظام الأساسي للصندوق(2). ويمكن لحملة الصكوك اللجوء إلى القضاء بطلب إعفاء أو عزل مراقب الحسابات من عمله ، فى حالة ارتكاب أى أخطاء وفى حالة وجود مانع يحول بينه وبين قيامه بالعمل المنوط به.

## 3- الحق فى تداول الصكوك التى يصدرها الصندوق

أعطت المادة 34 من القانون الفرنسي الصادر فى 23 ديسمبر 1988 للصكوك التى يصدرها صندوق التوريق صفة القيم المنقولة وأكد على ذلك المشرع الفرنسي فى المادة الأولى / 3 من قانون تطوير الأنشطة المالية الصادر سنة 1996 ونص على أن صكوك الاستثمار الجماعى هى قيم منقولة أو بمعنى أدق وفقا

1 - الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 130

2- الدكتور هشام فضلى المرجع السابق هامش ص 124

لمسمى القانون أدوات مالية (1). ومن ثم، يجوز تداول تلك الصكوك في بورصة الأوراق المالية إذا كانت مقيدة فيه أو التنازل عنها للغير بطريق حوالة الحق

#### 4- تحديد مسئولية حامل الصك بقدر حصته في الصندوق

نصت المادة 40 / 5 من القانون الصادر في 32 ديسمبر 1988 بأن حملة صكوك الاستثمار في الحقوق الآجلة لا يسألون إلا بقدر أصولهم ونسبة حصصهم ولذلك فإن وفاء حامل الصك بقيمته تجعله بمنأى عن رجوع الغير الدائن للصندوق عليه.

ثانيا- الحقوق التي كانت لحامل صك التوريق في الملكية الشائعة وليست له في الملكية المشتركة:

#### 1 - الحقوق العينية والعقدية لحملة صكوك التوريق

تخول صكوك التوريق حقوقا عينية تجسد وجود حق الملكية الشائعة المقرر على القيم المنقولة المكونة للحافظة المشتركة، كما تمنح لأصحابها حقوقا شخصية ( الحقوق الايجابية ) تنبع من الالتزامات المفروضة على شركة الإدارة والبنك المودع لديه، وتندمج هذه الحقوق التي يحملها كل شريك في سنده، فللشريك على الشيوخ حقوقا عينية وشخصية معا . والتنازل عن الصك يفيد التنازل عن تلك الحقوق(2).

وتتفق الملكية المشتركة مع الملكية الشائعة في مسألة اندماج الحق بالسند ، ولكنهما يختلفان في أن ما يتنازل عنه صاحب السند في الملكية المشتركة ما هو إلا حقوقا شخصية تقررت له بصفة فردية، حيث يثبت الحق العيني لجماعة الشركاء أما الشريك في الملكية الشائعة بجانب ماله من حقوق شخصية تقررت له بصفة فردية فإنه يتمتع بحق عيني شائع على صندوق الاستثمار .

#### 2 - التدخل في إدارة الصندوق

تختلف خصائص الملكية الشائعة عما يتطلبه الاستثمار الجماعي. ففي حين أن الشيوخ حالة وقتية ، غير منظمة ، يدار بمعرفة الشركاء ، ولا يلبث أن يزول بالقسمة النهائية ، نجد أن الاستثمار الجماعي، يقتضى أن يكون حاله مستمرا ، وأن يدار بمعرفة شركة متخصصة في هذا النوع من الاستثمار ، بعيدا عن تدخل الشركاء ، بهدف تحقيق الملحة المشتركة لمجموع المدخرين .

لذا اقتضى الأمر الهروب من الملكية الجماعية والتي تتخذ صورة الشخص المعنوي وتحقيق فكرة العزل القانوني للأصول اللجوء إلى الملكية المشتركة . فالملك فيها جماعة حملة الصكوك ، ولا يملك أى منهم بمفرده الشيء المملوك، أو أى حصة فيه، بحيث أن المال يكون مرصودا لتحقيق غاية واحدة أو مصلحة

<sup>1</sup> - LOI no 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières  
Art. 1er. - Les instruments financiers comprennent : 3o Les parts ou actions d'organismes de placements collectifs .

<sup>2</sup> - الدكتور حسنى المصرى المرجع السابق ص 374

مشتركة لمجموع الشركاء. ويتمثل حق المدخر تجاه الصندوق فيما تغله الأصول من عوائد فهو صاحب حق يتجسد في صك. لذا فإنه ليس للمدخر بمفرده حق الإدارة لأنه بمفرده ليس مالكا فالملكية لمجموع المدخرين.

ويبرر حالة الملكية الجماعية المعروفة في القوانين الجرمانية (1) النظر إلى الملكية باعتبار وظيفتها الاجتماعية والاقتصادية، ومن هذه الوجهة يجوز للمشرع إثقالها بالعديد من القيود تحقيقا للمصلحة العامة. ومن هنا كان حرمان المدخرين من سلطاتهم على أصول الصندوق مبعثه تحقيق المصلحة المشتركة لمجموع المدخرين في إدارة مدخراتهم إدارة سليمة. ولا تغير هذه القيود من صفة مالك الشيء وإنما تغير من صفاته حقه عليها. ففي حين أن المالك على الشيوع له حقا عينيا وحقا شخصيا على المال الشائع، فإن حق المالك في الملكية المشتركة ليس له إلا حقا شخصيا.

## الفصل الثالث

### النطاق الموضوعي للتوريق

يتمثل النطاق الموضوعي للتوريق فيما يعمل عليه من الأصول المالية المضمونة برهون على عقارات، أو منقولات (2). ولأن هذه الأصول تشكل محفظة الحقوق التي تنقل إلى أداة التوريق، وتمثل التدفقات النقدية المتولدة منها الضمان المباشر للأوراق المالية الصادرة عن نظام التوريق، فإنه من الأهمية بمكان الوقوف بدقة على ماهية تلك الأصول. وإذا كان المشرع المصري عمل بالتوريق في إطار قانون التمويل العقاري، فإن هذا ما يفرض علينا بيان طبيعة الأصول المضمونة بالضمان العقاري. فعلى الرغم من أن هذه الضمانة ليست من ضمن الأصول التي يتم توريقها، إلا أنها قد تتسبب في اختراق الركن الأهم في عملية توريق الأصول ألا وهو عزل الأصول عن إفلاس المنشئ أو شركة الإدارة أو الأمين.

وإذا كانت دراسة ماهية أصول التوريق من الأمور المهمة، فإن نقل هذه الأصول هو من تبدأ به عملية التوريق وعلى كفيته يتحدد نجاح التوريق أو فشله.

وعلى ذلك، ندرس النطاق الموضوعي للتوريق في مبحثين: نتناول في المبحث الأول، ماهية الأصول محل التوريق. ونخصص المبحث، الثاني لدراسة آلية نقل الأصول والمخاطر المحيطة بها.

### المبحث الأول

#### ماهية الأصول محل عملية التوريق

1 - السنهوري المرجع السابق ص 1045

2- April K. Rinne- AN ANALYSIS OF THE TREATMENT OF AS SET SECURITIZATION UNDER THE PROPOSED BASEL II ACCORD AND THE U.S. BANKING AGENCIES ' ADVANCE NOTICE OF PROPOSED RULEMAKING /(ANPR) 23 April 2004 Available online]. Retrieved 12/1/2012 from [http://business.fullerton.edu/finance/journal/papers/pdf/past/vol23n03/02.235\\_252.pdf](http://business.fullerton.edu/finance/journal/papers/pdf/past/vol23n03/02.235_252.pdf)

يتطلب توريق الأصول تجميع أصول محددة لدى المنشئ، وأن تكون هذه الأصول مؤهلة لصفقة التوريق ببناء تجميعها بمراعاة توافر سمات معينة<sup>(1)</sup>، كما أنه يتعين أن يضمن القانون تداول تلك الأصول بإصباغ القابلية للتداول على الأوراق المالية التي تمثلها.

وبينما تتعدد الأصول المالية<sup>(2)</sup> التي يعمل عليها التوريق في كثير من البلدان، فإن معظم دراسات التوريق تشير إلى الأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABS) - **Assets backed securities** وكأنها شيء واحد، وبينما تركز تلك الدراسات أولاً على **non-mortgage assets** الأصول غير المدعومة بالرهن العقاري، فإن الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية والسكنية **Residential/ Mortgage-Backed Securities (R/MBS)** تمثل الغالبية العظمى من تلك الأوراق المستندة إلى عامة الأصول (ABS)، ليس هذا فقط، بل إنها تختلف عنها اختلافاً كبيراً بسبب وجود الرهن العقاري. وعلى ذلك تشمل دراسة ماهية أصول التوريق المطالب التالية :-

المطلب الأول : سمات الأصول المؤهلة لعملية التوريق

المطلب الثاني: سمات الأوراق المالية التي تمثل الأصول محل التوريق

المطلب الثالث : أنواع أصول التوريق

المطلب الرابع : طبيعة أصول التوريق المضمونة بالرهون العقارية / السكنية

## المطلب الأول

### سمات الأصول المؤهلة لعملية التوريق

ونعني بسمات الأصول المالية المؤهلة لعملية التوريق، ما يجب أن تتصف به هذه الأصول وما يجب أن تكون عليه، أو هي بمعنى آخر المبادئ التوجيهية في تجميع وبيع هذه الأصول<sup>(3)</sup>، ويتمثل أهم هذه السمات فيما يلي :

- لا تقتصر الأصول محل التوريق على أصول معينة بالذات ؛ فقد بدأت بتلك الأصول المضمونة بالرهون العقارية السكنية، ووصلت إلى الأصول غير المعتمدة على تلك الرهون، حتى صارت هذه الأصول أي أصول

<sup>1</sup> - Marc Breidenbach - Real Estate Securitisation as an Alternative Source of Financing for the Property Industry pp, 19 -25 [Available online]. Retrieved 12/1/2012 from [http://www.prrs.net/Papers/Breidenbach\\_Real\\_Estate\\_Securitisation\\_as\\_an\\_Alternative\\_Source\\_of\\_Financing\\_for\\_the\\_Property\\_Industry.pdf](http://www.prrs.net/Papers/Breidenbach_Real_Estate_Securitisation_as_an_Alternative_Source_of_Financing_for_the_Property_Industry.pdf)

<sup>2</sup>-In **financial accounting**, assets are economic resources. Anything tangible or intangible that is capable of being owned or controlled to produce value and that is held to have positive economic value is considered an asset. Simply stated, assets represent ownership of value that can be converted into cash (although cash itself is also considered an asset).; Steven M. Sheffrin (2003). Economics: Principles in action. Upper Saddle River, New Jersey 07458: Pearson Prentice Hall. pp. 272. ISBN 0-13-063085-3.

<sup>3</sup>- Joel Telpner, Global Securitisation and Structured Finance 2003

Retrieved 12/1/2012 from <http://www2.gtlaw.com/pub/articles/2003/telpner03a.pdf>

See also, Vinod Kothari- Securitisation - a primerop.cit.[Available online]. Retrieved 12/1/2012 <http://www.vinodkothari.com/seccont.htm>

مالية بشرط أن تكون الأصول المالية المحالة مولدة أو مدرة لدخل (1) ثابت **flows Stability of Cash** ، ومتوقع (2) ، ومؤكد (3). وبالتالي يجب ألا تكون الحقوق المنقولة إلى أداة التوريق حقوقاً موقوفة أو مجمدة أو حقوقاً مشكوكاً في استرداد قيمتها أو حقوقاً متنازعا عليها . ويقصد بالحقوق الموقوفة تلك الحقوق التي يكون ردها النهائي ليس مشكوكاً فيه وإنما يرجع عدم الوفاء بقيمتها إلى المشكلات المادية التي يمر بها المدين أو بسبب القوانين واللوائح أو الأوضاع السياسية وغيرها من الأسباب التي لا دخل للمدين بها. - يجب أن يكون لدى المنشئ القدرة والإمكانية على بيع الأصول أو حوالتها إلى spv ، كأن لا يكون بيعها مقيداً بعدم التنازل أو بشرط عدم الحوالة (4).

- يجب مراعاة التجانس بين الأصول المجمعة (5) من حيث مواعيد سداد الأقساط، وطريقة حساب الفائدة على الديون الأصلية (6)، حيث أنه يجب مراعاة التوافق بين الدخل المتولد من الأصول مع المدفوعات التي تسدد للمستثمر على أوراقه المالية (7).

- كما يجب ألا يقل آجال تحصيل الأصول المالية المحالة عن ستون شهراً أو ثمانية وأربعين شهراً، وذلك لأن صناديق التوريق لم تنشئ إلا لتشجيع الائتمان متوسط أو طويل الأجل وليس الائتمان قصير الأجل .

- يجب تصنيف الأصول بحسب مخاطرها إلى أصول منخفضة المخاطر، وأصول عالية المخاطر. فكلما انخفضت نسبة المخاطر يمكن عندها توريق أي نوع من الأصول. ولا يجب أن يقف تصنيف الأصول عند الأشكال القانونية للشركات. فهناك، شركات متينة مالياً ولكنها تمتلك بعض الأصول الضعيفة ضمن محافظتها، كما أن هناك شركات صغيرة وضعيفة ولكنها تمتلك أصولاً ذات أسواق رائجة. وعلى أي حال ، تخضع تلك الأصول في تصنيفها إلى محددات موحدة مقبولة عالمياً (8).

<sup>1</sup> -Lewis Carroll, COMMENT TRANSPLANTING ASSET SECURITIZATION: IS THE GRASS GREEN ENOUGH ON THE OTHER SIDE? op.cit. Available online]. Retrieved 12/1/2012 from <http://www.rusipoteka.ru/files/library/dvorak-1.pdf>

PELMA JACINTH RAJAPAKSE, Assignment of Mortgage Loans to the Special Purpose Vehicle in Securitisation Programs, by University of Tasmania Law Review 2005 Vol 24 No 1 See also Standard & Poor's, 'RMBS, CDO Activity Lead Australian Securitisation Issuance Growth in 2003' *Credit Ratings Commentary and News* (2003).

<sup>2</sup> - G. Shiva ,THE FUTURE OF INDIA'S DEBT MARKET - Securitization of Debt pp 199 Fixed Income & Money Markets, Citibank, N.A., India Paper presented in October 1997

<sup>3</sup> -Andrew Lin- A securitization primer: Part one- SCOTIA CAPITAL INC. JUNE 2000 Available online]. Retrieved 12/1/2012 from [http://www.securitization.net/pdf/lin\\_primer.pdf](http://www.securitization.net/pdf/lin_primer.pdf)

<sup>4</sup> - vinod Kothari - securitization city Business. op,cit. [http://www.ifsl.org.uk/media/2306/CBS\\_Securitisation\\_2005.pdf](http://www.ifsl.org.uk/media/2306/CBS_Securitisation_2005.pdf)

<sup>5</sup> - April K. Rinne- op,cit.

<sup>6</sup> - Vinod Kothari- Securitisation - a primer,op,cit.

<sup>7</sup> - Akerman Senterfi tt-A Primer on Securitizations - 2006.

<sup>8</sup> -INTERDISCIPLINARY JOURNAL OF CONTEMPORARY RESEARCH IN BUSINESS, IJCRB ISSN 2073-7122 AUGUST 2011 VOL 3, NO 4 Retrieved 12/1/2012 from [www.sbp.org.pk/.../stats/Non\\_financial.../Conceptual\\_Frame\\_work.pdf](http://www.sbp.org.pk/.../stats/Non_financial.../Conceptual_Frame_work.pdf)

- يجب أن تكون أصول عملية التوريق موزعة كما، وكيفا، على أوسع مدى جغرافي وعلى أكبر عدد ممكن من المدينين<sup>(1)</sup>. فذلك، علاوة على ما يؤدي إليه من تقليل خطر التقصير في سداد مستحقات القروض، فإنه يخفض التكلفة المالية للمنشئ نفسه في الممارسة العملية. كما إنه يحقق في ذات الوقت فائدة للمستثمرين تتمثل في جودة السندات التي يكتتبون فيها<sup>(2)</sup>.

- يجب أن يتم نقل أو حوالة الأصول من المنشئ أو الناقل أو المحيل إلى أداة التوريق بالبيع الحقيقي والذي بمقتضاه تنتقل الأصول من ذمة الناقل إلى أداة التوريق، كما يجب ألا يكون هذا البيع قد تم بقيمة تفضيلية أو بقيمة متدنية أو بإحتيال البائع على دائنيه.

## المطلب الثاني

### سمات الأوراق المالية التي تمثل الأصول محل التوريق

تعرفت القوانين الوضعية التي نظمت التوريق على الصفات التي ينبغي أن تتحلى بها الأوراق المالية الممثلة لتلك الأصول نتاج عملية التوريق<sup>(3)</sup> ومن أهمها القابلية للتداول، والجودة التجارية.

#### أ- القابلية للتداول :- " negotiable instrument "

لا يمكن أن يتحقق الغرض من توريق الأصول إلا عن طريق إلحاق صفة القابلية للتداول لأوراقه المالية الممثلة لتلك الأصول ومخرجه النهائي، تلك الصفة القانونية التي تجعل تداول أوراقه يتم على نطاق واسع تشجيعا للتجارة والإقراض. لذا ، يعد تنظيم تلك الأوراق بحيث تكون قابلة للتداول من أهم السمات التي يجب أن تتصف بها، بل أن جميع السمات الأخرى لها يجب أن تشتق من هذه القابلية وتعمل على ضمان تحقق ذلك، وتخدم هذا المفهوم. وتنطوي تلك القابلية للتداول على اثنين من المسلمات: ( أ ) الإمكانية القانونية من حيث ما يتضمنه القانون بشأنها (ب) وجود سوق للأوراق المالية ضمن بيئة الاستثمار التي تتكون من ثلاث عناصر رئيسية، هي، الأسواق المالية Financial Markets والمؤسسات المالية، FINANCIAL INSTITUTIONS والأوراق المالية Securities ، وهي عناصر متكاملة ومتفاعلة.

1 - SCHWARCZ, STRUCTURED FINANCE op,cit ,p. 16

2 - vinod kothari,op,cit .

3 - - الدكتور علي محيي الدين القر داغي الصكوك الإسلامية " التوريق " وتطبيقاتها المعاصرة . دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية وانظر أيضا :- الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها الدكتور محمد عبد الحليم عمر

المسلمة الأولى: تتعلق الإمكانية القانونية لتداول الأوراق المالية بما يتضمنه القانون التجاري التقليدي بشأن الأوراق المالية القابلة للتداول. ففي حين تحتوى معظم النظم القانونية في العالم على قوانين تنظم إصدار الأشكال التقليدية للتمويل مثل الأسهم والسندات وطرق تداولها (1)، فإنها قد تفتقر، في نفس الوقت، إلى النظم القانونية المتعلقة بمنتجات أخرى مثل توريق الأصول (Asset securitization) (2) ولذلك يجب أن ينص القانون المنظم لعملية التوريق على قابلية الأوراق المالية الصادرة لتوريق الأصول على قابليتها للتداول

المسلمة الثانية: فيما يتعلق بوجود سوق للأوراق المالية للتوريق: تتشكل بيئة الاستثمار من ثلاث عناصر هي المؤسسات المالية، والأوراق المالية والأسواق المالية، وهي عناصر متكاملة ومتفاعلة. وتعتبر الأسواق المالية من أهم العناصر المكونة لتلك البيئة، إذ هي حلقة الوصل بين المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية والمستثمرين، وبالتالي فهي تحتل مكانة متميزة في النظام المالي لأي دولة. وتكمن أهميتها من خلال ما توفره من مزايا عديدة لرجال الأعمال والمستثمرين والشركات بصفة خاصة، والاقتصاد الكلى بصفة عامة، حيث تسهل عمليات الاستثمار من خلال إصدار وتداول الأوراق المالية، وتعبئة المدخرات وتوجيهها إلى المشروعات الاقتصادية. كما أنها توفر السيولة بسهولة حيث تحول الأموال المستثمرة في أوراق مالية إلى نقود حاضرة وبالعكس، وتعتبر أسواق المال مرآة تعكس مدى تطور النظم المالية والاقتصادية لأي دولة (3).

وعادة ما يتم الاكتتاب العام في الأوراق المالية التي تصدر في نظام التوريق في السوق الأولى عن طريق إحدى المؤسسات المالية أو الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ثم تطرح هذه الأوراق للتداول في الأسواق الثانوية ( ويتم فيها تداول الأوراق المالية السابق إصدارها في السوق الأولى ) وهي البورصة التي تدار وفقا للقانون المنظم لسوق رأس المال عن طريق الهيئات المديرة لها. وتتميز هذه الأسواق بتوفير السيولة لحملة الأوراق المالية بتحويل أوراقهم المالية إلى نقود. ويعد وجود السوق الثانوي مشجعا للمستثمرين على الاكتتاب في السوق الأولى للأوراق المالية الجديدة لإمكانية بيعها مرة أخرى بالسوق الثانوي. بالإضافة إلى أنها تتيح للمستثمرين إمكانية البيع والشراء على عكس السوق الأولى، حيث يقوم المستثمر فيها بالشراء فقط.

## ب - الجودة التجارية ( "Marketable Securities" )

يعد مصطلح الجودة التجارية في حالة السلع المادية أمرا مفهوما لدى التجار في التجارة العادية. ويعنى تطبيقه على المنتجات المالية، فيما يتعلق بالأوراق المالية الصادرة عن نظام التوريق أن يكون المنتج مضمونا بما يرضى المستثمرين، فذلك ما يتوقف عليه تحديد مدى إمكانية قبول المستثمر لتلك الأوراق.

1- قن المشرع المصري قابلية الأوراق المالية للتداول صراحة في قانون الشركات ولا ينصرف معنى التداول الى حق مالك الورقة في التنازل عنها فقط وإنما حقه في اتباع الطرق التجارية عند التنازل وتفادى الإجراءات المنصوص عليها في القانون المدنى انظر الدكتور / محمد فريد العرينى - الشركات التجارية - دار الجامعة الجديدة للنشر سنة 2004 ص 128 وانظر الدكتور هشام فضلى تداول الأوراق المالية والقيد فى الحساب ط 2005 دار الجامعة الجديدة للنشر فى المقدمة .

2- راجع تورية توفيق المرجع السابق ص 13 بشأن تحصيل الحقوق التجارية وراجع أيضا الدكتور هشام فضلى - الاستثمار الجماعي فى الحقوق الآجله ( التوريق ) 2004 ص 18- 19 بشأن أوجه الخلاف بين الفاكورنج والتوري

3- انظر الدكتور هشام محمد عبد الرحيم - إدارة الاستثمار مطابع الدار الهندسية - القاهرة ص 25 وما بعدها

ولئن كان نظام التوريق يعنى توزيع مخاطر عادة ما تكون لشخص واحد على عدد غير محدود من المستثمرين، فإن ذلك لا يعنى ألا يكون هناك واجب ملقى على من ينقل هذه المخاطر . فيجب أن يراعى بشأن الأوراق المالية الصادرة عن ذلك النظام أمرين: الأول، تقسيم وتوزيع الأصول محل التوريق على عدد من الصناعات والمناطق الجغرافية المختلفة، ففضلا على أن ذلك يقلل من خطر تقصير المقترضين في سداد الائتمان أو يجعله يضعف كثيرا، فهو، يوسع دائرة منح ائتمان المنشئ. الأمر الآخر، وهو وجوب تدخل وكالات التقدير المتخصصة في توريق الأصول، وهو ما من شأنه العمل على خدمة المستثمرين غير المحترفين وحمايتهم من المخاطر التي تنطوي عليها الأوراق المالية<sup>(1)</sup>، ومن أجل ذلك تستند هذه الوكالات على نوعية مطالبه المدينين، وطريقة نقل الأصول، ومدى عزلها من إفلاس المنشئ كمحددات لتصنيف أصول التوريق، وهو ما يخدم هؤلاء المستثمرون في أنها تعتمد تصنيف الأوراق المالية بالاستناد إلى ثروة الأصول الضامنة لها، بعيدا عن التصنيف الاقتصادي لمنشئ هذه الأصول، لذا ، فإن تلك الوكالات هي المنوط بها عمليا إعطاء وصف الجودة لتلك الأوراق المالية الصادرة عن نظام التوريق.

### المطلب الثالث

#### أنواع أصول التوريق

#### Types of Assets securitization

ينطوي محل التوريق في الولايات المتحدة ، وأوروبا الغربية<sup>(2)</sup>، على سبيل المثال، على عدد من أنواع الأصول كالتالي: الحقوق المضمونة بالضمانة العقارية السكنية، والحقوق المضمونة بالرهن العقاري التجاري، والحقوق المتولدة من تسديدات بطاقات الائتمان، والحقوق المتولدة من قروض السيارات، والحقوق المتولدة من القروض الاستهلاكية، وقد تشمل الأصول محل عملية التوريق مبالغ الإيرادات الضريبية، وغيرها<sup>(3)</sup>.

وبينما تعد الحقوق المتولدة من القروض المضمونة بالرهن العقاري السكنى هي أول وأقدم الأصول المالية التي تم توريقها، بإصدار أوراق مالية مدعومة بها في الولايات المتحدة الأمريكية، فإن نمو توريق الأصول غير المعتمد على الرهون العقارية وتنوع إصدارته من الأوراق المالية، جعل بعض دارسى التوريق

<sup>1</sup>-Akerman Senterfitt-op,cit

<sup>2</sup>- April K. Rinne- op,cit.pp 21-25

شهدت السنوات السوق الأوروبية استمرارا فيالتوسع في فئات جديدة من الأصول. وساعد على ذلك، زيادة قبول توريق الأصول كأسلوب تمويل معمول به في المؤسسات المالية والشركات في جميع أنحاء أوروبا. ويشير ذلك إلى أن التوريق يتمتع بسوق قوية، نظرا للنمو المستمر في الأصولوالتزايد المطرد في أعداد المستثمرين الأوروبيين،وعمليات التوريق.

Available online]. Retrieved 12/1/2012 from

<http://repository01.lib.tufts.edu:8080/fedora/get/tufts:UA015.012.DO.00042/bdef:TuftsPDF/getPDF>

<sup>3</sup> -Marc Breidenbach- Real Estate Securitization as an Alternative Source of Financing for the Property Industry- Paper presented at the 9th Annual Conference of the PACIFIC RIM REAL ESTATE SOCIETY 19 – 22 January 2003 Brisbane, Australia Moody'sinvestors Service Demystifying Securitization- for Unsecured Investors- Special Comment – January 2003

يتناولون توريق الأصول المضمونة بالرهن العقاري كأحد أنواع توريق الأصول عامة، ويدرسونه تحت مسمى السندات المدعومة بالأصول (Asset Backed Securities)(ABS).

غير أن البعض الآخر، يقسم أصول التوريق إلى قسمين بالاستناد إلى نوعية الأصول التي تدعم الأوراق المالية كما يلي: توريق الأصول المالية عامة عدا المضمونة بالرهون العقارية وتسمى الأوراق المالية المدعومة بالأصول (Asset-Backed Securities (ABS) ، وتوريق الأصول المالية المدعومة بالرهون العقاري (Mortgage-Backed Securities (MBS) . ونميل إلى الأخذ بتميز الأصول المضمونة بالرهون العقارية من بين أصول التوريق عامة. فليس فقط ما يبرز تميزها أنها تشكل الجانب الأكبر من أصول التوريق في معظم دول العالم، وإنما لأنها تتميز بوجود الرهن العقاري أحد أهم الضمانات التقليدية للائتمان المصرفي. ونتناول فيما يلي نوعي الأصول بشيء من الشرح كما يلي:-

أولاً- الأصول المالية غير المعتمدة على دعم الرهن العقاري: (Asset-Backed Securities)

وهي تتمثل في حافظة الأصول المنقولة إلى شركة التوريق والتي تعمل كضمان لحملة الأوراق المالية وتتميز تلك الأصول بالتدفقات المالية التي يسهل التنبؤ بها في الحاضر، إذ يكون لها تاريخ إحصائي طويل يمكن الاستدلال منه على جودتها. وقد تمتد تلك الأصول إلى الحقوق المستقبلية، فالتعامل في التوريق قد لا يقتصر على حقوق موجودة بالفعل في الواقع، وإنما قد ينصرف إلى أصول محتملة سوف توجد في المستقبل. وهذه الأصول قد تنشئها البنوك أو المؤسسات المالية الأخرى وتتجسد تلك الأصول في الأوراق المالية المدعومة بالأصول المالية عامة المضمونة منها بالمنقولات أو غير المضمونة. وتمثل تلك الأوراق حق دائنية ضد الشركة ذات الغرض الخاص ويستند الوفاء بحق حملة تلك الأوراق إلى محفظة الأصول المنقولة<sup>(1)</sup>

وتتمثل تلك الأصول غير المعتمدة على دعم الرهن العقاري ،على سبيل المثال لا الحصر، في الحقوق المتولدة من قروض السيارات وقروض الإسكان سابقة التجهيز والقروض الطلابية ومستحقات بطاقات الائتمان، وما زالت صناعة التوريق تبحث عن أصول جديدة يمكن توريقها، حتى صار الأمر أن أي أصل يدر دخلاً، بأوصاف معينة يمكن توريقه.

ويجرى توريق تلك الأصول عن طريق ما يعرف بترست المالك<sup>(2)</sup> owner trust structure ، فقد ينشئ البنك ترستا غير قابل للإلغاء يكون بمقتضاه هو المنشئ والأمين ويرد الترتست هنا على محفظة الحقوق الآجلة الناجمة من عمليات الائتمان. وهذا الترتست ليس ملزماً بتمرير ما يجمعه من تدفقات إلى المستثمرين كما هي، وكالمعمول به في ترست المانح. فلا يوجد تطابق بين التدفقات النقدية الواردة للترست

<sup>1</sup>-Marc Breidenbach, Real Estate Securitisation- Asset-Backed Security Financing for the Property Industry, Hamburg, April 2005 Marc A. Breidenbach <http://epub.uni-regensburg.de/6304/6/34.pdf>

<sup>2</sup>-Marc Breidenbach op,cit

وفى هيكل ترست المالك owner trust يظل عادة SPV خاضعاً لسيطرة المنشئ. والذي يقوم بإصدار البيانات المالية الموحدة في حالة ما إذا ل SPV منشأ خارج الميزانية العمومية للشركة الأم. و يكون لهما ملف موحد للإقرارات الضريبية لتجنب خضوع SPV للضرائب بشكل منفصل، يعوض المنشئ SPV عن أي خسائر في أعمالها . وهذا الهيكل ليس عليه قيود من حيث إصدار هيكل pass-through ، على أي حال فإن spv لن تكون بعيدة عن خطر إفلاس المنشئ.

Asset Securitization Comptroller's Handbook November 1997, op,cit,p.15

<http://www.occ.gov/publications/publications-by-type/comptrollers-handbook/assetsec.pdf>

والتدفقات النقدية التي تخرج منه. ومن ثم تتكون احتياطات تمثل ضمان لحملة الأوراق المالية. اللذين لا يملكون في هذا الشكل، من أشكال الاستثمار، شيئاً في محفظة الأصول وكل مالهم من حقوق تتعلق بالفوائد المدفوعة على تسديدات تلك الأصول، ويشار إلى سنداتهم المالية بـ **pay-through bonds**.

ويعطى استخدام ترست المالك مرونة كبيرة في طرح إصدارات متعددة من الأوراق المالية المدعومة بالأصول **Asset-Backed Securities** ذات آجال استحقاق وعوائد مختلفة<sup>(1)</sup> واستعملته البلديات المحلية للحصول على مصدر تمويل بتكلفة معقولة بتوريق الإيرادات الضريبية، برغم ما يكتنف تحصيل تلك الإيرادات في المستقبل من أخطار تتعلق بالنواحي الاقتصادية والسياسية.

ثانياً- الأصول المالية المدعومة بالرهن العقاري: (**MBS Mortgage-Backed Securities**)

تعد الأصول المضمونة بالرهون العقارية من أقدم الحقوق التي تم توريقها، فقد تم العمل على جمع القروض المماثلة التي تجمعها المؤسسات المالية<sup>(2)</sup>، ضمن تجمعات **Pooling**، وبيعها إلى أداة التوريق لإنتاج ورقة مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، واستطاعت الوكالات الحكومية العمل على ضمان عبور مدفوعات تلك القروض إلى المستثمرين، وكان ابتكاراً مثيراً في سوق الرهن العقاري الثانوي. وتمثل (**MBS**) حق دائنية ضد الشركة ذات الغرض الخاص ويستند الوفاء بها إلى حافظة الأصول المنقولة والمضمونة برهون عقارية أو سكنية.

وقد أدى هذا التغيير في سوق الرهن العقاري الثانوي إلى جذب المستثمرين والمقرضين على السواء، إذ أصبح للمستثمرين أداة مالية مضمونة، وأتيح للمقرضين إمكانية نقل مخاطر أسعار الفائدة المرتبطة بالقروض العقارية خارج الميزانية العمومية، بعد أن شكلت سوق الرهون خطراً على المقرضين، لعدم تمتع تلك السوق بالسيولة النسبية، فيما يتعلق ببيع وشراء القروض المضمونة بالرهون، حيث لا يجد المقرضين، في العادة، مشترين لحواظ قروضهم وقتما يريدون، ويسعر مقبول.

ويجرى توريق تلك الأصول عن طريق ما يطلق عليه ترست المانح **grantor trust structure**، وفيه يقوم المانح **grantor** بإنشاء الترسر وينقل إلى ما يسمى الأمين **trustee** أصول معينة لحيازتها وإدارتها لمصلحة المستفيدين. فالمانح بعد نقل هذه الأصول لم يعد مالكا قانونياً لها وإنما أصبح المالك القانوني لها هو الأمين أو الوصي، وأصبح (المستفيدون) المستثمرون مالكون انصافياً لما تغله تلك الأصول من تدفقات نقدية.

<sup>1</sup>-THE BOND MARKET ASSOCIATION 1997 Available online]. Retrieved 12/1/2012 from [http://www.freddiemac.com/mbs/docs/about\\_MBS.pdf](http://www.freddiemac.com/mbs/docs/about_MBS.pdf)

pass – through and collateralized:These mortgage securities may be pooled again to create collateral for a more complex type of mortgage security known as a CollateralizedMortgage Obligation (CMO) or, since 1986, as a Real Estate Mortgage Investment Conduit (REMIC). CMOs and REMICs (terms which are often used interchangeably) are similar types of securities which allow cash flows to be directed so that different classes of securities with different maturities and coupons can be created. They may be collateralized by mortgage loans as well as securitized pools of loans.

<sup>2</sup> - والمؤسسات المالية هي شركات الادخار والقروض، والبنوك التجارية، وشركات الرهن العقاري ( لتمويل عملية شراء المقرض لمنزل أو أي أصول عقارية)

ففي هذا الترتيب عندما يتم تجميع المدفوعات الفردية لمجموعة من القروض المضمونة بالرهون العقارية الضامنة للأوراق المالية الصادرة (1)، يتم تمريرها إلى المستثمرين (2) بعد خصم مصروفات عملية التوزيع من الترتيب. ويتم توزيع التدفقات النقدية الناجمة عن تلك القروض بناء على نسبة الملكية الخاصة بكل مستثمر في تلك الأوراق الصادرة بضمان هذه القروض (3). وتصدر الأوراق المالية في هذا الشكل من فئة واحدة ويشار إليها بـ PASS THROUGH . فلو أن المصدر تجمع لديه 10,000 رهن عقاري كل رهن قيمته 100000 مائة ألف بفائدة ثابتة لمدة ثلاثين سنة قدرها 50.6 ، فإنه يمكن استخدام تجمع 100 مليون من الرهون العقارية وتقسيمها على 10000 سند قيمة كل منها 10000 دولار في مدة ثلاثين سنة بمعدل فائدة ثابت بمقدار 6،00 % (4).

وبينما تتساوى جميع الأوراق المالية الصادرة تبعا لهذا الشكل في جميع الحقوق، فإن المستثمرين يتحملون مخاطرها وهي، تتمثل في خطرين رئيسيين هما: خطر الدفع المسبق وخطر تقصير المقترضين في سداد ائتماناتهم. وبينما ضمنت جيني مي في بداية توزيع الأصول المدعومة بالرهون العقارية هذه المخاطر، أو تم التأمين ضدها من قبل القطاع الخاص، فإنه غالبا ما يتم هيكله سندات MBS لتمير وتخصيص هذه المخاطر إلى الأطراف التي لديها استعداد لتحمل ذلك، عن طريق توزيع مخاطر عدم الدفع أو مخاطر الوفاء مقدما طبقا لمبدأ التبعية Subordination . ويشير هذا المبدأ إلى صدور فئات متعددة من السندات تختلف في أولوية تعرضها لهذه المخاطر، حيث يتم تقسيم السندات إلى سندات عليا مستوى (A) وأخرى مستوى (B) أقل منها في المرتبة وتتبعها، وتعنى أولوية السندات العليا في التعرض لتلك المخاطر أنه لو حدث تقصير في التدفقات المضمونة بالرهون العقارية، فإن السندات التابعة (B) تتحمل تلك الخسائر وإلى حد استنفادها، ولا يتحمل المستوى (A) هذه الخسارة إلا بعد الرجوع بها على كل سندات المستوى B (5).

وعلى الرغم مما انتهجته الهندسة المالية نحو سوق pass-through، والذي أدى إلى نموه، إلا أنه لم يقابل كل احتياجات المستثمرين الذين رغبوا في سندات جديدة تعطيهم خيارات متنوعة لمواعيد الاستحقاق، وتخفيف أخطار الدفع المسبق. لذا فقد أصدرت فريدي ماك Freddie Mac في سنة 1993 سندات مضمونة برهن عقاري معززة بضمان يشار إليها CMO "Collateralized Mortgage Obligations". وتستند هذه السندات إلى مجمع القروض المضمونة بالرهون العقارية، أو بعض مجموعات القروض المضمونة بالرهون العقارية السكنية، وبعض الأوراق المالية، كما تقترن هذه الأصول المحالة بضمان معزز لها يتمثل في الفرق ما بين القيمة الحقيقية للأصول المحالة والقيمة التي تنقل في مقابلها والتي تقل عن قيمتها الحقيقية.

وفي هذه السندات يتم تقسيم الحصيلة الكلية لتسديدات الأصول إلى إصدارات متعددة من الأصدارات المالية تختلف كل منها في خصائص مخاطر الدفع المسبق، وخطر سعر الفائدة (6). فتختلف فئات السند

1 - April K. Rinne-op,cit "Mortgage-Backed Securities"

2- See Andrew Kelman, Mortgage-backed Securities & Collateralized Mortgage Obligations: Prudent cra investement opportunities p.22

3-April K. Rinne – op,cit ; See also:-Marcia Myerberg, "The Use of Securitization by Investors and Issuers in International Markets," Chapter 12 in Leon Kendall and Michael Fishman, eds. A Primer on Securitization (2000).

4- Richard J. Rosen, op,cit.

5- Richard J. Rosen, op,cit.,

6- Ivan Bandic, op,cit

المسمى CMO وفقا لأولوية التدفق النقدي، ونسبة فئة الإصدار من رأس المال، والفوائد أو كليهما. والآن تم تحويل الغالبية العظمى من MBS إلى CMOs (1).

ليس هذا فقط، بل عملت الهندسة المالية على تجميع سندات PASS THROUGH في أوعية جديدة، لخلق ضمانات لنوع أكثر تعقيدا من السندات المستندة إلى جمع من سندات الدين المختلفة، حيث تم إصدار شهادات أد PAY THROUGH بضمان حزمة من شهادات PASS THROUGH ( الملكية الانصافية لحملة الأوراق المالية )، بدلا من الأصول المالية المباشرة، والمضمونة بالأصول المحولة إلى الترتيب. وقسمت حصص هؤلاء المستثمرين ( الملكية الانصافية ) إلى إصدارات مختلفة من الأوراق المالية فيما يسمى الالتزامات المضمونة بالرهون العقارية (2) CDOs collateralized debt obligation ، تختلف فيما بينها من حيث توزيع التدفقات النقدية الناتجة من تلك الأصول، الأمر الذي يؤدي إلى اختلاف آجال استحقاق الأوراق المالية في كل إصدار عن الآخر. وقد يختلف كل إصدار عن الآخر في تعرضه لمخاطر الدفع مقدما، وتحمل مخاطر تقلب أسعار الفوائد، حيث يمكن إعطاء الفئة الأعلى أولوية في التدفق النقدي والفئة الأقل ترفع أسعار فائدتها وهكذا. ويتساوى الجميع في مخاطر الائتمان الأخرى كل بنسبة ماله من أوراق مالية (3).

لقد تبين من دراسة أنواع أصول التوريق أن التوريق بدأ بتوريق القروض المضمونة بالرهون العقارية فيما يعرف اختصارا بـ MBS كنوع وحيد من الأصول التي تم توريقها، إلا أن التطور ورغبة البنوك في الربحية ورغبة المستثمرين أنفسهم في توسيع قاعدة الاختيار بين فئات مختلفة الخصائص من السندات أدى إلى توريق كافة الأصول التي تدر دخلا ، فتم توريق الكثير من الأصول الأخرى غير المعتمدة على الرهون العقارية فيما يعرف بـ ABS. ليس هذا فقط، بل عملت الهندسة المالية في إصدار السندات على تطوير أشكال أخرى لهذه السندات تختلف فيما بينها من حيث مخاطر الائتمان، وسعر الفائدة، ومخاطر الدفع المسبق، وتحولت هذه السندات إلى تلك السندات CMO أو CDO لتلبية حاجات المستثمرين.

وعلى الرغم من ذلك التطور في إصدار السندات المختلفة، فإنه يمكن القول : أن استعمال التوريق في توليد موجات متتالية من الأوراق المالية بناء على أصل مالي واحد لم يكن إجراء صحيحا. فقد تسعى المؤسسة المالية صاحبة السند إلى الاقتراض من أخرى بضمان السند. وقد تقوم المؤسسة المقرضة بتحويل حقاها إلى سند وتقترض هي الأخرى بضمان السند، وهكذا اشتق من دين واحد عدد كبير من السندات، فإذا عجز المقرض الأصلي عن السداد انهارت جميع هذه السندات، وهو ما حدث في أزمة الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية، فلما عجز قطاع عريض من المقرضين عن سداد ائتماناتهم أفلست كثير من المؤسسات المالية وانهارت وانتشرت كبقعة الزيت في الماء بين المؤسسات المالية حول العالم (4)

#### المطلب الرابع

### ماهية أصول التوريق المضمونة بالرهون العقارية

1- April K. Rinne – op,cit.

2 -Marc Breidenbach, op,cit.

3- Ibid,& Ivan Bandic,op,cit – "risk for pass-throughs "

4- الدكتور رضا فتحي على المنسي - إشكاليات العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني - المؤتمر السنوي الثالث عشر جامعة المنصورة بعنوان الجوانب القانونية والاقتصادية للازمة العالمية

ولئن كانت الأوراق المالية المدعومة بالحقوق المتولدة من القروض المضمونة بالرهون العقارية السكنية تشكل الغالب الأعم من نشاط التوريق في بلدان كثيرة، وكان المشرع المصري قد عمل بالتوريق بشأن التمويل العقاري، فإننا سنخصص هذا المطلب لدراسة هذه الأصول في القانون الأنجلوأمريكي، لأهمية الوقوف على ماهيتها في عملية توريق .

فإذا كانت محفظة التوريق تتضمن حقوقا منقولة كأقساط القرض، وتتضمن أيضا رهونا عقارية، و كانت عملية التوريق تتطلب البيع الحقيقي لهذه المحفظة ، فهل تشمل صفقة بيع الأصول تلك الرهون الضامنة أم لا ؟ وهل يتم نقل الرهون العقارية تبعا لنقل الحقوق الشخصية بنفس نظام الرهن الرسمي المقنن في نظامنا القانوني؟، أم تنقل تلك الرهون في عملية التوريق بالبيع كضمان ؟ وعلى أى حال، إذا كانت الرهون تنتقل تبعا للأصول المالية، فإن هذا ما يثير تساؤلا آخر يتعلق بما إذا كانت الرهون العقارية تدخل ضمن الأصول المورقة أم أن التوريق يقتصر فقط على الأصول التي تدر دخلا ( كالحقوق المتولدة من القروض المضمونة بالرهون)؟ ، فهما معا ما يشكلان محفظة الأصول المنقولة من المنشئ أو الناقل إلى أداة التوريق. وما يزيد التساؤل الأخيرة وجاهة، وتأكيدا لأهمية الإجابة عنه، هو إمكانية خرق مبدأ إبعاد SPE عن الإفلاس عن طريق الرهون العقارية ، فيما لو لم تنقل تلك الرهون بشكل صحيح .

لذا، يتطلب الأمر لمعرفة ماهية الأصول المنقولة بالبيع في عملية التوريق، وما إذا كانت هي تلك الحقوق المتولدة من القروض فقط أم تشمل أيضا الرهن العقاري كضمان، إلقاء الضوء على الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية ، باعتبارها النموذج الذي تنحو الدول المنظمة للتوريق إلى إتباعه. (الفرع الأول) ثم نتطرق إلى بيان مدى اعتبار الرهون العقارية من الأصول المورقة وإمكانية خرق مبدأ تحسين الأصول من الإفلاس ( الفرع الثانى)

## الفرع الأول

### الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية

لا شك في أن الرهون العقارية تحقق الضمان الخاص للدائن الذي يجنبه مخاطر إعسار المدين ومزاحمة الدائنين له في الضمان العام. ويتحقق هذا التخصيص بتقرير حق عيني تبعي للدائن على هذا المال ، بما يمكنه في حالة عدم وفاء المدين بدينه من اقتضاء حقه من حصيلة التنفيذ على هذا المال بالتقدم والأفضلية على غيره من الدائنين العاديين، والدائنين الممتازين التاليين له في المرتبة.

كما أن هذا الضمان الخاص الذي يوفره الرهن العقاري يحقق للدائن ضمانا إضافيا بجانب ما له كباقي الدائنين من حق على الضمان العام على جميع أموال المدين.

وإذا كان الرهن العقاري في القانون المصري عقد يكسب به الدائن على عقار مخصص لوفاء دينه حقا عينيا تبعيا ، يكون له بمقتضاه أن يتقدم على الدائنين التاليين له في المرتبة في استيفاء حقه من ثمن ذلك العقار في أي يد يكون ، فإن الولايات المتحدة الأمريكية يوجد بها نوعين من الرهن: النوع الأول وهو ما يطلق عليه lien theory وفيه يحتفظ الراهن بالعقار المرهون ويكون للمرتهن حق رهن على ذلك العقار

كالرهن الرسمي في القانون المصري. والنوع الثاني ويسمى **title theory** ، وهو الذي تنتقل فيه الملكية دون الحياة للمرتهن أو ينقل فيه العقار المرهون إلى المرتهن أو إلى ترست ينشئه الراهن. ويخصص الرهن لوفاء دين المرتهن الذي يحق له في سبيل اقتضاء دينه بيع العقار المرهون واستيفاء حقه من ثمن ذلك البيع .

ويعتبر النوع الأول في إنشاء الرهن هو الأحدث في الأصل التاريخي من النوع الثاني. وعلى أي حال، فكلا النوعين معمولاً بهما في الولايات المتحدة الأمريكية، ويكمن الفرق الأساسي بين النظريتين في حقوق المقترض والمقرض خلال عملية بيع الرهن foreclosure. ففي نظرية lien للمقترض الحق في البقاء في حياة الممتلكات المرهونة حتى إكمال عملية بيع الرهن. أما في نظرية title theory فالمرتهن هو الذي يتحكم بالعقار المرهون أثناء اجراءات عملية بيع الرهن. ولأن النوع الأول من الرهن له مشاكل عملية في التنفيذ على العقار المرهون تلجأ البنوك إلى النوع الثاني من الرهن ، وهو، الذي تنقل فيها ملكية الرهن كضمان لأداء الالتزامات التي تقع على عاتق المدين ( المقترض ) (1).

وتعنى كلمة الرهون "mortgage" في الولايات المتحدة الأمريكية أن هناك سدين : هما، سند المديونية ، وسند الرهن . ويتمثل سند المديونية ( promissory note ) في تعهد المقترض بتسديد الدين في تاريخ محدد . وهذا السند يلزم الراهن بتسديد دينه حتى ولو لم يكن هناك رهن عقاري، ويبين ذلك السند الشروط المالية للتسديد، فضلا عن حقوق المقرض والمقترض. أما السند الآخر الذي يتكون منه الرهن فهو سند الرهن العقاري ويسمى mortgage deed إذا كان الرهن قد جرى بين الراهن والمرتهن، ويسمى سند من الترسر turst of deed ، إذا كان الراهن انشئ ترست وحول له حق ملكية العقار لمصلحة المرتهن. ويتضمن هذا السند أو ذاك وصف العقار المستخدم كضمان، كما يتضمن هيكل المدفوعات الدورية، ويحدد القواعد التي تسمح بخيار الدفع المسبق، وشروط الحماية الإضافية في حالة التقصير في الوفاء بالدين وبيع المرهون foreclosure. وهذان المستندان الأخيران متماثلان في المضمون .

مما سبق يتبين أن حق المرتهن في القانون الأنجلوأمريكي يعتبر حقا عينيا، فبمقتضاه يكون للمرتهن أو الترسر ( التي يملك العقار المرهون كضمان لصالح المرتهن ) سلطة مباشرة على العقار المرهون يستطيع من خلالها أن يستوفى حقه من ثمن هذا العقار. كما يعتبر حق المرتهن في الولايات المتحدة حقا تبعيا، إذ لا ينشأ مستقلا بنفسه مقصودا لذاته، بل ينشأ ضمنا للوفاء بالتزام قائم. حيث أن الرهن يتبع سند المديونية المثبت لالتزامات المقترض. وذلك تطبيقا لقاعدة القانون العام التي تقرر أن الرهن يتبع سنده. " the mortgage follows the note." وقد تبني هذه القاعدة التقنين التجاري الموحد ("UCC") (the

ويمنح سند الرهن للدائن المرتهن حقا على العقار المرهون لضمان تنفيذ الالتزامات الواردة بسند المديونية مقتضاه تمكين المقرض من الحصول على حقه الثابت بذلك السند عن طريق بيع الرهون باتباع القواعد التي تحكم آل foreclosure .

1- Andra Ghent, America's Mortgage Laws in Historical Perspective Research Institute for Housing America October 2012  
<http://www.public.asu.edu/~aghent/research/Jan%2020%202013.pdf>

ويجب للتنفيذ على العقار المرهون أن يثبت المرتهن تقصير المقرض في سداد الدين المضمون بالرهن، ويتمثل ذلك في عدم قيام الأخير بسداد الدفعات المستحقة أو عدم سداد الضرائب المستحقة على الملكية المرهونة أو عدم الوفاء بشروط وأحكام عقد القرض.

ولأن الدائن المرتهن أو المقرض يهمله في المقام الأول الحصول على ائتمانه ، فليس من ضمن أولوياته الحصول على ملكية العقار المرهون، فقد يلجأ إلى جدولة المبالغ المستحقة على الراهن أو يعمل على إضافة مبالغ قليلة على الرصيد المتبقى، خاصة إذا كانت مشكلة الراهن في عدم الوفاء مؤقتة ، وهو ما يسمى تعديل لشروط الرهن

#### **This modification to the mortgage is termed recasting the mortgage**

وعلى أي حال، نتيجة لتقصير الراهن في أداء التزاماته يكون للمرتهن حق بيع الملكية المرهونة **Foreclosure** ويعنى هذا المصطلح عملية تحصيل قيمة الرهن حيث الراهن قصر في سداد ما عليه ولم يظهر غير بيع الملكية المرهونة لاستيفاء الحق للمرتهن .

ويوجد طريقتان لتنفيذ ذلك. الطريقة الأولى، عندما يجرى الرهن بين المرتهن والراهن بدون تدخل الترس، يقوم المرتهن عند تقصير المقرض في أداء ما عليه من التزامات باللجوء إلى المحكمة للحجز على العقار المرهون وبيعه فيما يعرف بعملية التنفيذ على العقار المرهون تحت إشراف القضاء **foreclosure** بغرض تنفيذ سند المديونية. أما في الطريقة الثانية، والتي يجرى فيها الرهن بين المرتهن والراهن بدخول الترس، فإن الدائن المرتهن لا يفعل غير أن يقدم للترس ما يثبت تقصير المقرض في سداد القرض، ويمتلك الترس القدرة على بيع العقار المرهون بدون اللجوء للمحكمة. وإذ لم يف ثمن بيع الملكية المرهونة بمديونية المرتهن كان له أن يرجع على الراهن بما تبقى من الدين (1).

وفى كل الأحوال، للراهن الحق في استرداد العقار المرهون، ويعنى حق الاسترداد **Equity of redemption** أن الراهن يستطيع أن يسترد ملكيته إذ هو وفى بكل التزاماته، وينقضي الحق العادل في الاسترداد ببيع الملكية، ولكن حتى ذلك الوقت يستطيع أن يدفع الراهن جميع الفوائد القانونية والمصروفات إلى الدائن خلال عملية بيع الرهن.

### **الفرع الثاني**

#### **الرهون العقارية وإمكانية خرق مبدأ تحصيل الأصول من الإفلاس**

تحمى الرهون العقارية الحقوق الشخصية كونها تعمل كضمان للوفاء بها، وتشكل تلك الرهون مع هذه الأصول المالية حافظة الحقوق المنقولة من المنشئ أو الناقل إلى أداة التوريق. ومن هنا، يرتبط التساؤل حول ما إذا كانت تلك الرهون العقارية تقع ضمن الأصول المورقة بالتساؤل عن مدى اختراق مبدأ البعد عن الإفلاس بالرهون العقارية وسنتناول شرح ذلك كما يلي :

أولاً - مدى اعتبار الرهون العقارية ضمن الأصول المالية المورقة

1- , Anthony B. Sanders ,Real Estate Finance and Investment Lecture Note 1 Introduction to Real Estate Finance, THE OHIO STATE UNIVERSITY Max M. Fisher College of Business 772 :872/<http://mak.ac.ug/documents/Makfiles/theses/racheal%20research,Dr%20Ntai.pdf>

تمثل الرهون العقارية- كضمانة- أحد العناصر الرئيسية في منح الائتمان، إلا أنها لا تختلط بحقوق الدائنية المضمونة بها والتي تتولد منها التدفقات النقدية التي تمثل الضمان المباشر لحملة الأوراق المالية. ومع ذلك، فإن الرهون العقارية تمثل للأصول المالية معياراً من معايير الجودة. ويعنى ذلك، أن وجود تلك الأصول المالية بدون ضمانات يمثل خطراً على المستثمرين في إمكانية المحافظة على استمرار تدفقاتها النقدية.

فلئن كانت فكرة التوريق تتجسد في عزل مجموعة محددة من الأصول المالية تمثل التدفقات النقدية المتولدة منها الضمان المباشر لحملة سندات التوريق، إلا أن السندات المدعومة بالرهون العقارية تتميز بأن لها ضماناً إضافياً أو موازياً للتدفقات النقدية للمحافظة عليها هي تلك الرهون.

فإذا كانت تلك الرهون يمكن أن تتحول إلى أصول مالية كما لو عجز المقرض عن سداد الائتمان، فحتماً ستتحول الرهون العقارية إلى أصول مالية عن طريق تسهيلها بالبيع واقتضاء الائتمان الذي لم يسدد. ومن ثم، لا يمكن فصل الرهون العقارية عن الأصول المالية المتمثلة في التدفقات النقدية.

وعلى الرغم من إمكانية تحول الرهون العقارية من أصول عينية إلى أصول مالية في عملية التوريق، إلا أنه لا يجرى توريق تلك الرهون، وإنما ينصب التوريق على الحقوق المضمونة بالرهون العقارية. ولئن كان من غير الممكن اعتبار الرهون العقارية جزءاً من هذه الأصول المالية المورقة، حيث أنها تشكل فقط ضماناً للأصول المنقولة إلى الترس، إلا أن ذلك يعنى أن العجز عن تحويل تلك الضمانات إلى أصول مالية يشكل خرقاً لمبدأ بعد الأصول عن الإفلاس، فيما لو لم تنقل تلك الرهون العقارية بشكل صحيح.

ثانياً - نظام التسجيل الإلكتروني للرهون العقارية واختراق مبدأ البعد عن الإفلاس<sup>(1)</sup>

### Mortgage Electronic Registration System (MERS)

يتم تسجيل الرهون في المكتب المحلى المختص الذي يقع في دائرته العقار المرهون وعن طريق ذلك المكتب يمكن التعرف على كل ما يخص الملكية ابتداءً من المالك مروراً بالضرائب المستحقة علاوة على الرهون بأنواعها .

ونظراً للنمو السريع في توريق القروض المضمونة بالرهون العقارية، ونقل الأصول أكثر من مرة قبل وضعها في الترس، لم تستطع مكاتب التسجيل الاضطلاع بمهمتها فتراكمت التسجيلات أمامها، ومن ثم اجتمعت 28 شركة صناعية ووكالة ومن بينها فريدى ماك وفانى مى سنة 1955 وأسست شركة التسجيل الإلكتروني للرهون العقارية MERS وكان ذلك في ولاية Delaware بالولايات المتحدة الأمريكية.

وتسجل سندات الرهون باسم هذه الشركة في المكتب المحلى المختص بالنيابة عن المرتهن الذى بيده سند المديونية المسجل باسمه أو بالنيابة عن أى متنازل له أو محال له ذلك السند<sup>(2)</sup>. ويعنى هذا أنها تظهر في السجل الرسمى بالنيابة عن الدائن المرتهن ، ولكن لا يظهر أسمها في سند المديونية المضمون بالرهون

1. John Patrick Hunty, Richard Stanton and Nancy Wallace, The End of Mortgage Securitization? Electronic Registration as a Threat to Bankruptcy Remoteness August 12, 2011

2- FRANK S. ALEXANDER, GEORGIA REAL ESTATE FINANCE AND FORECLOSURE LAW § 5:4 (2010-2011 ed. 2009)

العقاري، فسد الرهن مسجل باسمها نيابة عن أي مرتهن يدخل السجل مالكا لسند المديونية في سلسلة طويلة من نقل هذه السندات في توريق الرهون (1). وبهذه الطريقة عملت تلك الشركة كنظام مركزي لخدمة القروض المضمونة بالرهن العقاري إذ عن طريقها يمكن تتبع تغير الدائنين المرتهين على الملكية المرهونة، نتيجة للتنازل عن أو حوالة سند المديونية. ولا تعتبر هذه الشركة مقرضا ولا منشئا ولا دائنا مرتهنا، وليست طرفا حقيقيا في الرهون المسجلة. وتحيل سندات الرهون قبل بيع الرهن الـ before foreclosing. إلى الترسر foreclosing. ويسجل عندئذ حوالة سند المديونية، ويبين كل هذه الأمور سند الشركة في تسجيل سند الرهن نيابة عن المرتهن صاحب سند المديونية.

فإذا كان التسجيل الإلكتروني هو المرتهن في سند الرهن بالنيابة "as nominee" عن المنشئ أو المحيل أو المتنازل، فهل يمكن القول بأن إمكانية تتبع نقل سند الرهن العقاري من دائن مرتهن إلى آخر داخل قاعدة بيانات MERS تبعا لتظهير سند المديونية وتسليمه إلى المحال له أو المظهر له تفي بشرط تسجيل حوالة سند المديونية، بما يعنى أن المرتهن الحالى أو الجديد يمكن تحديده عن طريق قاعدة بيانات تلك الشركة، ويحقق له الأولوية كما أرادها القانون؟ في الحقيقة لا يبدو أن ما تقوم به MERS، من نقل داخلي لسندات الرهن العقاري تبعا للتنازل عن أو حوالة سند المديونية الخاص بالرهن العقاري، يعنى أن هناك تسجيلا قانونيا لحوالة سند المديونية، حيث يعنى الإقرار بتلك الحوالات غير المسجلة بالمكتب المحلى التابع للولاية تفويض النظام الرسمى للتسجيل، الذى يتطلب تسجيل الحوالات به حتى يتمتع المسجل بحق الأولوية. بالإضافة إلى ذلك، فإن MERS نفسها أكدت من خلال ممارستها العملية على أن ما تقوم به ليس تسجيلا قانونيا لنقل أو حوالة سندات المديونية للرهون العقارية. فلا يوجد لديها، على سبيل المثال، تسجيل لأى حوالة لسند مديونية لأمين الترسر، على الأقل، في الرهون التي لم يمارس بالنسبة لها غلق الرهن Foreclosure (2). فإذا قصر الراهن في أداء ما عليه، فعندئذ تسجل حوالة سند المديونية للترسر في السجل الرسمى، وتحيل شركة التسجيل الإلكتروني الرهن إلى وصى الترسر أو or its servicer لكي يباشر إجراءات بيع الرهن foreclosure. ولكن حتى ذلك الوقت تظل الرهون مسجلة باسمها as nominee نيابة عن المرتهن، والحوالات ما قبل غلق الرهن تكون غير مسجلة قانونا، ويبدو أن هذه الشركة أنشئت كبديل لمثل هذا التسجيل.

بيد أن عدم تسجيل سند حوالة المديونية تسجيلا رسميا يكون من شأنه إبقاء سند الرهن للمحيل المسجل لسند مديونيته، وتأسيسا على ذلك رفضت المحاكم الجزئية في ولاية أوهايو أكثر من ستين دعوى قضائية أقيمت من الترسر بشأن غلق الرهن، تأسيسا على أنه لم يكن مالكا، إذ أظهرت المستندات أن المنشئ مازال هو المالك لسند المديونية وبالتالي سند الرهن العقاري (3)، مما شكل خطرا على حقوق المستثمرين.

1- ASF White Paper series NOVEMBER 16, 2010, op.cit .

2- John R. Hooge Lawrence, KS Laurie B. Williams, Mortgage Electronic Registration Systems, Inc.: Cases Decided in the Past Year Determining MERS's Authority to Act; or MERS-The Elephant in the Living Room -NORTON BANKRUPTCY LAW ADVISER October 2011 Issue No. 10

3- See American Bankruptcy Institute, op.cit " In 2007, a series of foreclosure cases in the United States District Courts in the Northern and Southern Districts of Ohio considered whether the plaintiff in the foreclosure cases was in fact the holder of the mortgage and note on the real property. See In re Foreclosure Cases, 521 F. Supp. 2d. 650 (S.D. Ohio 2007), In re Foreclosure Cases, 2007 WL 4034554 (N.D. Ohio Nov. 14, 2007)." See also; - In re Nosek, 386 B.R. 374

ورفضت المحكمة اعتبار ما يتم من تسجيل لهذه الحوالات بقاعدة بيانات تلك الشركة تسجيلاً رسمياً ومن ثم بقيت الأصول على ملك المنشئ ولم تنتقل إلى الترتست.

وهكذا تبدو حقوق أمين الترتست معرضة للاحتجاج عليها بالحقوق اللاحقة التي يمكن أن تسجلها أي كيانات أخرى والتي تكون لاحقه على رهن المنشئ أو المرتهن. ومن ثم، يبدو أن التسجيل الإلكتروني خلق مخاطراً من شأنها فقدان الأولوية في التنفيذ على الرهون العقارية الضامنة للتدفقات النقدية، وساهم بشكل كبير في إضعاف عملية نقل الرهن العقاري، وأدى إلى فشل مبدأ إبعاد الأصول عن الإفلاس أحد الركائز الأساسية في توريق الأصول.

## المبحث الثاني

### الآلية القانونية لنقل الأصول في عملية التوريق ومخاطرها

**تعتبر طريقة نقل الأصول المالية إلى أداة التوريق spv ذات أهمية بالغة لنظام التوريق.** فعن طريقها يمكن نجاح التوريق، أو فشله. وذلك لارتباطها بمدى إقبال المستثمر على سندات التوريق، حيث هو الحكم النهائي ومدى نجاحه. ولن يكون هذا إلا حيث يطمئن المستثمر على القوة الائتمانية لتلك السندات بابتعادها مبدئياً عن خطر إفلاس المنشئ.

وقد استقرت الأنظمة القانونية التي تأخذ بهذا النظام على أن نقل الأصول إلى spe، ينبغي أن يكون بيعاً حقيقياً وألا يكون بيعاً متدنياً أو بقيمة تفضلية أو بيعاً إحتيالياً<sup>(1)</sup>، تنتقل فيه الأصول من ذمة المنشئ لتدخل ذمة أداة التوريق، بما لا يعرض أصول الأخير لخطر إفلاس المنشئ أو ناقل الأصول. بالإضافة إلى أن المنشئ نفسه لا يستفيد من نظام التوريق إلا بطريقة نقل الأصول بالبيع الحقيقي.

وقد لا تتوفر في نقل الأصول شروط البيع الحقيقي ويتم الاستعانة بمعايير المحاسبة المقبولة، ومعايير قانون الإفلاس للتحقق من طبيعة نقل الأصول. وإذا كان النقل غير مؤثر، لعدم تحقق تلك الشروط، فإن المحكمة تستطيع إعادة وصفه كضمان لقرض<sup>(2)</sup> الأمر الذي يمثل خطراً على أداة التوريق (spe)، ويعرض أصول عملية التوريق للإفلاس.

وعلى ما تقدم، رأيت أن أدرس نقل الأصول وإبعاد spv عن الإفلاس في مطلبين: المطلب الأول، الآلية القانونية لنقل الأصول وتتضمن دراسة هذه الآلية في النظام الأنجلوأمريكي (الفرع الأول) وفي فرنسا (الفرع الثاني) والمطلب الثاني خاص بالمخاطر المحيطة بنقل الأصول وتتضمن دراسة خطر إعادة تكييف صفقة نقل الأصول (الفرع الأول) و دراسة خطر قانون الإفلاس على صفقة نقل الأصول (الفرع الثاني).

(Bankr. D. Mass. 2008), the court was presented with conflicting proofs of claim and representations regarding ownership of the note and mortgage. The Nosek Court stated that “the confusion and lack of knowledge, or perhaps sloppiness” resulted in the Court having to “expend time and resources . . . because of the carelessness of those in the residential mortgage industry.” The Nosek Court went on to impose significant sanctions under Bankruptcy Rule 9011.

<sup>1</sup> -John Patrick Hunty, Richard Stantonzand Nancy Wallace op,cit .

<sup>2</sup> - فالخطر في معالجته على أنه قرض من المصدر إلى الناقل وليس بيعاً يتمثل في أن الأصول المالية المنقولة ستشكل جزء من ذمة المنشئ حال وقوعه في الإفلاس .

## المطلب الأول الآلية القانونية لنقل الأصول

سندرس آلية نقل الأصول في نظم القانون العام إنجلترا والولايات المتحدة الأمريكية مسقط رأس نظام التوريق، ثم ندرس تلك الآلية في فرنسا كممثل للنظم القانونية المنتسبة للعائلة الرومانية الجرمانية (1).

### الفرع الأول الآلية القانونية لنقل الأصول في النظام الأنجلوأمريكي

استقر فقه التوريق فيما يتعلق بنقل الأصول في عملية التوريق على وجوب أن تخرج الأصول نهائياً من ذمة المنشئ أو الناقل وتدخل ذمة أداة التوريق (spe) عن طريق البيع الحقيقي، فيما يعرف بالعزل القانوني للأصول (2)، حتى لا تكون تلك الأصول محلاً لتفليسة المنشئ أو الناقل. وندرس ذلك على غصنين في كل من إنجلترا والولايات المتحدة الأمريكية كالتالي.

### الفصل الأول إنجلترا ونقل الأصول في ظل قانون العدالة

يتم نقل الأصول في إنجلترا من المنشئ إلى ترست التوريق، أو شركة التوريق، بنظام حوالة الحقوق. بيد أن هناك نوعين من حوالة الحقوق في النظام القانوني الإنجليزي (3) هما، الحوالة القانونية أو الحوالة العادلة (legal OR equitable assignment). وبينما تقبل الحقوق الحوالة بأيهما لأداة التوريق spv، فإن العمل جرى على نقلها عن طريق الحوالة العادلة. لذا يتعين علينا التعرف على الحوالة الأخيرة من ناحية شروط انعقادها وبيان الفرق بينها وبين الحوالة القانونية. وآثار تلك الحوالة فيما بين الترسست والمدين والترست والمحيل.

1- Jean-Charles Papeions, *Asset-Securitization: A Comparative Study Between the U.S. & Belgium*, 1996 INT'L BUS. L.J. 341; Michael T. Kawachi, *The New Law of Asset Securitization in Japan*, (1994) 17 U. PUGET SOUND L. REV. 587; Yoshiki Shimedia & Shinji Itoh, *Japanese Asset Securitization: A Guide for Practitioners*, (1997) 38 HARV. INT'L L.J. 171; Gary J. Kopff, *Asset Securitization in Argentina and Colombia*, THE FINANCIER, Aug. 1994, ; Peter V. Maher, *An Irish Home For Your SPV*, INT'L ASSET-BACKED SEC. REP., Feb. 4, 1998. For an overview and analysis of several European countries, see ASSET-BACKED SECURITIZATION IN EUROPE (Theodor Baums & Eddy Wymeersch eds., 1996)

2 -John Patrick Hunt, Richard Stanton and Nancy Wallace, op.cit

3- MARKE RAINES AND GABRIELLE WONG, ASPECTS OF SECURITIZATION OFFUTURE CASH FLOWS UNDER ENGLISH AND NEW YORK LAW, by, 454- DUKE JOURNAL OF COMPARATIVE & INTERNATIONAL LAW [Vol 12:453

## أولاً- الحوالة القانونية وتحولها إلى الحوالة العادلة

حتى يمكن القول: بأننا بصدد حوالة قانونية لحقوق المنشئ أو الناقل لأداة التوريق spv ينبغي أن تتوافر أربعة شروط في تلك الحوالة وهي: (1) 1- أن تكون الحوالة تامة منجزة . 2 - أن تكون الحوالة ناقلة لكل الحق. 3 - أن تكون الحوالة مكتوبة . 4 - وأن يكون هناك إعلان كتابي للمدين بالحوالة (2). وتنفذ تلك الحوالة من تاريخ إعلان المدين بها، وتنقل هذه الحوالة حقوقاً فقط، ولا تنقل التزامات (3). كما يجب أن تقع الحوالة على حق قابل للحوالة قانوناً أو انصافياً وإذ لم تتوافر الشروط الأربعة في الحوالة، فإنها سوف تعمل كحوالة عادلة .

وعلى أي حال، لم تصلح الحوالة القانونية عملياً لتوريق الأصول للأسباب الآتية :-

1- تعتبر ضرورة إعلان المدين في الحوالة القانونية من الأسباب الرئيسية التي تذهب بالمنشئ للأصول من الحوالة القانونية إلى الحوالة العادلة، إذ يترتب على إعلان المدين بالحوالة في الحوالة القانونية خروج منشئ الأصول من الصفقة والرهن وحلول المصدر أو الأمين محله، مع حق الأخير ( المحال له ) في الرجوع المباشر على المقترض. وذلك، ما لا يرغب فيه المنشئ، سواء في إنجلترا أو أستراليا، فضلاً على أن إعلان المقترض الأول بالحوالة قد يسبب ضرراً للبنك في علاقاته بعملائه، بأن تجعلها على عكس ما يجب أن تكون عليه. ولأن البنك يقوم - غالباً - بخدمة تحصيل التدفقات النقدية للأصول، فلهذه النظم والبيانات المتاحة لإدارة جميع المطالبات بفاعلية، فالأفضل أن يتجنب إعلان المدين بسبب ما قد يتكبده من مصروفات، وما قد يسببه ذلك من ضرر اقتصادي. 2- يعنى تطلب إعلان المدين بالحوالة القانونية أن تخضع الحوالة لأي شروط شكلية مطلوبة مثل التسجيل في السجل العيني في حالة الرهون العقارية، بما يترتب عليه من تحمل لأعباء مالية، وإدارية يمكن تجنبها بالحوالة العادلة. 3- لا تصلح الحوالة القانونية إلا لنقل كامل الحق في حين أن الحوالة العادلة تصلح لنقل جزء منه (4) 4- وفي حين لا يسمح القانون العام بحوالة الحقوق المستقبلية (5) كانت الحوالة العادلة هي الخيار المتاح لنقل مثل هذه الحقوق . وعلى ذلك النحو، فقد وجد منشئ الأصول (وهو في العادة

1- MARKE RAINES AND GABRIELLE WONG,OP,CIT.

2-Jones v Humphrey [1902] 1 KB 10; Forster v Baker [1910] 2 K B 636 (CA); In Re Steel Wing Co. Ltd. [1921] 2 Ch 349. A legal assignment operates from the date on which notice is given to the underlying debtor to transfer (i) the legal right to the debt; (ii) the legal and other remedies for the same; and (iii) the power for the assignee to give a good discharge for the debt without the concurrence of the assignor. See also , Under Section 136 of the Law of Property Act 1925, an assignment: (a) must be absolute; (b) is in writing under the hand of the assignor; (c) is of any debt or other legal thing in action (i.e., all choses in action which are capable of being legally or equitably assigned); (d) does not purport to be by way of charge only; (e) must be notified in writing to the debtor or trustee (and an acknowledgment of such notice should be obtained); and (f) is subject to equities even if all Section 136 requirements are satisfied. Law of Property Act, 15 Geo. 5, c. 20, § 136 (1925) (Eng.).

3 - MARKE RAINES & GABRIELLE WONG,op.cit ,p. 454

4- Encyclopaedia of Forms and Precedents, Vol 4 (1938), 566. This is the case in all Australian jurisdictions except Western Australia: see section 20(3) of the Property Law Act 1969 (WA). In the other Australian jurisdictions, however, an assignment of part of a loan is recognised in equity: see Williams v Atlantic Assurance Co [1933] 1 KB 81 and Re Steel Wing Co [1921] 1 Ch 349.

5- MARKE RAINES& AND GABRIELLE WONG, op,cit.

بنك ) الذي يرغب فى توريق حقوقه<sup>(1)</sup> أن الحوالة العادلة هي الأنسب للتوريق لما لها من مزايا إيجابية<sup>(2)</sup>. ومن ثم، جرى العمل على استخدامها<sup>(3)</sup>

ثانيا - شروط انعقاد الحوالة فى ظل قانون العدالة :

تنعقد الحوالة العادلة برضاء المحيل assignor والمحال له assignee، ولا حاجة لرضاء المدين<sup>(4)</sup>. ويجب أن تأخذ حوالة الأصول إلى أداة التوريق spv حكم البيع، فتنقل الأصول من ذمة البائع أو المحيل إلى ذمة أداة التوريق spv<sup>(5)</sup>.

ويجب أن يكون للمحيل الحق فى حوالة الأصول بألا يكون محظورا عليه حوالتها ؛ بمقتضى مستندات الصفقة<sup>(1)</sup>، أو بحسب طبيعة الحقوق المحالة<sup>(2)</sup>. ويراعى ذلك من قبل المستثمرين، ووكالات التقدير<sup>(3)</sup>.

<sup>1</sup> -Theoretically, any income-producing asset can be securitised. For example, assets that have been securitised in the United States include home mortgage loans, commercial property mortgages, consumer receivables (car, boat and truck loans, credit card receivables, TV rentals, mobile home loans, student loans, health care receivables, telephone charges), trade receivables, equipment leases, (e.g. aircraft leases), bank loans (sovereign debts, even project finance loans), bond portfolios, and third world debt: see J Hu, R Pollsen and J Elengical, 'A Record Year for Residential MBS' (2002) 62 Mortgage Banking 36; J C Shenker and A J Colletta, 'Asset Securitisation' (1991) 69 Texas Law Review 1369, 1380; and G Salathe, 'Reducing Health Care Costs through Hospital Accounts Receivables Securitization' (1994) 80 Virginia Law Review 549

<sup>2</sup>-An equitable assignment will operate to transfer only the beneficial interest in the asset, and legal title will remain with the assignor: *Holroyd v Marshall* 11 Eng Rep 999; and *Howard v Miller* (1915) App Cas 318. Like a legal or absolute assignment, an equitable assignment does not operate to transfer obligations from the originator to the issuer. An equitable assignment will, however, transfer all rights of the originator in the loan or part thereof to the issuer, since a transfer of part of a right or chose in action is permissible under an equitable assignment: see, *Jones v Humphreys* [1902] 1 KB 10 and *Williamls v Atlantic Assurance Co Ltd* [1933] 1 KB 81. This in effect gives the SPY/assignee recourse to the borrower in equity, albeit only to the extent of the beneficial interest in that part of the loan assigned, and only when the originator/assignor (or the owner of the legal title) is joined as a party to a claim. See *Derham Bros v Robertson* [1898] 1 Q B 765; *William Brandt's Son & Co v Dunlop Rubber Co Ltd* [1905] App Cas 454; L B Klein, 'Legal Issues Relating to Participation in Bank Loans', in J Lederman (ed), *The Commercial Loan Resale Market* (1991) 357, 385.

<sup>3</sup> - Jason HP Kravitt, Ian R. Coles & C. Mark Nicolaidis, "Coping with Cross- Border Securitization", 1991, International Financial Law Review, Nov. P 34, 35

'In the UK, there are generally three methods of transferring a receivable, novation, assignment and sub-participation . Since *novation* (essentially a re-creation of the obligation) requires the consent and cooperation of all three parties - the SPV, the originator and the account debtor - it's infrequently done . Therefore this method of transfer will not be discussed here any further '. The final method for transferring receivables in the UK is through a sub-participation. Subparticipation, known as a back-to-back loan, is where another bank "purchases" financial assets from their originator by making a loan to the "seller" with recourse limited to the subparticipated assets . In order for such a transfer to be a "true sale", the seller must not have any obligation to fund the repayment of the sub-participation loan

[http://www.jura.uni-rankfurt.de/ifawz1/baums/Bilder\\_und\\_Daten/Arbeitspapiere/a0294.pdf](http://www.jura.uni-rankfurt.de/ifawz1/baums/Bilder_und_Daten/Arbeitspapiere/a0294.pdf)

<sup>4</sup>- Jason HP Kravitt, Ian R. Coles & C. Mark Nicolaidis, op, cit p.34

<sup>5</sup> - ويمكن أيضا نقل الأصول فى القانون الانجليزى عن طريق التجديد ولكن التجديد يتطلب رضاء المدين أو موافقته انظر See PELMA JACINTH RAJAPAKSE, op, cit, p.50 'Thereby effecting a novation. In the context of securitisation, a novation involves a tripartite arrangement whereby the two parties to an original contract, the originator and the debtor, agree with an SPY that the SPY shall become a substitute for the originator, and thus assume the originator's rights and obligations under that contract and in the creation of a new contract between the SPY and the debtor.'

كما يجب أن تكون تلك الحوالة مكتوبة. وأن يكون هناك دليل على أن المحيل يعتزم فوراً وعلى نحو لا رجعة فيه تحويل حقوقه إلى *to the SpV as assignee* المحال له. وبينما لا حاجة إلى إعلان المقترضين (4) الأوائل في الحوالة العادلة بحوالة قروضهم العقارية. فإنها تكون نافذة فيما بين المنشئ أوالمحيل وأداة التوريق *spe* .

### ثالثاً - آثار الحوالة العادلة لمحافظة أصول التوريق:

ولما كان المحيل هو من يتولى غالباً وإن لم يكن دائماً تحصيل تدفقات الأصول المحالة بالحوالة العادلة، وكان القانون لا يشترط إعلان المدين بهذه الحوالة لنفاذها، فهناك إذاً علاقتان: علاقة بين المدين (المحال عليه) (المحال له)، وعلاقة بين الترس (المحال له) والمحيل ناقل الأصول، نتناولهما كما يلي.

#### 1- العلاقة بين المدين (المحال عليه) (المحال له) (مضمون الحقوق المنقولة بالحوالة العادلة)

تتجسد حقوق الدائن المرتهن المتولدة من القرض المضمون بالرهون العقارية أو قرض السكن في مستندين: هما، سند المديونية المبين للالتزامات الراهن في دفع الديون، وسند الرهن والذي يعطيه الحق في بيع الملكية المرهونة (5) فيما لو قصر الراهن في أداء ما عليه من الالتزامات الموضحة في سند المديونية. وهذان المستندان يمثلان الحقوق موضوع الحوالة العادلة.

ويتمثل مضمون هذه الحقوق الشخصية في استلام أصل مبلغ الدين والفوائد من المقترض، كما تشمل أيضاً الحق في بيع الرهون الضامنة في حالة تقصير المقترض، وهذه الحقوق الأصلية للدائن المرتهن، هي ، ما كان يجب أن تنقل إلى أداة التوريق ( *spv* ) (6) فيما لو كانت تلك الحقوق قد انتقلت بالحوالة القانونية، أما وأن حوالة تلك الأصول يتم باستخدام الحوالة العادلة، فإن هذا ما يكسب أداة التوريق *spv* فقط حقا

<sup>1</sup> - *Linden Gardens Ltd v Lenesta Sludge* [1994] AC 85 (HL) at 106-107. McKnight 2003 *JIBL* at 3 advances some of these reasons, for instance: (1) The debtor may wish to retain rights of set-off, not only with regard to the transaction giving rise to the claim, but also with regard to present and future claims of a more general nature. (2) If the debtor overlooks a notice of the assignment and he pays the assignor, he will not obtain a good discharge. (3) The assignee may be a person with whom the debtor does not wish to deal, or the debtor may wish to only deal with the assignor, because of their special working relationship.

<sup>2</sup> -Croatia, Romania, Serbia and Slovakia, True-sale securitisation Central and eastern Europe: July 2005,p7

<sup>3</sup> - NataniaLocke, op,cit.p.180

شروط عدم الحوالة، تعني أن يدرج في الاتفاق بين المدين والدائن شرط بعدم حوالة الديون الناشئة عن الاتفاق ويسمح بهذا القانون الانجليزي، حيث يمكن أن تكون لدى المدين عدة أسباب مشروعة لوضع مثل هذا الشرط. وإذا تمت الحوالة على الرغم من وجود هذا الشرط يمكن مقاضاة المحيل على أساس الإخلال بالعقد. ويفسر شرط عدم الحوالة في إطار سياق النصوص وسوف لا تكون الحوالة باطلة في كل الظروف.

<sup>4</sup>- PELMA JACINTH RAJAPAKSE,op,cit p,61

<sup>5</sup>- Loans &Bor.R:April 1998,p .4004That transfer must be by way of security rather than by way of sale or gift see for that Loans &Bor.R:April 1998,p .4004

<sup>6</sup>- PELMA JACINTH RAJAPAKSE,op,cit,p.48

عادلا ( ملكية انصافية ) على الحقوق المنقولة في حين تبقى الملكية القانونية للأصول لمنشئ الأصول أو الناقل ، فليس هناك إعلان بالحوالة يوجه إلى المدين<sup>(1)</sup>.

وعلى أى حال، إذا كان للترست في حالة الحوالة العادلة مباشرة جميع الحقوق والدعاوى المتعلقة بالأصول<sup>(2)</sup>، إلا أنه لا يتمكن من الوصول إلى المقترض الأول ومباشرة بيع الملكية المرهونة.

## 2- العلاقة ما بين الترسرر و المحيل (منشئ الأصول أو الناقل)

تتمثل العلاقة بين الترسرر والمحيل في كيفية حماية حقوق الأول في الحقوق المنقولة ، وأثر الحوالة العادلة عند إفلاس المحيل.

### - حماية حقوق الترسرر في الأصول المحالة

إذا لم يقوم المحيل بإمداد المحال له (أداة التوريق) بالتدفقات النقدية المتولدة من الأصول، فلهذا الأخير الحق في مقاضاته على أساس الإخلال بالترسرر<sup>(3)</sup>. ودعوى الإخلال بالترسرر لها أثرها على دائني المحيل حال إفلاسه. لأن المحال له يستطيع تتبع الأموال المنقولة إليه (الأصول)، وله الأولوية على الحقوق غير المضمونة لدائني المنشئ<sup>(4)</sup>. كما لأمين الترسرر الحق في تتبع أصول الترسرر إذا تصرف فيها المحيل. حيث تنتقل هذه الأصول إلى المتصرف إليه محملة بالترسرر، إلا إذا كان المتصرف إليه حسن النية، فلا يحتج عليه بالترسرر. وهنا، لا يكون أمام الترسرر إلا الإيداع بالتعويض. وقد ينتهي عمليا حق الترسرر (spe) في التتبع، إذا كانت ملكية الترسرر مختلطة مع ممتلكات أخرى للمنشئ وغير مسجلة. وفي هذه الحالة، ليس له إلا طلب التعويض<sup>(5)</sup>.

### - أثر الحوالة العادلة<sup>(6)</sup> عند إفلاس المحيل

يقف وراء حقيقة الإقراض الجيد ضمان الصدق والنزاهة في العلاقة مع المستثمرين بالكشف عن الحقائق، بما يؤدي إلى إعطائهم خيارات مستنيرة، ويسمح لسوق الخدمات المالية العمل بفاعلية<sup>(7)</sup>.

1- NATANIA LOCKE,OP,CIT,p.132 and see Federal Reserve System Supervision and Regulation Task Force on Securitization op,cit p,99” and see PELMA JACINTH RAJAPAKSE,op,cit,p49

2-Ibid,p16

3- Nathanb. Oman, A Pragmatic Defense of Contract Law, [Vol. 98:77 98 THE GEORGETOWN LAW JOURNAL Available online]. Retrieved 12/1/2012 from

[www.georgetownlawjournal.org/issues/pdf/98-1/Oman.PDF](http://www.georgetownlawjournal.org/issues/pdf/98-1/Oman.PDF)

4-Ibid,P.30

5 -Ibid, loc cit.

6- MARKE RAINES& AND GABRIELLE WONG,OP,CIT ,p. 455

<http://www.law.duke.edu/shell/cite.pl?12+Duke+J.+Comp.+&+Int'l+L.+453>

In the absence of notice, four factors need to be considered. First, certain incremental rights of set-off continue to accrue. Gov't of Nfld. v. Nfld. Ry. Co., 13 App. Cas. 199, 200 (P.C. 1888). Second, the assignor may give good discharge to the debtor for amounts received by the assignor. Brice v. Bannister 3 Q.B.D. 569, 569 (1878). Third, the debtor and assignor may amend the assigned contract. *Id.* at 571-73. Fourth, a third party taking a subsequent assignment without notice of the prior assignment may, by giving notice ahead of the first assignee, take priority. Dearle v. Hall, 3 Russ. 1, 1, 38 Eng. Rep. 475, 475 (Ch. 1823).

7-Ibid, loc cit.

لذا، فإن عدم وجود إعلان للمدينين بالحوالة ( بأن رهونهم قد أحييت ) يمكن أن يكون له أثر معنوي كبير على الكفاءة الاقتصادية. كما يمكن أن يكون له أثر من الناحية القانونية البحتة، فيمكن أن يشكل إهمال إعلان المقترضين خطراً في أن تباع منازلهم عن طريق الخطأ<sup>(1)</sup>. فلئن كان عدم إعلان المقترضين قد يكون مناسباً للبنك، إلا أنه يتم خلافاً للحكمة التقليدية في القانون الإنجليزي والتي تذكر أنه من الحكمة للمحال له سواء كانت الحوالة قانونية أو عادلة للرهن العقاري أن يكون هناك إعلان بالحوالة إلى المقترض. فنقل الرهن قد يكون استثماراً غير آمن ما لم يوافق المدين أو يكون طرفاً منضماً في نقل الأصول. فإذا كان يجوز قانوناً للمحال له (المنقول له الأصول بالحوالة العادلة) الترسد إقامة الدعوى باسمه ضد المدين، إلا أنه يجب أن ينضم إليه فيها المحيل؛ ضماناً للمدين في أن ما يقوم بسداده إلى المحال له مبرئاً لذمته تجاه المحيل<sup>(2)</sup>.

وعلى أي حال، تنتقل الأصول في القانون الإنجليزي بالحوالة العادلة<sup>(3)</sup> شريطة النظر في مقابل نقل الأصول، والنية الواضحة على الحوالة. وللحوالة بدون إعلان المقترضين مخاطر كثيرة نذكرها كالتالي:-

يعتبر الخطر الرئيسي في حالة عدم إعلان بالحوالة هو إمكان استمرار المدين بالوفاء للمنشئ أو المحيل وفاء مبرئاً لذمته، ولا يكون ملتزماً بالوفاء إلى المحال له ( spv ) مرة أخرى، ويبرز ذلك الخطر في حالة ما إذا كان هناك اختلاط في المدفوعات في حسابات المنشئ (as servicer) كمحصل للتدفقات النقدية من القروض الأساسية<sup>(4)</sup>، إلا أن هذا الخطر أمكن تلافيه بتوجيه المدفوعات المتولدة من الحقوق المنقولة مباشرة إلى حساب المحال له (spv)؛ حيث يقوم المنشئ/ servicer بإفراغ الحساب بعد ختام اليوم في حساب المحال له ( spv )<sup>(5)</sup>، ولا يحق للمنشئ سحب أي أموال من هذا الحساب دون موافقته. بيد أن الموقف يصبح أكثر تعقيداً في الحوالة العادلة إذا لم يستمر المنشئ/المحيل في تحصيل الديون كـ servicer. فالمدين الذي لم يعلن بالحوالة سوف تبرئ ذمته عند الوفاء للدائن الأصلي، وقد يكون المنشئ أو الناقل أو غيرهم.

كما يترتب على عدم إعلان المدين أو المقترض بالحوالة فقدان (إل spe) المحال له حق الأولوية على الحقوق المحالة في حالة ما إذا أعاد المنشئ المحيل بيع الأصول أو رتب حوالة أخرى إلى محال له آخر على نفس الأصول ( الحقوق المؤكدة في الكاش فلو) وهذا ما تم تطبيقه في قضية Dearle v Hall.<sup>(6)</sup> وتقرر بها أن الحوالة الثانية تتقدم على الحوالة الأولى لوجود إعلان بالحوالة للمدين في الحوالة الثانية وعدم وجوده في الحوالة الأولى<sup>(7)</sup>.

1--PELMA JACINTH RAJAPAKSE,op,cit,p.16

2- See Weddell v JA Pearce & Major [1988] Ch 26 at 40G-H , A legal assignee can sue the debtor in his own name without involving the assignor, but an equitable assignee must join the assignor as co-plaintiff if he is willing to co-operate, or as co-defendant when he is not., where the Court held that the joinder of the assignor in an equitable assignment has a practical reason, namely to ensure that the debtor will receive a full discharge by payment to the equitable assignee. An action instituted without joinder is not a nullity, but will be stayed until joinder.

3- PELMA JACINTH RAJAPAKSE,op,cit p,61

4- NATANIA LOCKE,OP,CIT P.135 And see; PELMA JACINTH RAJAPAKSEOP,CIT,P16

5- loc cit.

6- Dearle v. Hall (1828) 3 Russ 1. About , EQUITABLE PRIORITIES, J. D. PYNE, Case Editor - Fourth Year Student. 376 SYDNEY LAW REVIEW Available online]. Retrieved 12/1/2012 from <http://www.austlii.edu.au/au/journals/SydLRev/1960/23.html>

7- NATANIA LOCKE,OP,CIT,P.133

كما قد يدفع عدم تطلب إعلان المقترض في الحوالة العادلة البنك المنشئ إلى القيام بالكثير من الحوالات التي قد تكون محظورة بموجب مستندات الصفقة أو المعاملة. وبالإضافة إلى ذلك، فإن من شأن عدم إعلان المقترض بالحوالة أن يسمح له باستخدام حقوقه في المقاصة التي كانت له قبل المنشئ، ضد المحال له طبقاً للقانون العام، وبالتالي فالمحال له ليس في وضع أفضل ضد المدين من وضع المنشئ أو المحيل قبل الحوالة<sup>(1)</sup>.

ونظراً لخطورة حق المقاصة على أداة التوريق أو المحال له (spe) في عدم تلقي جميع الإيرادات المتوقعة والذي يمارسه المدين ضد المرتهن الأصلي لجأ المقرضون إلى التقليل من هذا الحق بتضمين مستندات الرهن العقاري شروطاً نموذجية بمقتضاها يوافق المدين أو المقترض على عدم ممارسة حق المقاصة ضد الترس، و صحت هذا الشرط في إطار القانون العام، حتى لو أصبح المدين معسراً<sup>(2)</sup>.

وبذلك نكون قد انتهينا من دراسة طريقة نقل الأصول في القانون الإنجليزي. ولمسنا مدى المشاكل التي يمكن أن يتسبب فيها الأخذ بالحوالة العادلة، وكيف أن حق أداة التوريق على الأصول المنقولة ليس حق ملكية قانونية، بل هي تمتك الأصول عدالة، وتظل الملكية القانونية لتلك الأصول للمنشئ، مع ما يستتبعه ذلك من إمكانية تأثر الأصول المنقولة إلى أداة التوريق بإفلاس ناقل الأصول. وإذا كان القانون الإنجليزي قد تغلب على هذه المشكلة بإنشاء حساب خاص لأداة التوريق توضع فيه تسديدات الأصول، بما يعني أنها تصبح قادرة على الوفاء بحقوق المستثمرين، فإن ذلك لا ينفى إمكانية حدوث مشاكل تستوجب تدخل آليات تحسين وتعزيز الائتمان.

## الغصن الثاني

### الولايات المتحدة الأمريكية ونقل الأصول بالبيع الحقيقي

نقل الحقوق شرطه البيع الحقيقي Transfer of rights and „true sale requirement

أجمع فقهاء التوريق على أن الهدف الذي يجب مراعاة تحقيقه في طريقة نقل الأصول هو أن تكون الأصول المنقولة لأداة التوريق spe معزولة قانوناً legal insulation or isolation من ذمة المنشئ بطريق البيع الحقيقي لإبعاد خطر إفلاسه وتأثيره على الأصول المنقولة، ولضمان استمرار التدفقات النقدية للأوراق المالية للمستثمرين.

وتعول المحاكم الأمريكية عند النظر في معاملات التوريق على ضرورة أن تكون صفقة نقل الأصول من المنشئ أو الناقل إلى أداة التوريق (SPV) بيع حقيقي للأصول، وليست صفقة قرض مضمون

1- See further *Marathon Electrical Manufacturing Corp v Mashreqbank PSC* [1997] 2 BCLC 460 (QBD) at 469–470; *Business Computers Ltd v Anglo-African Leasing Ltd* [1977] 2 All ER 741 (Ch) at 748. The assignee cannot be in a better position by virtue of the assignment than the assignor, therefore if the debtor had any right to set-off against the assignor, the assignee will take the book debts subject to these rights. See also Glennie et al *Securitization*, at 193. This position is left unchanged by the Law Commission's recommendations in its Final Report at 107 (par 4.11).

2-P R Wood, *Title Finance, Derivatives, SetOff, and Netting* (1995).

<http://ujdigispace.uj.ac.za:8080/dspace/bitstream/10210/747/4/Ch%20%20Derivatives%20and%20Risk.pdf>

بمستحقات المحيل، فبهذا البيع تصبح الأصول المباعة معزولة من الإفلاس المحتمل للمنشئ<sup>(1)</sup> وتنطبق القواعد القانونية الخاصة بكل ولاية على حوالة الأصول<sup>(2)</sup>.

وتقتضى دراسة البيع الحقيقي للأصول فى الولايات المتحدة الأمريكية التعرف على ماهيته، وآثار البيع الحقيقي فيما بين المحيل والترست (المحال له)، والترست والمدين (المحال عليه)

## أولاً- ماهية البيع الحقيقي

تباع قروض الرهن العقاري إلى الترست من خلال مجموعة من الخطوات<sup>(3)</sup>، وقد تباع أو تحال أو تنقل مرات عديدة من وقت إنشائها وحتى وضعها في ترست التوريق. فإذا كانت البنوك تجرى عند منح الائتمان على الحصول على رهون عقارية بنقل ملكية العقار المرهون إليها أو إلى الترست لصالحها، وكانت حوالة سند المديونية يتبعها انتقال العقار المرهون كضمان تطبيقاً لقاعدة القانون العام التي تقرر أن الرهن يتبع سنده. " **the mortgage follows the note** " التي تبناها التقنين التجاري الموحد ("UCC")<sup>(4)</sup>، فإن أصول عملية التوريق المحالة تتكون من سندات المدونية المضمونة بسندات الرهون العقارية<sup>(5)</sup>. وبينما تقبل كافة سندات المديونية للرهن العقاري البيع المباشر أو الحوالة، فإن تلك السندات بموجب التقنين التجارى الموحد تكون قابلة للتداول بالتظهير وتسليم حيازتها إلى وصى التوريق أو نائبه فى عملية التوريق<sup>(6)</sup>. ولا يختلف الأمر فى حوالة أو نقل الرهن العقاري السكنى وفقاً لأحكام المادتين 3<sup>(7)</sup> و 9<sup>(8)</sup> من التقنين

1- According to 11 USC § 541(a)(1), such assets are no longer legal or equitable interests of the debtor and are therefore excluded from the debtor's bankruptcy estate.

2- See, e.g., In re Cook, 457 F.3d 561, 566 (6th Cir. 2006) (state law governed whether transferee had superior interest in promissory note secured by mortgage)

3- ASF White Paper series NOVEMBER 16, 2010, op.cit p.7

4- Ibid, The rule that "the mortgage follows the note" dates back centuries and has been codified in the UCC As stated in the official comments to UCC § 9-203(g), the section "codifies the common law rule that a transfer of an obligation secured by a security interest or other lien on personal or real property also transfers the security interest or lien." UCC § 9-203 cmt. 9. All states follow this rule.

5- See, e.g., Bellistri v. Ocwen Loan Servicing, LLC, 284 S.W.3d 619, 623 (Mo. Ct. App. 2009) ("An assignment of the deed of trust separate from the note has no 'force.'"); Saxon Mort. Serv., Inc. v. Hillery, No. C-08-4357 EMC, 2008 WL 5170180, at \*4-5 (N.D. Cal. Dec. 9, 2008) ("For there to be a valid assignment, there must be more than just assignment of the deed [of trust] alone; the note must also be assigned."); In re Wilhelm, 407 B.R. 392, 400-05 (Bankr. D. Idaho 2009); Kelley v. Upshaw, 39 Cal.2d 179, 192 (1952) ("In any event, Kelley's purported assignment of the mortgage without an assignment of the debt which is secured was a legal nullity."). Retrieved 12/1/2012 from

[https://ecf.moed.uscourts.gov/documents/opinions/Mortgage Electronic Registration Systems, Inc. et al v. Bellistri-CAS-65.pdf](https://ecf.moed.uscourts.gov/documents/opinions/Mortgage_Electronic_Registration_Systems,_Inc._et_al_v._Bellistri-CAS-65.pdf)

6- ASF White Paper series November 16, 2010, op.cit p.3

under the UCC, the transfer of a mortgage note that is a negotiable instrument is most commonly effected by (a) endorsing the note, which may be a blank endorsement that does not identify a person to whom the mortgage note is payable or a special endorsement that specifically identifies a person to whom the mortgage note is payable, and (b) delivering the note to the transferee (or an agent acting on behalf of the transferee).

7- Uniform Commercial Code (the "UCC") **Article 3. Negotiable Instruments** Retrieved 12/1/2012 from

<http://www.law.cornell.edu/ucc/ucc.table.html>

8- Uniform Commercial Code (the "UCC") **Article 9. Secured Transactions** Retrieved 12/1/2012 from

التجاري الموحد UCC. حيث تنطبق المادة 3 على تداول ونقل سندات مديونية الرهن العقاري، وتنطبق المادة التاسعة من ذات التقنين على بيع سندات المديونية، عامة، وتشمل سندات مديونية الرهن العقاري السكنى<sup>(1)</sup>.

ولأن ملكية الترسر للأصول المورقة تعتبر شرطا مسبقا وأساسيا في بيع الأصول، فيجب أن يقوم كل طرف من أطراف عملية التوريق بدفع قيمة الأصول، بداية من الناقل أو المجمع أو الموعد أو الأمين. وأن يكون بائعها له الحق في بيعها، أو تكون له السلطة في نقل حقوقه في الثابتة بسند مديونية الرهن. كما يجب تسجيل الرهن في المكتب المحلي المختص وتسجيل سند المديونية أو سند حوالتها حتى يسرى الرهن في مواجهة المدين والغير.

وعلى أي حال، فقد تعارفت الولايات المتحدة الأمريكية ومن خلال تطبيقاتها القضائية على مجموعة من الخصائص بشأن ما يعتبر وما لا يعتبر بيعا حقيقيا، "true sale". وهذه الخصائص يمكن اجمالها فيما يلي :- فيجب ألا يكون البائع له الحق في إعادة شراء الحقوق<sup>(2)</sup>، وألا يتحمل الخطر المرتبط بها بعد نقلها إلى المشتري. ويجب أن يكتسب الترسر مشتري الأصول ملكيتها والسيطرة الخالصة عليها، ويتلقى كافة الأرباح المكتسبة منه، ولا يجب أن يلتزم بمحاسبة البائع على أي مبالغ إضافية نتجت من نقل الأصول، بما يعني أن الأصول المالية المباعة خرجت من ذمة المنشئ البائع، ولم تعد ضمن أصوله وانتقلت إلى ذمة الترسر. وبذلك أصبحت الأصول غير معرضة للتصفية في حالة وقوع المنشئ أو الناقل في الإفلاس.

وأخيرا، قد تلعب مبادئ المحاسبة المقبولة دورا مهما في بيان البيع الحقيقي، وهي، تركز تحليلها مباشرة على مضمون الصفقة بدلا من شكلها، وعلى مدى سيطرة المحيل على الأصول المنقولة وهي تفترض توافر ثلاثة شروط لبيان ذلك. الاول، أنه يجب أن تكون الأصول التي تمت حوالتها "معزولة" من ذمة المحيل، يعني هذا أن النقل يجب أن يكون كافي قانونا لحماية الأصول من الوقوع في ذمة المحيل عند إفلاسه. الثاني، يجب أن يكون المحيل حر في التصرف في الأصول ولا يجب أن يكون هناك ما يقيد في القيام بذلك حتى يتمكن من تمرير ما تغله الأصول إلى المحال له. الثالث، لا يجب على الناقل الاحتفاظ بالسيطرة الفعلية على الأصول من خلال اتفاق يسمح بذلك أو يلزمه بإعادة الشراء أو استرداد الأصول أو يسمح له ومن جانب واحد بعوده أنواع معينة من الأصول أو يكون له القدرة على التراجع عن كل أو بعض الاتفاق.

## ثانيا- آثار نقل الحقوق بالحوالة أو البيع الحقيقي

تتمثل آثار البيع الحقيقي في علاقات تنشأ ما بين المحيل والترسر المحال له، والمحال له والمدين ويؤدي هذا البيع إلى خروج الأصول المحالة من ذمة المحيل إلى ذمة الترسر، ويصبح المدين ملتزما بالوفاء بقيمة الحق الى المحال له أو من يعينه لذلك كوكيل عنه. وسنتناول فيما هو آت آثار البيع الحقيقي فيما بين المحيل والترسر وفيما بين الترسر والمدين .

<http://www.law.cornell.edu/ucc/ucc.table.html>

1- -ASF White Paper series op,cit,p. "except in cases where the related mortgage identifies the Mortgage ElectronicRegistration System ("MERS") as the mortgagee."

2- -NATANIA LOCKE,OP,CIT,P. 131

## 1 - العلاقة ما بين المحيل والترست ( خروج محفظة الأصول من ذمة المحيل ودخولها ذمة الترست

طبقا للقاعدة العامة التي تنص على ("the mortgage follows the note") ( أن الرهن يتبع سنده. فإن نقل سند المديونية يشمل نقل الرهن ذاته، وهو ما ينطبق عليه وصف الأصول محل التوريق<sup>(1)</sup> التي تكون محلا للعقد فيما بين المنشئ المحيل وأداة التوريق. فإذا كان سند المديونية يتضمن تعهد من المقرض بأن يدفع للدائن المبلغ المحدد بسعر فائدة ( قد يكون ثابت أو متغير بفوائده في تاريخ محدد)، فإن سند الرهن أو سند انشاء الترست يضمن وفاء المقرض بسند المديونية، ويتضمن هيكل المدفوعات الدورية ويحدد القواعد التي تسمح بخيار الدفع المسبق وقواعد بيع الرهن (foreclosure) عند عدم الوفاء بالالتزامات الواردة في سند المديونية<sup>(2)</sup>.

ويجب ألا يكون هناك عائق لانتقال الحق إلى المحال له فيجب أن يكون كل طرف قادر على نقله إلى الطرف الذي يليه في سلسلة عملية التوريق. فانتقال الرهن العقاري كما هي بغير نقص، بما في ذلك الحق في بيع الملكية المرهونة right to foreclose هو ما ينبغي أن ينقل إلى الترست، فالبيع الحقيقي يؤدي إلى نقل الحق كاملا من ذمة المحيل أو البائع إلى ذمة الترست. ولذلك يجب لانتقال الحق إلى الترست أن يقوم الترست بتسجيل سند المديونية بالسجل الرسمي للدولة، وتسجيل سند الرهن حتى يمكنه في حالة تقصير المقرض أن يقوم ببيع الملكية المرهونة وإقتضاء حقه من ثمنها وحتى يصبح الرهن ساريا في مواجهة الغير.

وإذا كان الحق ينتقل تلقائيا إلى ذمة الترست وما يكفله من تأمينات، بما في ذلك ضمانات الرهن العقاري طبقا لتقنين التجارة الموحد ( مادة 3 ومادة 9 ) حيث ينتقل الحق الثابت بسند المديونية بالتظهير وتسليم السند إلى المنقول إليه أو نائبه، فإنه فيما يتعلق بالرهن العقاري يجب تسجيلها بالسجل الرسمي للدولة حتى تنتقل الرهن إلى المحال له أو المتنازل له.

وعلى كل حال، يتسلم الترست مستندات الأصول المحالة من المنشئ ، ويتلقى التدفقات النقدية من تلك الأصول ويقوم بتوزيعها على حملة الأوراق المالية طبقا لاتفاق جمع وخدمة الأصول الذي يدخل فيه أمين الترست مع المودع depositor وشركة الخدمات المالية sponsor .

## 2 - العلاقة بين الترست والمدين

تتمثل هذه العلاقة في حق الترست في مطالبة المدين بالحق المحال به، وأن المدين يصبح ملتزما بالوفاء للترست أو إلى من يعينه لذلك

1- ASF White Paper series ,op,cit,16 "when a mortgage loan is assigned and transferred as part of the securitization of the mortgage loan in the secondary market, both the mortgage note and the mortgage itself are typically sold,assigned, and physically transferred to the trustee that is acting on behalf of the MBS investors."

2- Wells Fargo Bank, N.A. v. Konover, No. 3:05 CV 1924 (CFD), 2009 WL 2710229, at \*3 (D. Conn. Aug. 21, 2009) U.S. Bank N.A. v. Cook, No. 07 C 1544, 2009 WL 35286, at \*2-3 (N.D. Ill. Jan. 6,2009) Retrieved 12/1/2012 from

<http://www.massrealestatelawblog.com/wp-content/uploads/2010/08/Ibanez-Appellants-Opening-Brief-to-SJC.pdf>

## - نفاذ الحوالة فى مواجهة المدين

لم يتطلب تقنين التجارة الموحد إعلان المدينين بحوالة الحقوق (المثبتة بسندات المديونية) إلى الترس، وإنما اعتمد التظهير وتسليم السند إلى أمين الترس أو نائبه طريقاً لنقل هذه الحقوق إلى الترس أو فى عمليات التوريق. وفى هذا الصدد قضت المحكمة العليا فى فلوريدا أن الرهن يمكن أن ينقل بدون حوالة مكتوبة عن طريق تسليم سند المديونية إلى المحال له (1).

ويعنى ذلك أن حوالة سند المديونية المبرمة بين المحيل والترس تنفذ بين طرفيها بالتسليم، وتصبح سارية فى مواجهة المدين بقيمة الحق المحال به بالرغم أنه من الغير بالنسبة لهذا الاتفاق حيث أن حوالة الحقوق لا تتطلب موافقة المدين.

وإذا كان التقنين التجارة الموحد تبنى قاعدة أن الرهن يتبع سنده ، واستقرت المحاكم فى الولايات المتحدة الأمريكية على أنه يجب أن يكون من الواضح (2) أن الرهن يتبع سنده، وتؤكد ذلك فى أحكام محاكم ولايات كثيرة (3)، فإنه قد يفهم من ذلك أن تسجيل الرهن العقارى غير ضرورى لحماية حقوق المحال له،

<sup>1</sup>- David E. Peterson, Cracking the Mortgage Assignment Shell Game, The Florida Bar Journal, November, 2011 Volume 85, No. 9

[http://www.floridabar.org/divcom/jn/jnjournal01.nsf/c0d731e03de9828d852574580042ae7a/a81638f11642ffb385257936004a8c29!OpenDocument&Highlight=0,\\*](http://www.floridabar.org/divcom/jn/jnjournal01.nsf/c0d731e03de9828d852574580042ae7a/a81638f11642ffb385257936004a8c29!OpenDocument&Highlight=0,*) -

<sup>2</sup>- First Nat'l Bank of Cape Cod v. North Adams Hoosac Savs. Bank, 7 Mass. App. Ct. 790, 796 (1979) (Minnesota, courts have held that the transfer of a mortgage note without an express transfer of the mortgage vests in the note holder only an equitable interest in the mortgage.) see also : Jackson v. Mortgage Elect. Registration Sys., Inc., 770 N.W.2d 487, 497, 500-01 (Minn. 2009). This arrangement has been described as follows: the holder of the mortgage holds the legal title to the mortgage in constructive trust for the benefit of the mortgage note holder. But all states follow this rule

أن سند الرهن ينقل الرهن نفسه وعلى سبيل المثال انظر الأحكام الأمريكية التالية:-

Alabama: Armour Fertilizer Works v. Zills, 177 So. 136, 138 (Ala. 1937) ("when the note is secured by a mortgage, such mortgage follows the note"). Arizona: Ariz. Rev. Stat § 33-817 ("The transfer of any contract or contracts secured by a trust deed shall operate as a transfer of the security for such contract or contracts."). California: Cal. Civ. Code § 2936 ("The assignment of a debt secured by mortgage carries with it the security"); In re Staff Mortgage & Invest. Corp., 625 F.2d 281, 284 (9th Cir. 1980) (in California, "[A] deed of trust is a mere incident of the debt it secures and . . . an assignment of the debt 'carries with it the security.'" Any way :- Courts in several states have affirmed and applied the "mortgage follows the note" rule in cases where the mortgage assignment was not recorded by the transferee. 19 See, e.g., Nat'l Livestock Bank v. First Nat. Bank, 203 U.S. 296, 307-08 (1906) (citing with approval a decision of the Supreme Court of Kansas for the proposition that "where a mortgage upon real estate is given to secure payment of a negotiable note, and before its maturity the note and mortgage are transferred by indorsement of the note to a bona fide holder, the assignment, if there be a written one, need not be recorded"); Jackson v. Mortgage Elec. Registration Sys., Inc., 770 N.W.2d 487, 497-98, 500 (Minn. 2009) (applying the "mortgage follows the note" rule where there was no assignment of the mortgage);

<sup>3</sup>- Carpenter v. Longan, 83 U.S. 16 Wall. 271 (1872) Retrieved 12/1/2012 from

<http://supreme.justia.com/us/83/271/case.html#T3>

"The note and mortgage are inseparable; the former as essential, the latter as an incident. An assignment of the note carries the mortgage with it, while an assignment of the latter alone is a nullity." Jackson v. Blodget, 5 Cowan 205; Jackson v. Willard, 4 Johnson 43 "The transfer of the note carries with it the security, without any formal assignment or delivery, or even mention of

ويكون له حق تنفيذ رهنه بالأولوية على الحوالات اللاحقة المسجلة<sup>(1)</sup>. إلا أن البعض الآخر رأى أن ذلك يقوض النظام الرسمي لتسجيل الحوالات ويوقع التعارض بين القانون التجاري وقانون الملكية العقارية. ويرجع هذا الخلاف إلى ما جاء بالمادة التاسعة من التقنين التجاري الموحد التي تضمنت أن للمحال له الحق المضمون "security interest"<sup>(2)</sup> تنفيذ رهنه تلقائياً *is automatically* عند التقصير<sup>(3)</sup>. فبينما وفقاً لقانون التجارة الموحد المادة 3 ، 9 ينتقل الرهن لصالح المحال له الذي يكون بيده سند المديونية تبعاً لتظهير هذا السند<sup>(4)</sup> ، فإن قوانين الولايات الأمريكية التي تحكم الملكية العقارية توجب تسجيل الرهون العقارية وحوالتها لحماية المحال له *assignee's interest* في مواجهة المدين والغير. فالتسجيل يحمي أصحاب الرهون *mortgage owners* من الحقوق اللاحقة ضد الملكية، وعدم التسجيل أو فشل إجراءاته يعرضهم لهذا لخطر.

---

the latter." See also case :-Mortgage Elect. Registration Sys., Inc. v. Coakley, 41 A.D.3d 674, 674 (N.Y. App. Div. 2d Dept. 2007) ("the mortgage . . . passed as an incident to the promissory note"); Restatement (Third) of Property, Mortgages § 5.4(a) (1997) ("A transfer of an obligation secured by a mortgage also transfers the mortgage . . ."). Retrieved 12/1/2012 from <http://www.mersnews.com/documents/Illinois-Barnes.pdf>

<sup>1</sup> - J. McDonnell and J. Smith, Secured Transactions Under the Uniform Commercial Code, § 16.09[3][b].

<http://www.law.uga.edu/profile/james-c-smith/>

<sup>2</sup>- NATANIA LOCKE, OP, CIT, P.159

Article 9 does not classify types of security as mortgages, charges or pledges but uses the generic term security interests' to denote all forms of security. It also makes no distinction between legal and equitable security interests or between fixed and floating security interests. 'Security interest' is defined in section 1-201(35) of the Uniform Commercial Code as an interest in personal property or fixtures that secures either payment or else the performance of an obligation.

<sup>3</sup>-201 -9 §- GENERAL EFFECTIVENESS OF SECURITY AGREEMENT).a) [General effectiveness.] Except as otherwise provided in [the Uniform Commercial Code], a security agreement is effective according to its terms between the parties, against purchasers of the collateral, and against creditors

(73) "Security agreement" means an agreement that creates or provides for a security interest.

<http://www.law.cornell.edu/ucc/9/article9.htm#dsecurityagreement>

203. ATTACHMENT AND ENFORCEABILITY OF SECURITY INTEREST; PROCEEDS; SUPPORTING OBLIGATIONS; FORMAL REQUISITES.(a) [Attachment.] A security interest attaches to collateral when it becomes enforceable against the debtor with respect to the collateral, unless an agreement expressly postpones the time of attachment.b) [Enforceability.] Except as otherwise provided in subsections (c) through (i), a security interest is enforceable against the debtor and third parties with respect to the collateral only if : (1) value has been given; (2) the debtor has rights in the collateral or the power to transfer rights in the collateral to a secured party; and (3) one of the following conditions is met: (A) the debtor has authenticated a security agreement that provides a description of the collateral and, if the security interest covers timber to be cut, a description of the land concerned; (B) the collateral is not a certificated security and is in the possession of the secured party under Section 9-313 pursuant to the debtor's security agreement; (C) the collateral is a certificated security in registered form and the security certificate has been delivered to the secured party under Section 8-301 pursuant to the debtor's security agreement; or (D) the collateral is deposit accounts, electronic chattel paper, investment property, or letter-of-credit rights, and the secured party has control under Section 9-104, 9-105, 9-106, or 9-107 pursuant to the debtor's security agreement.

<sup>4</sup>- NATANIA LOCKE, OP, CIT, 160

A security interest *attaches* when it becomes enforceable between the debtor and the creditor

وعلى أى حال، تكمن المشاكل القانونية في حالة التنفيذ بالأولوية على الرهن عند تقصير المدين في الإنذار أو الإشعار، فعندما يكون للدائن security interest حق مضمون برهن يسعى دائما إلى أن يكون أول من يقدم إشعار بذلك ويفوز بالأولوية. حيث أن الحق في الملكية العقارية دائما محكوم بقوانين الدولة التي أقامت نظام محلي لإيداع الإشعارات العقارية والذي يعطى أول الرهون المسجلة أولوية على الرهون اللاحقة على نفس الملكية. وإذ يعرف قانون الحقوق المضمونة التمييز في ملكية العقارات بين تنفيذ الحق المضمون ضد المقترض ويسميه التقنين التجاري الموحد "attachment" وبين الأولوية للحق المضمون ضد الدائنين الآخرين اللاحقين على نفس الملكية ويسميا تقنين التجارة الموحد "perfection"، فيجب على المشتريين المحتملين والمقرضين أن يفحصوا السجل العام والاعتماد على النتائج التي يتوصلون إليها. فإذا كشف السجل عن وجود حق مقيد عليها سابق، فإن المشتري أو المقرض سيعرف أنه حقه سيكون تاليا junior بالنسبة للحق المسجل وإذ لم تكشف السجلات عن وجود حقوق مسجلة، فإن المقرض سيمضى قدما نحو الاطمئنان على تنفيذ حقه بالأولوية على الآخرين اللاحقين له على نفس الملكية.

ولا ينقل المحيل أكثر مما له في الواقع قبل المحال عليه فلا يمكن أن يكون من شأن هذه الحوالة زيادة التزامات المحال عليه، كما أن الحق ينتقل إلى المحال له كما هو في الواقع، وليس كما يبدو عليه. (1) فللمدين أن يتمسك قبل الترسر بالدفع التي كان له أن يتمسك بها في مواجهة المحيل، فيستطيع أن يدفع ببطلان العقد الذي تولد منه الحق المنقول إذا قام سبب البطلان أو أن يدفع بالمقاصة القانونية متى توافرت شروطها وأن يدفع بعدم قابلية الحق للحوالة إذا كان العقد الاساسى بينه وبين المحيل يقرر ذلك وعلى أى حال، تتقيد حقوق المدين قبل المحال له بوجود نشأتها قبل نقل الحق.

#### - الوكالة عن الترسر في تحصيل التدفقات النقدية لمحفظة الأصول

عادة ما يبقى تحصيل تدفقات محفظة الأصول المحالة في يد المنشئ المحيل ولهذا الغرض قد يقوم المحيل بإنشاء شركة لهذا الغرض وفقا لاتفاق جمع وخدمة الأصول الموقع ما بين المنشئ والمودع والترسر. ولأن الترسر هو من يعتبر المالك القانونى للأصول المالية محل التوريق، فإن تحصيل التدفقات النقدية يتم لحسابه. فالترسر هو من يتسلم كافة سندات المديونية للرهن العقارى وهو الذى من حقه المطالبة بحق بيع الرهن في حالة تقصير المقترض الأول فى سداد ما عليه، حيث يقع عليه التزام بسداد حقوق أصحاب الأوراق المالية التي يصدرها (2).

#### الفرع الثاني

#### فرنسا ونقل الأصول بحوالة التوريق

<sup>1</sup> - Alfred W. Bays American Commercial Law Series, 1920, sec 122, INDICATED, Vinod Kothari, Law of Assignment of Receivables <http://vinodkothari.com/wp-content/uploads/2013/12/Law-of-Assignment-of-Receivables-Vinod-Kothari.pdf>

<sup>2</sup>- ASF White Paper series ,op,cit,20

تظهر محددات تطبيق نظام التوريق من طريقة نقل الأصول، وإنشاء SPV بعيدة عن الإفلاس وفقا لشروط تنظيمها أو هكذا ينبغي أن تكون. وحيث إننا درسنا SPE تحت عنوان صندوق التوريق الفرنسي "FCC"، فلم يعد ينقص دراسة التوريق في القانون الفرنسي غير طريقة نقل الأصول، فندرسها في هذا الفرع على غصنين: نخصص الغصن الأول، لأركان الحوالة. والغصن الثاني، لأثار الحوالة

## الغصن الأول

### أركان الحوالة

يتم نقل الحقوق في فرنسا بحوالة الحق **La cession de creance** وفقا للقانون رقم 1249-2010<sup>(1)</sup> وبمقتضاه يستطيع البنك مانح الائتمان أن ينقل حقوقه على مدينه بإجراء بسيط هو تسليم قائمة الحوالة لأداة التوريق<sup>(2)</sup> وتنتج هذه الحوالة أثرها بين الأطراف، وتسرى في مواجهة الغير من تاريخ التوقيع على هذه القائمة، ويؤدي ذلك إلى نقل التأمينات الضمانة لكل حق بقوة القانون إلى المحال له، ولم يتطلب المشرع الفرنسي الإعلان بالحوالة<sup>(3)</sup>. وتتطلب دراسة أركان الحوالة أن ندرس قائمة الحوالة والاتفاق عليها فيما بين الصندوق والمنشئ كما يلي.

### أولا - قائمة الحوالة :

حدد المشرع الفرنسي باللائحة التنفيذية للقانون 1201 / 1988 في مادته 82 / 1 عدد من البيانات الواجب توافرها في هذه القائمة. وهي كالتالي تسمية المستند بحوالة الحق خاضعة للقانون رقم 1201 / 1988 الصادر في 23 / 12 / 1988 وتتضمن قائمة الحوالة المستحقات المحالة أو العناصر التي تحدها. وتشير على سبيل المثال إلى أسماء المدينين ومكان الوفاء ومبلغ المستحقات أو تقييمها ومواعيد الوفاء بها، وإذا تم تنفيذ الحوالة عن طريق الكمبيوتر فقائمة الحوالة يمكن أن تشير فقط إلى الوسائل التي يمكن أن تحدد بها المستحقات وعدد ومجموع هذه المستحقات. ويجب بالإضافة إلى تحديد الوسيلة التي تم بمقتضاها نقل الحقوق النص على أن يلتزم المحيل بأن يباشر كل ما هو ضروري ولازم لحفظ التأمينات كتجديد الرهن مثلا .

وتحال الحقوق طبقا للقانون الصادر سنة 1988 بشكل واضح ومباشر من تاريخ التوقيع على قائمة الحوالة **bordereau de cession** من إدارة الشركة بالنيابة عن صندوق المستحقات (FCC). وتكون الحوالة نافذة من تاريخ التوقيع عليها بين الأطراف وضد الغير<sup>(4)</sup>، بغض النظر عن تاريخ استحقاق

<sup>1</sup> - LOI n°2010-1249 du 22 octobre 2010 - art. 69

<sup>2</sup> - الدكتور هشام فضلى - المرجع السابق ص 101

<sup>3</sup> - Article 34 Modifié par Loi n°99-532 du 25 juin 1999 - art. 82 JORF 29 juin 1999  
Abrogé par Ordonnance 2000-1223 2000-12-14 art. 4 JORF 16 décembre 2000 en vigueur le 1er janvier 2001

"La cession des créances s'effectue par la seule remise d'un bordereau dont les énonciations sont fixées par décret. Elle prend effet entre les parties et devient opposable aux tiers à la date apposée sur le bordereau lors de sa remise. La remise du bordereau entraîne de plein droit le transfert des sûretés garantissant chaque créance et son opposabilité aux tiers sans qu'il soit besoin d'autre formalité."

<sup>4</sup> - Article L214-43 Modifié par LOI n°2010-1249 du 22 octobre 2010 - art. 69

""Elle prend effet entre les parties et devient opposable aux tiers à la date apposée sur le bordereau lors de sa remise, quelle que soit la date de naissance, d'échéance ou d'exigibilité des

المديونيات أو تاريخ نشأتها، ودون الحاجة إلى إجراء شكلي. كما تعد الحوالة نافذة أي كان القانون الواجب التطبيق على الحقوق أو محل إقامة المدين. وعلى ذلك يمكن اعتبار تاريخ التسليم هو التوقيع على اعتبار أن تسليمها لن يتم إلا بعد التوقيع عليها.

وبينما حدد المشرع الفرنسي البيانات الإلزامية لقائمة الحوالة، لم يرتب المشرع جزءا على غيابها، فإن غياب أحد هذه البيانات لا يؤثر على قيمتها القانونية بين أطرافها، ويمكن أن يجعلها فقط غير سارية في- فقط - مواجهة الغير. ولا يعتد بطبيعة الحال بتخالف التوقيع الخطي من المحيل أو بتاريخ القائمة، إذ إنهما بيانان غير متطلبين في القائمة فلا يكون لغيابهما بالتالي أي اثر قانوني (1).

ويمكن اعتبار قائمة الحوالة أداة شكلية يتم عن طريقها نقل الحقوق من المحيل إلى الصندوق ، وبإجراء بسيط غير مكلف يتمثل في تسليم هذه القائمة، ودون حاجة إلى إجراءات حوالة الحق العادية. وتؤدي إلى سريان الحوالة في مواجهه الغير من تاريخ تسليمها الذي يمكن اعتباره تاريخ التوقيع، ولا يحتاج نفاذ الحوالة إلى إخطار المدين على يد محضر أو قبوله الحوالة حتى تصبح نافذة قبله أو قبل الغير (2).

ثانيا- اتفاق الحوالة :

رغم أن المشرع الفرنسي لم يتطلب اتفاقا للحوالة، إلا أنه وطبقا لطبيعة الأشياء فلا بد أن توجد وثيقة مكتوبة بين المحيل والمحال له تحدد حقوق وواجبات طرفي الحوالة. وإن كان ذلك هو الطبيعي في منطوق الأشياء فلا ضرورة للنص عليه وتطلبه. فمنطوق الأشياء يذكر أن هناك أمورا يجب الاتفاق عليها بين أطراف الحوالة ومن ثم لا تغنى قائمة الحوالة عن الاتفاق، فالاثنتان يكمل كل منهما الأخر. فالاتفاق يحدد الأطر القانونية التي تأتي فيها المعاملة، وقائمة الحوالة هي أداة تنفيذ ما اتفقا عليه. لذا لا يمكن القول أن المشرع الفرنسي اكتفى بقائمة الحوالة لتنظيم حوالة الحق بين طرفيها، وهما الدائن محيل الحق، ومدير الاستثمار بوصفه الممثل القانوني لصندوق الاستثمار. فلئن كان المشرع الفرنسي لم يتطلب اتفاق الحوالة صراحة، إلا أنه يمكن القول أنه تطلب ضمنا وجود ذلك الاتفاق، إذ أجاز المشرع أن يتضمن اتفاق الحوالة حقا للمحيل على الفائض المحتمل لتصفية الصندوق أو على جزء منه (3).

## الفصل الثاني

### آثار حوالة محفظة الحقوق

ينشأ عن انعقاد الحوالة علاقات ما بين المحيل والصندوق (المحال له) وبين الأخير والمدين و تؤدي تلك الحوالة الى نقل الحق نقلا تاما من الذمة المالية للمحيل الى ذمة الصندوق، ويلتزم المحيل بالضمان في إطار القواعد العامة لحوالة الحق المدنية باعتبارها الشريعة العامة في حوالة الحقوق. ويصبح المدين ملتزما

---

créances, sans qu'il soit besoin d'autre formalité, et ce quelle que soit la loi applicable aux créances et la loi du pays de résidence des débiteurs. "

<sup>1</sup> - الدكتور هشام فضلى الاستثمار الجماعي في الحقوق الاجلة التوريق ط 2004 ص 115

<sup>2</sup> - الدكتور هشام المرجع السابق ص 116

<sup>3</sup> - الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 117 راجع المادة 34 / 9

بالوفاء بقيمة الحق إلى المحال له الصندوق أو مدير الاستثمار بصفته وكيلًا عنه. وسنتاول آثار حوالة محفظة التوريق فيما بين المحيل والصندوق، وفيما بين الصندوق والمدين كما يلي:

## أولاً - العلاقة بين المحيل والصندوق (المحال له) :

تتمثل العلاقة بينهما في انتقال محفظة الحقوق من ذمة المحيل إلى ذمة الصندوق والتزام الأول بالضمان:

### 1- خروج محفظة الحقوق من ذمة المحيل ودخولها ذمة الصندوق:

تؤدي حوالة الحق وفقا للمادة 69 من القانون 1249 - 2010<sup>(1)</sup> إلى نقل الحق نقلا تاما من الذمة المالية للمحيل إلى ذمة الصندوق. ويلتزم المحيل بالضمان في إطار القواعد العامة لحوالة الحق المدنية. ويزيد عليها ضمان ألا يكون هناك أي عائق لانتقال الحق إلى المحال له.

وينتقل الحق تلقائيا إلى ذمة الصندوق دون إتباع الشكليات المقررة في القواعد العامة، بماله من خصائص وما يلحقه من توابع، وما يكفله من تأمينات، وما يرد عليه من دفع، بما في ذلك ضمانات الرهن العقاري. ولئن كان نقل الحقوق يتم بمجرد تسليم قائمة الحوالة، إلا إنه بالنسبة لنقل الرهن الرسمى للعقارات الضامنة يجب اتباع وسائل الاعلام المقررة قانونا حتى يصبح نقل الرهن ساريا في مواجهة الغير<sup>(2)</sup>. إذا كانت الحقوق المحالة تتضمنها أوراقا مالية، فيتبع في نقلها القواعد المطبقة بشأنها، بحسب نوعها<sup>(3)</sup>.

وتنتقل الحقوق بالحوالة برغم افتتاح إجراءات الإفلاس المنصوص عليها في الكتاب السادس من قانون التجارة<sup>(4)</sup> ضد المحيل. ولا يتأثر نقل تلك الحقوق إلا بالحكم في دعوى الإفلاس. كما يستمر تنفيذ عقد الحوالة إذا كانت هناك منازعات في استحقاقات الأصول المحالة إلى صندوق التوريق والناشئة عن علاقة إيجارية، ما لم يصدر حكما في الموضوع.

## 2- التزام المحيل بالضمان:

<sup>1</sup> - LOI n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière - art. 69

<sup>2</sup> - إذ قررت محكمة النقض الفرنسية في هذا الصدد، أن الأخطار المثبت في المادة 2149 مدني، هو إجراء ملزم وضروري، حتى يمكن الاحتجاج بنقل الرهن في مواجهه الغير راجع الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 121

<sup>3</sup> - Articles R600-1 à R600-4

<sup>4</sup> - LOI n° 2010-1249 du 22 octobre 2010, Article 69 Modifie Code monétaire et financier - art. L214-43 (V) " L'acquisition ou la cession des créances s'effectue par la seule remise d'un bordereau dont les énonciations et le support sont fixés par décret ou par tout autre mode de cession de droit français ou étranger. Elle prend effet entre les parties et devient opposable aux tiers à la date apposée sur le bordereau lors de sa remise, quelle que soit la date de naissance, d'échéance ou d'exigibilité des créances, sans qu'il soit besoin d'autre formalité, et ce quelle que soit la loi applicable aux créances et la loi du pays de résidence des débiteurs. Nonobstant l'ouverture éventuelle d'une procédure mentionnée au livre VI du code de commerce ou d'une procédure équivalente sur le fondement d'un droit étranger à l'encontre du cédant postérieurement à la cession, cette cession conserve ses effets après le jugement d'ouverture. La remise du bordereau entraîne de plein droit le transfert des sûretés, des garanties et des accessoires attachés à chaque créance, y compris les sûretés hypothécaires, et son opposabilité aux tiers sans qu'il soit besoin d'autre formalité . »

تختلف حوالة الحقوق في التوريق عن حوالة الحقوق المدنية، فيما يتعلق بقواعد الإعلان والآثار المترتبة عليه. إلا أن الحوالة المدنية تظل هي الشريعة العامة لحوالة التوريق، فيما لم يرد فيه نص خاص (1). وتطبيقاً لذلك يلتزم المحيل بضمان وجود الحق المحال به وتوابعه وقت الحوالة. فإذا انقضى الحق بعد ذلك و توابعه بسبب لا يرجع إلى المحيل فلا مسئولية عليه، وهو لا يضمن يسار المدين إلا إذا كان هناك اتفاق على ذلك. ويضمن المحيل للمحال له أفعاله الشخصية، فيضمن له جميع الأفعال التي تصدر منه بعد الحوالة ويكون من شأنها الانتقاص من الحق المحال به أو زواله أو إضعاف تأميناته أو ضماناته. كما يلتزم المحيل باعتباره القائم على تحصيل المستحقات باتخاذ كل الإجراءات الضرورية لحفظ الحق وتأميناته وكل الإجراءات اللازمة لتحصيل الحق من المدين، ولا تختلط هذه الالتزامات بالتزام المحيل بالضمان.

#### ثانياً - العلاقة بين الصندوق والمدين:

تتمثل هذه العلاقة في أن الصندوق يكون له الحق في مطالبة المدين بالحق المحال، ويصبح المدين ملتزماً بالوفاء إلى الصندوق، ويتولى المحيل تحصيل التدفقات النقدية للحقوق المحالة، وقد يقوم بالتحصيل غير المحيل بحسب الاتفاق كما يلي:

#### 1- نفاذ الحوالة في مواجهه المدين:

لم يتطلب قانون عام 1998 من المحيل إعلان المدينين بالحوالة للمستحقات المخصصة للنقل إلى FCC. حيث إن هذا الإشعار يمكن يضر بالعلاقة التجارية للمحيل مع المدينين (2). وعملياً لا حاجة لمثل هذا الإعلان لأن الذي يتولى جمع المستحقات هو المحيل نفسه لصالح صندوق المستحقات (FCC). فتتص المادة 69 (3) بأن حوالة الحق تنفذ بين طرفيها، وتسرى في مواجهة الغير من تسليم قائمة الحوالة. وهو ما يعنى أن عقد الحوالة المبرم بين المحيل وصندوق الاستثمار يصبح سارياً في مواجهة المدين بقيمة الحق بالرغم أنه من الغير بالنسبة لهذا الاتفاق. ويكون التزام المدين قائماً بالوفاء للصندوق بعد انتقال الحق إليه. وتتحدد علاقة المدين بالمحال له (صندوق الاستثمار) من خلال قاعدة أساسية مؤداها أن المحيل لا ينقل للمحال له أكثر مما له. ولذلك يكون للمدين أن يتمسك قبل صندوق التوريق بالدفع التي كان له أن يتمسك بها في مواجهة المحيل. فيستطيع أن يدفع ببطلان العقد الذي تولد منه الحق المنقول إذا قام سبب البطلان، أو أن يدفع بالمقاصة القانونية متى توافرت شرائطها، وأن يدفع بعدم قابلية الحق للحوالة إذا كان العقد الأساسي يقرر ذلك (4). كما لا يجوز للمقترض أن يعرقل الوفاء للصندوق بما عليه من مستحقات بالاستناد إلى الدفع المتولدة عقب نقل الحق في العلاقة بين المحيل والمدين، ولا يجوز الاحتجاج بها في مواجهة الصندوق. فإذا توافرت شروط المقاصة عقب وقوع الحوالة لا قبلها فلا يستطيع المدين أن يتمسك بها في مواجهة الصندوق. إذ تنقيد دفع المدين بوجوب نشأتها في المرحلة الزمنية السابقة على نقل الحق. فمن لحظة نقل الحق للصندوق بالحوالة يخرج من ذمة المحيل إلى ذمة الصندوق.

1 - الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص123

2 - نفس المرجع ص123

3 - LOI n°2010-1249 du 22 octobre 2010 - art. 69

4 - الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 124

## 2 - وكالة المحيل عن صندوق التوريق في تحصيل التدفقات النقدية لحافضة الحقوق:

تنص المادة 36 / 1 من قانون 23 ديسمبر 1988: - بأن يبقى تحصيل الحق المنقول في يد المحيل، وفقا للشروط التي يحددها الاتفاق المبرم مع مدير الاستثمار بوصفه وكيلًا عن الصندوق. ويستطيع مدير الاستثمار أن ينهى هذه الوكالة و يسند كل مهمة التحصيل أو جزء منها إلى غير المحيل ، إذ أجازت المادة Article L214-46<sup>(1)</sup> نقل تحصيل الحق بأكمله أو جز منه إلى إحدى مؤسسات الائتمان أو صناديق الإيداع والأمانات. وربطت المادة 36 انتقال عملية التحصيل من المحيل إلى غيره بإخطار المدين بخطاب بسيط، ولا يسرى الإعلان بالخطاب في حالة قيام غير المحيل بالتحصيل اذا كانت المستحقات من الصكوك المالية<sup>(2)</sup>. وقد يشترط في عقد الحوالة عدم نقل التحصيل من المحيل إلى غيره<sup>(3)</sup> ، ويجوز بطبيعة الحال أن يباشر المحال له أعمال التحصيل بنفسه.

### المطلب الثاني

#### المخاطر المحيطة بصفقة نقل الأصول عند إفلاس المنشئ

تتمثل المخاطر التي تحوم حول صفقة نقل الأصول من المنشئ في :- مدى إمكانية قيام المحكمة بإعادة تكييف نقل الأصول على أنه علاقة قرض مضمون، وهو إن تحقق سيكون من شأنه جعل الأصول المنقولة وكأنها لم تخرج من ذمة المنشئ إلى spe، وستكون متاحة للمصفي أو الحارس أو دائني المنشئ<sup>(4)</sup>.

وقد تتبين المحكمة أن صفقة بيع الأصول قد شابتها بعض العيوب التي تجعلها قابلة للبطلان. ويتحقق ذلك عندما تكون الصفقة مباحة بأقل من قيمتها، أو بقيمه متدنية، أو أن تكون الصفقة قد تمت بالاحتيال على دائني المنشئ.

### الفرع الأول

#### خطر إعادة تكييف صفقة بيع الأصول

ربما يحدث خلط في البيع الصحيح. فقد يكون معطى لنقل الأصول وصف البيع الحقيقي في حين أنه في الواقع غير ذلك. فلكي يكون نقل الأصول مؤثرا مؤهلا لأن يكون كذلك يتعين أن تتم إزالة الأصول من جانب المنشئ ودخولها ذمة أداة التوريق. فذلك، هو مضمون نقل الأصول في صفقات التوريق، مما من

<sup>1</sup>- Article L214-46, Code monétaire et financier - art. L214-46 (M)Modifié par Ordonnance n°2008-556 du 13 juin 2008 - art. 16- Code monétaire et financier - art. L214-46 (M)

Lorsque des créances sont transférées à l'organisme, leur recouvrement continue d'être assuré par le cédant ou par l'entité qui en était chargée avant leur transfert, dans des conditions définies par une convention passée avec la société de gestion de l'organisme. Toutefois, tout ou partie du recouvrement peut être confié à une autre entité désignée à cet effet, dès lors que le débiteur en est informé par lettre simple. Les dispositions du présent article ne sont pas applicables aux créances qui ont la forme d'instruments financiers.

<sup>2</sup>-LOI n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière (1), Article 69 , Modifie Code monétaire et financier - art. L214-43 (V)

<sup>3</sup>- الدكتور هشام فضلى المرجع السابق ص 125

<sup>4</sup>- S L Schwarcz, 'Structured Finance: The New Way to Securitize Assets' (1990) 11 *Cardozo Lavv Review* 607, 608.

مقتضاه أن تحل محل الأصول المزالة من جانب المنشئ النقود المتأتية من بيع سندات التوريق للمستثمرين، بما يؤدي إلى ملكية المستثمرين للأصول المحال إلى أداة التوريق ملكية مشتركة كل بنسبه ما يمتلكه من السندات. وفي هذا الإطار تلعب مبادئ المحاسبة المقبولة دورا مهما في بيان ما إذا كان نقل الأصول يشكل بيعا حقيقيا أم لا (1).

وتلجأ المحكمة لتقييم جوهر الصفقة وما إذا كانت بيعا حقيقيا أو صفقة قرض مضمون إلى تحليلها لترى ما إذا كان نقل الأصول مؤثرا في إزالته من ذمة المنشئ لأغراض البعد عن الإفلاس أم لا. وعلى أي حال، لو لم يكن النقل بيعا لأغراض قانون الإفلاس سوف يبدو كدفعة قرض مقدمة للتمويل من SPE إلى المنشئ مضمونة بمستحقات المحيل والد SPV سيكون دائن للمنشئ، وستكون لها حق مضمون تجاه المنشئ، وليست ملكية المستحقات المحالة. ويترتب على ذلك أن وقوع المنشئ في الإفلاس، سوف يجعلها غير قادرة على جمع التسديدات من قروض الإسكان لدفع أصل المبلغ والفوائد إلى مشتري (المستثمرين) سندات الرهن العقاري السكني (2) إذ ستكون تلك الأصول محلا للتصفية في إفلاس المحيل. وعلى ذلك نعرض لخطر إعادة تكييف صفقة التوريق في كل من إنجلترا وأمريكا، وفرنسا في غصنين كما يلي:

## الغصن الأول

### خطر إعادة تكييف صفقة بيع الأصول في القانون الأنجلوأمريكي

لبيان خطر إعادة تكييف صفقة بيع الأصول في القانون الأنجلوأمريكي نتتبع أحكام المحاكم الإنجليزية والأمريكية بشأن إعادة تكييف صفقة نقل الأصول لنقف أكثر على المبادئ المتطلبية في بيع صفقة الأصول والتي يؤدي عدم توافرها إلى تكييف صفقة نقل الأصول على أنها صفقة قرض مضمون بمستحقات الناقل أو المحيل بدلا من أن يكون نقلها بالبيع الحقيقي.

أولا- القضاء الإنجليزي بشأن إعادة تكييف صفقة التوريق:

قررت المحاكم الإنجليزية في عدد من القضايا بشأن توريق مستحقات القروض إعادة تكييف صفقة نقل الأصول كصفقة قرض مضمون ومن الأمثلة على ذلك ما قضت به في هذه القضية

#### in Re Curtain Dream plc<sup>3</sup>

فقد قضت المحكمة بإعادة تكييف صفقة التوريق على سند من أنها رأت أن بيع الأصول لم يكن في الواقع إلا ترتيب لقرض مضمون، وعللت قضائها بأنه ليس من الضروري أن يكون الأطراف قد قصدوا أن يلبسوا اتفاقهم ثوب البيع الحقيقي، بل لابد أن يكون الاتفاق كافيا لبيان ذلك، حتى لا يسقط في التصنيف القانوني الذين سعوا الأطراف لوضعه، أو لقصد حقيقته (4).

1- BYPELMA JACINTH RAJAPAKSE, assignment of Mortgage Loans to the Special Purpose Vehicle in Securitisation Programs, 2005 Vol 24 No 1 51 University of Tasmania Law Review

2- BYPELMA JACINTH RAJAPAKSE op,cit ,p.53

3- in Re Curtain Dream plc [1990] BCLC 925.

<http://www.swarb.co.uk/lisc/Cmpnv19901990.php>

4- Welsh Development Agency v Export Finance Co Ltd (1992) BCLC 148, (1992) BCC 270, CA

If it is argued that a written document does not represent the agreement between the parties, in other words, that it is a sham, the court will have regard to all evidence that show that the parties had a common intention to enter into a different transaction than the one described in the document. However, usually it is not contended that the written document is a sham, but only that

## In Re George Inglefield Ltd (1)

وفى قضية أخرى

أكدت محكمة الاستئناف الإنجليزية عند تحديد الطبيعة الحقيقية لصفقة التوريق على أنه يجب النظر في كل اتفاق للتوريق واضحة في الاعتبار الاختلافات الأساسية القائمة بين القروض المضمونة والبيع. وأوضحت أن مفتاح معرفة الاختلافات الأساسية بين البيع وصفقة القرض المضمون برهن تكمن في النقاط التالية:

1- في البيع الحقيقي لا يكون البائع مخولاً بالرجوع في البيع وإعادة ثمن الشراء. أما في حالة الرهن فالرهن يرجع له محل الرهن عندما يسدد قرضه للمرتهن.

2- وفي البيع الحقيقي إذا حقق المشتري أرباحاً من إعادة بيع موضوع الشراء لا تكون لحساب البائع له. أما في حالة الرهن إذا حقق المرتهن أرباحاً تزيد عن المبلغ موضوع الضمان، فإنها تكون لحساب الرهن.

3- في البيع الحقيقي لو أن المشتري أعاد بيع نفس الملكية المشتراه من البائع بثمن أقل من الذي اشتراها به لا يكون مخولاً بتعويض ذلك الفرق من البائع. أما في الرهن لو حقق بيع الرهن للمرتهن مبلغاً أقل من مبلغ القرض يحق للمرتهن أن يرجع على الرهن بالمبلغ المتبقي.

وعلى أي حال، لم تتبع المحاكم هذه المعايير في عدد من القضايا حيث قررت في بيع الديون أنه بيع حقيقي برغم أن هناك التزامات شخصية على البائع لمصلحة المشتري في حالة تقصير المدين في الوفاء (2) ليس هذا فقط بل قررت محكمة في القضية (3) *in Orion Finance v Crown Financial Management*، صراحة عدم الأخذ بالمعايير السابقة، ورأت أن أي من المعايير السابقة لن يعدم خصائص الصفقة كصفقة بيع حقيقي (4). فلم يأخذ هذا الحكم بالأحكام السابقة على حكم محكمة الاستئناف

the inconsistencies in the document show that the document had a different objective to that which the parties described. In the absence of an allegation that the agreement was a sham, the court will only have regard to the written document. The court will consider the written agreement as a whole to determine the true nature of its provisions. Consequently, if the transaction agreements convey an intention to sell the claims to the SPV, the courts will give effect to this intention. Put somewhat differently: even if the objective of a transaction is financing, the court will pay attention to the method in which the finance is provided. If the method is by way of a sale of claims, the fact that the purpose of the transaction is to advance money will not convert the character of the transaction into a loan.

<http://www.law-essays-uk.com/resources/revision-area/contract-law/cases/welsh-development-agency-vs-export-finance.php>

1- *In Re George Inglefield Ltd*- [1933] 1 Ch I(CA).

Dillon L.J. citing *Romer LJ* in the *George Inglefield* case, stated that there was no single transparent test by which the matter could be determined. However, in *George Inglefield* it was stated that the courts have always claimed to adopt a "substance over form" approach: "The only question that we have to determine is whether, looking at the matter as one of substance, and not of form, the discount company has financed the dealers in this case by means of a transaction of mortgage and charge, or by means of a transaction of sale..." See *LEHMAN BROTHERS: THE FAILURE OF THE LEGAL GATEKEEPER*, July 2010, p.27

[http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1001&context=barrie\\_hansen&sei-redir=1#search="In+Re+George+Inglefield+Ltd+\[1933\]+1+Ch+I\(CA\)."](http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1001&context=barrie_hansen&sei-redir=1#search=)

2- See, for example, *Olds Discount Co Ltd v John Playfair Ltd* [1938] 3 All ER 275, referred to in *Welsh Development Agency v Export Finance Co Ltd* [1990] BCC 393.

3 See *Orion Finance v Crown Financial Management*,- [1996] 2 BCLC 78.

4 - *Ibid* The Court held: No single one of these features may be determinative. The absence of any right in the transferor to recover the property transfer inconsistent with the transaction being by way of security; but its existence may be inferred, and its presence may not be conclusive. The transaction may take the form of a sale with an option to repurchase, and this is not to be equated

المشار إليه، كما انه لم يأخذ بالعناصر التي أوضحها حكم محكمة الاستئناف، وترتب على هذا الحكم أنه ترك الأمر في التمييز بين صفقات القرض المضمون وصفقات البيع بدون مبادئ توجيهية. وأصبح الأمر محيراً بعد هذا الحكم وتم مناقشة رجوع المحاكم إلى معايير المحاسبة البريطانية، فيما يتعلق بتحديد البيع الحقيقي (1). وعلى كل حال، أصبحت بريطانيا في حالة من حالات عدم اليقين، فيما يتعلق بالمعاملات القضائية، وأصبح القانون القضائي في حاجة إلى دعم لبيان خصائص البيع الحقيقي أو صفقة القرض المضمون (2). واتجهت إنجلترا ودول الكومنولث وطبقاً لقواعد القانون العام إلى الأخذ بنية الأطراف حيث يمكن قراءتها ضمناً من ظروف الحال. فإذا تم الادعاء بأن الوثيقة المكتوبة لا تمثل حقيقة الاتفاق بين الأطراف، في حالة وجود أوجه عدم اتساق في الوثيقة يتمثل في أنه قد يكون لها هدف مختلف عما تم وصفه من الأطراف (3)، فإن المحكمة في هذه الحالة سوف تنظر في كل القرائن التي تستوضح منها نية الأطراف عند الدخول في الصفقات المختلفة، وتطبق ذلك على وصف المستند. وأنه في غياب الإيداع بغش الاتفاق، فإنه على المحكمة النظر إلى الاتفاق المكتوب ككل لتحديد الطبيعة الحقيقية لأحكامه (4). فإذا كانت اتفاقات المعاملة تفصح عن نيتها في نقل بيع الحقوق إلى SPV، ستعطي المحاكم النفاذ لهذه النية. وإن كان هدف الصفقة التمويل، فسوف تولي المحكمة اهتماماً للأسلوب الذي يتم به توفير التمويل. فإذا كان ذلك عن طريق بيع الحقوق، وكان الغرض الواقعي من المعاملة أو من الصفقة هو النهوض بالمال، سوف لا تحول المحكمة خصوية الصفقة الثابتة بالاتفاق المكتوب إلى قرض. ويعتبر هذا القضاء وسيلة تظهر تحولاً في النهج الذي تتبعه المحاكم الإنكليزية في تصنيفات الصفقة (5).

وأخيراً، لعبت مبادئ المحاسبة المقبولة دوراً مهماً في بيان البيع الحقيقي، وهي، تركز تحليلها مباشرة على مضمون الصفقة بدلاً من شكلها، وعلى مدى سيطرة المحيل على الأصول المنقولة. وتتطلب هذه المبادئ عموماً الكشف من جانب صاحب الأصول إلى مستثمري الأوراق المالية عن تفاصيل أية أحكام خاصة بالأصول

---

with a right of redemption merely because the repurchase price is calculated with reference to the original sale price together with the interest since the date of the sale. On the other hand, the presence of a right of recourse by the transferee against the transferor to recover a shortfall may be inconsistent with a sale; but it is not necessarily so, and its absence is not conclusive. A security may be without recourse. Moreover, the nature of the property may be such that it is impossible or at least very unlikely that it will be realised at either a profit or loss. Many financing arrangements possess this feature. The fact that the transferee may have to make adjustments and payments to the transferor after the debts have been got in from the debtors does not prevent the transaction from being by way of a sale.

<sup>1</sup>- see J Lindsay and C Thomson, 'Accounting and Tax Issues', (1997) 20; M Raines and G Wong, 'Aspects of Securitization of Future Cash Flows Under English and New York Law' (2002) 12(2) *Duke Journal of Comparative and International Law* 453.

<sup>2</sup>- R D Aicher and W J Fellerhoff, 'Characterisation of a Transfer of Receivables as a Sale of a Secured Loan Upon Bankruptcy of the Transferor' (1991) 65 *American Banking Law Journal* 181, 183.

<sup>3</sup>- BREAKING THE BANK: LENDER LIABILITY AND EQUITABLE, BY: Martin R. Barash, Scott F. Gautier, Stephen J. King, Geoffrey A. Richards American Bankruptcy Institute, 18TH ANNUAL SOUTHWEST BANKRUPTCY CONFERENCE, SEPTEMBER 23, 2010, SUBORDINATION, p16-20 Available online]. Retrieved 12/1/2012 from <http://www.abiworld.org/committees/newsletters/financebank/vol7num6/lender.pdf>

<sup>4</sup>- Welsh Development Agency v Export Finance Co Ltd [1992] BCLC 148 (CA) at 168F; Lloyds & Scottish Finance Ltd v Cyril Lord Carpets Sales Ltd [1992] BCLC 609 (HL) at 615I-616A

<sup>5</sup>- Smith (Administrator of Cosslett (Contractors) Ltd) v Bridgend County Borough Council [2002] 1 AC 336 (HL).

المنقولة. وتضع تلك المبادئ عبء الكشف عن ذلك وإلى حد كبير على عاتق المحال له وذلك لأن مستثمريه هم الذين سيخسرون من إعادة تكييف عقد الأصول المورقة بإعادة الأصول إلى ذمة المنشئ.

ثانيا - القضاء والمعالجة التشريعية في الولايات المتحدة الأمريكية بشأن إعادة تكييف صفقة بيع الأصول :

تبنى القضاء في الولايات المتحدة الأمريكية موقفا مناقضا لأحكام المحاكم الانجليزية في القضية التالية **Major's Furniture Mart v Castle Credit Corp**<sup>(1)</sup> إذ قررت المحكمة أن نية الأطراف على الأقل في الولايات المتحدة الأمريكية ليست عاملا رئيسيا في تحديد ما إذا كانت الصفقة بيع حقيقي أم كقرض مضمون، وقد احتج المدعى في هذه الدعوى بلغة الاتفاق الصريحة التي تشير إلى أن الاتفاق على بيع وشراء. وأن الأطراف لم ينووا التأثير على النقل الآمن للأصول. ردت المحكمة على ذلك بأن تسمية الأطراف للاتفاق لا تلزمها، وأكدت على أنه في الواقع كان هناك رجوع كامل على البائع وبين ذلك بنود الاتفاق<sup>(2)</sup>. لذا، فقد رأَت المحكمة أن الطبيعة الحقيقية للصفقة من خلال الحقوق القانونية، والآثار الاقتصادية المترتبة عليها تتشابه وتقترب إلى حد كبير من القرض المضمون عنه إلى البيع الحقيقي.

وفي قضية أخرى **in Endico Potatoes Inc v CIT Group Factoring Inc**<sup>(3)</sup> ركزت المحكمة على مستوى الخطر المنقول للمشتري، ففي البيع أو حوالة المستحقات هناك خطر يتمثل في أن المقترض الأول يمكن إلا يقوم بالسداد. وقررت المحكمة إنه إذ لم ينقل هذا الخطر بالكامل، ونهائيا إلى SPE فإن الصفقة لا تعد بيعة حقيقية، وإنما هي صفقة قرض مضمون<sup>(4)</sup>.

وأما عن المعالجة التشريعية في الولايات المتحدة الأمريكية بشأن إعادة تكييف صفقة بيع الأصول فقد تم معالجة نقل الأصول إلى SPV بالولايات المتحدة الأمريكية عن طريق الاقتراح بتعديل قانون الإفلاس

<sup>1</sup>-Major's Furniture Mart v Castle Credit Corp 602 F 2d 538 (3rd Cir 1979).

<sup>2</sup> - The court emphasised the fact that there was full recourse to the seller, and noted the following elements of recourse provided by the plaintiff, Major's Furniture Mart:• the plaintiff retained all conceivable risks of not being able to collect on these accounts;• the plaintiff warranted that the customers met the criteria set forth by the defendant;the plaintiff performed credit checks to ensure that the criteria were met;• the plaintiff guaranteed that the accounts were fully collectible;• the plaintiff was to indemnify out of the a reserve account for losses sustained due to customer default; and• the plaintiff was to repurchase any account that remained in default for more than 60 days. See, A similar approach was adopted in *Re Evergreen Valley Resort* 23 BR 659 (1982).

<sup>3</sup>- in *Endico Potatoes Inc v CIT Group Factoring Inc* 67 F3d 1063 (1995).

<sup>4</sup> - *Schwarcz, Structured Finance* (1993).op,cit

انظر عكس هذا القضاء قررت المحكم الانجليزية والكندية ما يمكن استنتاجه في القضية *the Canadian decision of Metropolitan Toronto Police Widows and Orphans Fund v Telus Communication Inc* [2003] OJ No 128 (ONSC).

وهو أن المحكمة قررت أن رجوع المشتري على البائع لا يبرر إلغاء وصف البيع الحقيقي في الأحكام الانجليزية والكندية.

SEE ALSO : Major's Furniture Mart, Inc v Castle Credit Corp, 602 F. 2d 538 (3rd Cir. 1979) at 542-544; In re Evergreen Valley Resort, Inc, 23 B.R. 659 (Bankr. D. Me. 1982) at 661; Federated Dept. Stores, Inc v Commissioner, 51 T.C. 500 (1968) at 514-515, affirmed, 426 F.2d 417 (6th Cir. 1970); Wood Project Finance at 158; Lupica 1998 Texas LR at 639; Frost 1997 Tulane LR at 144; Lupica 2000 Connecticut LR at 213.

الامريكي سنة 2001 ( Bankruptcy Reform Act of 2001 ) ( ) لطمأنه المستثمرين على أن نقل الأصول في صفقة التوريق سوف يعتبر بيع بدلا من قرض مضمون في حالة إفلاس المنشئ. فقد نصت المادة 541(8)(b) من قانون الإفلاس على أن استبعاد الأصول المؤهلة للتوريق من ذمة المنشئ تكون بالقدر التي نقلت به قبل تاريخ حالة الإفلاس إلى كيان مؤهل بصدد التوريق المدعوم بالأصول. ويلغى أي نص قانوني يتعارض مع حكم هذه المادة، وكذلك أي سابقة قضائية مخالفة بتوصيف تلك المعاملات كقرض مضمون وليس بيعا. وسوف يترتب على هذه المادة إلغاء صلاحيات الوصي في الإفلاس، فيما يتعلق بالأصول المنقولة في صفقة التوريق والمنصوص عليها في المواد sections 544(a)(1)176 and 547(b)(5)177 of the Bankruptcy Code ( )

كما أصدرت بعض الولايات تشريعا يوفر ملاذ آمن لما يسمى بالبيع الصحيح، لتحديد ما يشكل بيع صحيحا في عملية التوريق.<sup>(1)</sup> فعلى سبيل المثال ، "قانون تيسير الأوراق المالية المدعومة" في ولاية ديلاوير سنة 2002 Delaware's Asset-Backed Securities Facilitation Act of 2002<sup>(2)</sup> ويتضمن النص على أن أي أصول منقولة في معاملات التوريق، سوف تعتبر أنها لم تعد من ممتلكات أو أصول أو من حق الناقل<sup>(3)</sup>. ولا يكون أمين إفلاس الناقل في صفقات التوريق أو دائنيه أي حقوق قانونية أو عادلة في استعادة أو إعادة تصنيف الأصول المنقولة كملكية للناقل. وذلك في أي ممتلكات أو أصول أو حقوق تكون قد نقلت<sup>(4)</sup> في صفقة توريق قبل الإفلاس. فاذا حدث إفلاس للناقل، أو وضعه تحت الحراسة القضائية أو اتخاذ إجراءات الإفلاس، فإنه فيما يتعلق بالممتلكات والأصول والحقوق المنقولة لا تعتبر جزءا في ذمة الناقل<sup>(5)</sup>.

ونظراً لغياب التشريع في بعض الولايات الذي يفرق البيع الحقيقي للأصول من صفقة القرض المضمون، فقد تم الاعتماد على المحاكم للفصل في ذلك<sup>(6)</sup> وهي، تلجأ إلى تحليل خصائص الصفقة. ، حيث تنظر المحكمة إلى سمات البيع الحقيقي المتوفرة لصفقة التوريق وتقرر ما إذا كانت أقرب للبيع الحقيقي أم إلى صفقة القرض المضمون.

<sup>1</sup>- Del. Laws c. 214 § 1 (2002), Title 6, Chapter 27A of the Delaware Code. The Ohio Code contains a similar provision, but only where the transferor is a financial institution. See Ohio Revised Code Ann (Title 11) § 1109.75. Texas has elaborated on § 9-109 of the UCC by stating that in the absence of fraud or intentional misrepresentation the parties' characterisation of a transaction as a sale shall be conclusive and that legal and equitable title shall pass to the party characterised as the purchaser of those assets. This will be the case regardless of whether the purchaser has recourse against the seller, whether the seller has any right to a surplus or any other term of the agreement between the parties. See Texas Business & Commerce Code Ann § 9.109(e).

<sup>2</sup>- Del. Laws c. 214 § 1 (2002), Title 6, Chapter 27A of the Delaware Code. See Natania Locke, op, cit, p.186

<sup>3</sup> - Ibid, § 2703A(a)(1).

<sup>4</sup>- Del. Laws c. 214- § 2703A(a)(3).

<sup>5</sup>- Natania Locke, op, cit, p. 187

<sup>6</sup>- Butner v United States, 440 US 48 (1979) at 55: —Property interests are created and defined by state law. Unless some federal interest requires a different result, there is no reason why such interests should be analyzed differently simply because an interested party is involved in a bankruptcy proceeding. See further Schwarcz 2004 Cardozo LR at 1544. In the author's opinion these common law tests in state law provide sufficient guidance to determine whether a transaction should be recharacterised. He is opposed to any attempt from a federal perspective to override these established tests (at 1545).

وعلى أى حال، يجب على المحكمة مراعاة جميع أطراف صفقة التوريق لا سيما أنه يترتب على إعادة تكييف الصفقة آثار خطيرة على المستثمرين في الأوراق المالية الصادرة عن SPV. (1) فإذا أعيد تكييف صفقة التوريق كقرض بدلاً من بيع، سيعنى ذلك فشل الهدف من فصل SPV عن إفلاس المنشئ المحتمل (2). وستكون أصول SPV طرفاً في إجراءات إفلاس المنشئ، ولا شك أن هذا قد يعرض المستثمرين لفقدان استثماراتهم.

## الفصل الثاني

### خطر إعادة تكييف صفقة بيع الأصول في فرنسا

من الشروط الهامة لنظام التوريق أن يتم نقل الأصول إلى صندوق المستحقات الفرنسي بحيث تكون بيعة لهذه الأصول، بما من مقتضاه أن تنتقل الأصول من ذمة المنشئ إلى ذمة الصندوق. وذلك لحماية المستثمرين من خطر إفلاس المنشئ الناقل للأصول. لذلك يجب ألا يكون هناك ما يدعو إلى اللبس في صفقة نقل الأصول خوفاً من خطر إعادة توصيف العلاقة مابين المحيل والمحال له بأنها علاقة قرض مضمونة بمستحقاته التي يحيلها إلى الصندوق .

ولا يمكن أن نحصر الحالات التي يمكن أن يحدث فيه هذا اللبس وإن كانت فالأمر سيعرض في النهاية على المحاكم، وهي التي ستقرر بوسائل عديدة ما إذا كانت الحوالة تشكل بيعاً حقيقياً أم قرضاً مضموناً بمستحقات المحيل للصندوق .

وتعرض في فرنسا لحالات على سبيل المثال يمكن أن تشكل طعناً في طبيعة الحوالة بين المحيل والمحال له. فقد يتضمن اتفاق الحوالة عموماً بين المحيل وإدارة الشركة المديرة للصندوق نوع المستحقات المحالة، وتوقيت الإحالة والتأكدات والضمانات المقدمة من قبل البائع فيما يتعلق بالمستحقات، وقد تحتوى على شرط أو تحريف للالتزامات المحيل بأن يكون مسؤولاً عن تعويض شركة الصندوق عن الأضرار التي تصيبها من جراء المستحقات المحالة أو إمكانية أن تعيد الشركة المحال لها للمحيل المستحقات أو مستحقات معينة. ومن المقرر أن هذه الشروط إذا وجدت باتفاق الحوالة لا تؤدي إلى وصف المعاملة بأنها قرض مضمون، وتظل على حالها بيعة لكون المحيل لا يضمن الملاءة المالية للمدين. ويمكن أن يسأل عن التحريف الوارد باتفاق الحوالة (3).

وفي تطبيق القانون 1201-1988 ، يؤدي نقل الأصول بحوالة التوريق إلى "بيع حقيقي"، ويسمح بالتالي بعلاج خارج الميزانية العمومية للبائع، ودون التعرض لخطر قيام المحكمة بإعادة تكييف recharacterize نقل الأصول كقرض ممنوح للبائع بضمان مستحقاته. ولأن كان القول بذلك يتعارض مع جواز ان يكون للمحيل حق على الفائض المحتمل أو على جزء منه مع وصف البيع الحقيقي في ضوء أن

1- Martin Bienenstock, Marc Kieselstein & David J Fischer —Recharacterization & Asset Securitization: When is a Duck a Duck' || (2002) 1 *De Paul Business & Commercial LJ* at 575 and 587.

2- *Dewhirst v Citibank (In re Contractors Equip. Supply Co.)*, 861 F.2d 241 (9th Cir 1988) at 245

3- Gilles Saint Marc, op, cit.

صندوق التوريق الفرنسي ملكية مشتركة لحاملي السندات، حيث يؤدي القول بالبيع الحقيقي لمحافظة التوريق إلى أن كامل أصول الصندوق هي ملك لحملة السندات، بما يعنى أن الفائض المحتمل لهذا الصندوق يكون ملكا لهم، إلا أنه بعد اقرار الملكية الائتمانية فى القانون الفرنسى يمكن القول بعدم تعارض ذلك مع تطبيق القانون 1201-1988 فيما يتعلق بتوريق الأصول إذ لم تعد تتعلق ملكية أصول الصندوق ملكية مشتركة لحملة الصكوك وإنما أصبحت متعلقة بذمة المالك الائتمانى وبالتالي لا ينعكس القول بأن من حق المحيل الحصول على فائض الصندوق على أن نقل الأصول كان قرضا مضمونا بمستحقات المحيل وإنما بيعا حقيقيا.

## الفرع الثانى

### خطر قانون الإفلاس على بيع الأصول

من المستقر عليه فى عمليات التوريق ضرورة أن تكون spe وأصوله بمعزل عن خطر إفلاس المنشئ. لأنه بغير ذلك العزل القانونى سوف يتعرض المستثمرون فى الأوراق المالية الصادرة عنها (spe) لخطر عدم الوفاء بتسديدات الأصول على أوراقهم المالية. لذا، فإنه فيما يتعلق بحالة الأصول هناك شروط يجب استيفاؤها لكي تكون SPE بعيدة عن إفلاس المنشئ:<sup>(1)</sup>، بالإضافة إلى البيع الحقيقى لأصول التوريق يجب ألا تكون عمليات نقل الأصول من المنشئ لـ spe معرضه للبطان خلال تصفيه المنشئ<sup>(2)</sup> بإمكانية تكيفها على أنها معاملات تفضيلية أو معاملة متدنية القيمة، أو أن تكون الصفقة قد تمت على سبيل الاحتيال من الناقل على دائنيه. فإذا تم إبطال الصفقة، سيكون لدائني المنشئ حق على الأصول المنقولة، إلا إنه سيكون من الصعب جداً تحقيق عكس صفقة التوريق، فهي تحمي المستثمرين الذين اكتسبوا حقوقا بحسن نية فى ممتلكات أداة التوريق<sup>(3)</sup> فالملاحظ أن المشرع الأمريكى والإنجليزى يخص صفقة نقل الأصول عندما تتعلق بالتوريق بأحكام خاصة. ويمكن لهذه الأحكام أن تخالف القواعد العامة. كما أن المحاكم تتشدد فى إعادة تكيف صفقة نقل الأصول من بيع إلى صفقة قرض مضمون. وكذلك فيما يعتبر بيعاً متدنياً القيمة أو بيوعاً احتيالية، كما أن مفهوم أوصاف صفقة نقل الأصول عامة قد لا تنطبق على نقل الأصول فى صفقة التوريق. ومن ثم، فالقانون يعززه القضاء يعمل على تجنب معاناة المستثمرين من أثر إفلاس المنشئ إذا تمت إعادة تكيف صفقة نقل الأصول، كما أن العمل على غير ذلك لا يجعل من التوريق نظاماً قائماً بذاته يأمن المستثمرين لأوراقه المالية، مما يكون من مقتضاه أن تفقد الدولة طرقاً بديلة للتمويل يحتاج إليها أى نظام اقتصادى فى العالم.<sup>(4)</sup>

وفى القانون الفرنسى يمكن الطعن على بيع الأصول الحاصل خلال فتره الربيه (suspect period' والتي تصل إلى 18 شهر قبل افتتاح إجراءات الإفلاس إذ يمكن للمتلقي أن يثبت أن البيع تم بسعر

1- Natania Locke, op, cit p, 141

2- John Armour & Howard Bennett (eds) Vulnerable Transactions in Corporate Insolvency (2003) at 37

3- Natania Locke, op, cit, p, 176

4- Ibid, 180

يلاحظ ان هناك ندرة فى حالات افلاس كيانات التوريق فى الولايات المتحدة الامريكية

أقل بكثير من القيمة السوقية للأصول، أو إذا كان المشتري على علم بإعسار البائع في وقت الشراء، فالملاءة المالية لدى المحيل يجب أن تتحقق وقت الحوالة وفقا لقانون الإفلاس الفرنسي<sup>(1)</sup>.

وعلى أي حال، تبقى حوالة توريق الأصول خاضعة لنصوص قانون الإفلاس الصادر سنة 1985 فإذا أفلس المنشئ للمستحقات المستقبلية، فإن المصفي أو الحارس القضائي للتفليسة له الحق في تعليق المدفوعات التي تتعلق بالعقود ومن بينها الاتفاق على نقل المستحقات الذي أبرمه المنشئ. كما يمكن الطعن في حوالة المستحقات المستقبلية بموجب المادتين 106 و 107 من قانون الإفلاس الفرنسي والتي تنصان على بطلان الوفاء اتوماتيكيا عندما يكون الوفاء حاصل في مدة الريبية<sup>(2)</sup>.

### المطلب الثالث

#### معايير وكالات التقديرفي نقل الأصول و مخاطره على عملية التوريق

تقوم وكالات التقدير بتصنيف الجودة الائتمانية لأنواع السندات الصادرة في عملية التوريق. وتعتبر جودة الأصول المنقولة، وسلامة هيكل المعاملة التي تتم من خلالها من الأمور الهامة التي يتعين أن تكون تحت بصر هذه الوكالات. فمن المهم تحديد طبيعة نقل الأصول في صفقة التوريق، وهل هو بيع حقيقي أم على سبيل الضمان، وطبيعة حقوق كل الأطراف على تلك الأصول المنقولة. ومن المرجح أن بيع الأصول لـ SPE المصدر يكون فعالا في كل الأنظمة القانونية على الرغم من أنه في بعض الأوقات يتسم بالتعقيد وارتفاع التكاليف. وعلى أي حال، تتوسل تلك الوكالات لبيان ما سبق، بالنظر إلى تحقيق متطلبات البيع الحقيقي<sup>(3)</sup>

أولا- نقل الأصول على مستوى واحد أو مستويين<sup>(4)</sup>

#### Fundamentals of the Two-Tier Transaction

في الولايات المتحدة الأمريكية غالبا ما يتم نقل الأصول على مستويين: وفي المستوى الأول In the first tier لصفقة التوريق يقوم SPONSOR المنشئ للأصول أو مشتري الأصول وهو في العادة شركة خدمات مالية أو مجمع أصول ببيع أو حوالة الأصول أو رهنها إلى المودع ( depositor ) أو ( intermediate SPv ) بدلا من نقلها مباشرة الى spv مصدر الأوراق المالية. أما في المستوى الثاني In the second tier، تقوم spv المودع إما ببيع الأصول إلى SPV مصدر الأوراق المالية ( issuing SPv)، وإما أن تقترض منها برهن الأصول لضمان القرض. ثم تقوم SPV المصدر بإصدار أوراق مالية ومن

1- Gilles Saint Marc op,cit. such payment is: automatically declared void should it relate to debts not yet due; or may be declared void should it relate to debts due but for which the assignee has knowledge of the originator's insolvency.

2 - loc cit

3- Douglas A. Doetsch, Emerging Market Cash Flow Securitizations Take Off,by, INT'L FIN. L. REV., Nov. 1996, at 18. "In the most common two-tier structure, the originator sells receivables to a special purpose trust organized under Cayman Islands law, which issues certificates that are sold in turn to a U.S. master trust."STEPHEN L.SCHWARCZ, STRUCTURED FINANCE: A GUIDE TO THE PRINCIPLES OF ASSET SECURITIZATION OP,CIT.

4- BYPETRINA R. DAWSON OP,CIT.

عائد الاكتتاب فيها ، إما أن تشتري الأصول من SPV الوسيطة، وإما أن تعطي SPV الوسيطة قرضاً. فيما لو كانت الأصول منقولة إليها على سبيل الرهن (1)، وقد تستخدم SPV الوسيطة ثمن البيع أو مبلغ القرض في شراء الأصول من الناقلين. وعلى أي حال لتجنب إفلاس SPV الوسيطة يجب أن يتم نقل الأصول بالبيع الحقيقي.

## ثانياً - البيع الحقيقي ونقل الأصول

تعول وكالات التقدير على نقل الأصول بالبيع الحقيقي. فما هو مقصود النقل بالبيع الحقيقي في مفهوم هذه الوكالات، فبينما تستخدم معظم الأنظمة العاملة بالتوريق تستخدم كلمة نقل الأصول، فإن معرفة مدى نطاق نقل الأصول في صفقات التوريق خارج الولايات المتحدة الأمريكية هو ما تعول عليه وكالات التقدير (2) وتعتمد صفقة التوريق الناجحة على تعريف دقيق لمدى اتساع مفهوم النقل لمقتضيات التوريق كمسألة قانونية.

وعلى أي حال، فنقل الأصول لكي يعد نقلاً حقيقياً يجب أن يحقق الأهداف التالية (3) فيجب أن تكون عملية النقل صحيحة، وقابلة للاحتجاج بها (1) ضد الناقل المفلس (2) وسائر دائنيه، وضد المقترض النهائي (مدين الأصول)، (3) ويجب أن يمكن المحال له من مقاضاة المدين مباشرة دون الاعتماد على المحيل، كما يجب أن توقف صفقة بيع الأصول إمكانية قيام المقترض استخدام حقوق المقاصة ضد الناقل أو قيامه بالوفاء له بشخصه. وعلى أي حال فالبيع الحقيقي تستوعبه الملكية القانونية لـ SPE (4) لأداة التوريق والتي ينبغي أن تكون كمالك للأصول قادرة على جمع التسديدات وتنفيذ الضمان ضد المقترض الأول.

وقد تنطوي صفقات التوريق على بيع الملكية الانصافية للأصول ، وهنا تظل ملكية الأصول القانونية القانونية للناقل وينتقل فقط إلى الترسيت ما تغله هذه الأصول (5)، ومع ذلك لا تعتبر هذه الغلة جزءاً من ذمة الناقل عند وقوعه في الإفلاس في حالة عدم اختلاط الحسابات ؛ كما أن آثار ذلك البيع تسرى ضد الناقل ودائنيه وضد المصفي والحارس، بدون احتمال أن يتأثر الدفع المتعلق بالسندات في الوقت المحدد (6). فعادة ما يوجد حساب خاص لـ spv لا يمكن الوصول إليه إلا بموافقتها. لذا، فإن إفلاس الناقل أو إعادة تنظيمه لا يؤثر على الأصول المنقولة انصافياً ولا تكون تلك الأصول متاحة للمصفي أو الحارس أو لدائني الناقل الآخرين.

بيد أنه عند نقل الأصول بالحوالة العادلة، ليس للمحال له (spe) في القانون الإنجليزي الوصول إلى المقترض الأول لعدم وجود إعلان الحوالة. ومن ثم، لا يمكن لـ (spe) لأداة التوريق في حالة اختلاط الأصول بينها وبين المنشئ الاحتجاج بالملكية العادلة أو الانصافية عند إفلاس المحيل، أو عند إعادة تنظيم الشركات وهو ما يمثل خطراً عليها، وبالتالي على مستثمريها.

1- STEPHEN L.SCHWARCZ,OP,CIT.

2 - PETRINA R. DAWSON,OP,CIT ,P.399

3- Ibid,loc,cit

4- SCHWARCZ,OP,CIT

5- Ibid.

6- Jason Kravitt, Mayer, Brown & Platt, Introduction to Securitization op,cit.

وعلى أي حال، قد تستخدم صفقات نقل الأصول ما يسمى بشروط الحماية الاحتياطية ( triggers )<sup>(1)</sup> وهي شروط تدرج في اتفاق التوريق بمقتضاها يلتزم أحد المشاركين في هذه الصفقة بإيداع مبلغ يتفق عليه في صندوق احتياطي لتقديم المزيد من الاطمئنان للمستثمرين. ويحتاج مصدر الأوراق المالية إلى استعمال هذه الشروط عندما تتدهور أو تهبط الصفقة بسبب تدهور نوعية الأصول أو عندما يهبط التصنيف الائتماني للبنك محصل تدفقات الأصول وقد تستخدم تلك الشروط بدلا من مزود الائتمان أو مدعم الائتمان. وهذه الشروط على أي حال، لا تؤثر على صحة نقل الأصول. ولهذا يجب ألا تختلط به. وتعمل شروط التاجر في بعض الصفقات عند إفلاس الناقل فعليا، فيمكن عن طريقها تمكين أداة التوريق من تنفيذ نقل الأصول على الرغم من بدء دخول المنشئ في الإفلاس<sup>(2)</sup>. غير أنه من المرجح أن فشل أعمال شروط الحماية الاحتياطية ما قبل الإفلاس قد تؤثر في قدرة تلك الأداة على الدفع في الوقت المناسب للأصل والفائدة المقدرة على الأوراق المالية<sup>(3)</sup>.

وغالبا ما تعتمد صفقات نقل الأصول على تلك الحماية ضد خطر إفلاس المنشئ أو الناقل، ولحماية نقل الأصول ضد المقترض الأول. فبينما يكون بإمكان المدين الوفاء بما عليه للناقل وفاء مبرئا، أو استخدام دفع المقاصة ضد المبلغ المستحق عليه حيث لا يوجد إعلان بالحوالة، فإن تلك الشروط تجبر الناقل على التعاون مع أداة التوريق للوصول إلى المقترض الأول.

<sup>1</sup>-See Yu-Tsung Chang, *Orico AssetFunding Japan*, STRUCTURED FINANCE, Mar. 1998, at 85 "Triggers are clauses included in the transaction documents that provide for specifications to be taken by one of the transaction participants upon the occurrence of a conditions subsequent. Examples of triggers are the following: The seller will deposit \$3 million in a reserve fund if and when delinquencies on the asset pool exceed \$5 million; the trustee will give notice to the collection account bank that the servicer is no longer entitled to withdraw funds from the account if the servicer's rating falls below BBB-; or the issuer will draw the full amount available under the liquidating letter of credit if the letter of credit bank is downgraded below A-1. A recent "real world" example is the use of such triggers to solve the concerns of the Bank of Yokohama with notifying large corporate customers when securitizing loans. The Bank resorted to a system of contingent perfection, under which those clients were notified when certain triggers are met. The triggers chosen were the downgrading of the Bank's senior debt to BBB by Moody's, or the downgrading of the Bank's long-term subordinated debt by Nippon Investor Services to BB+.

<sup>2</sup>-American Securitization Forum Recommended Market Standards and Practices: Disclosure and Periodic Reporting for Home Equity Loan ABS with Collateral-Based Performance Triggers, March 2006 [Available online]. Retrieved 12/1/2012 from [http://www.americansecuritization.com/uploadedFiles/ASF\\_Recommended\\_Standards\\_Practices\\_HEL\\_Trigger.pdf](http://www.americansecuritization.com/uploadedFiles/ASF_Recommended_Standards_Practices_HEL_Trigger.pdf)

<sup>3</sup>-BYPETRINA R. DAWSON OP,CIT.

## الفصل الرابع التكييف القانوني لعملية التوريق

يتعين للوقوف على التكييف القانوني لعملية التوريق، دراسة الأحكام العامة التي يمكن عن طريقها فهم هذه العملية. ومن ثم ، يتطلب الأمر أن نعرض في مبحث أول للخصائص العامة لعملية التوريق ثم نحاول في المبحث الثاني بيان الطبيعة القانونية لهذه العملية.

### المبحث الأول خصائص عملية التوريق

وإن كان التفاوض يجري بشأن بيع الأصول في عملية التوريق بين المنشئ والترست، إلا أنه في الواقع، لا يمكن الوقوف عند هذه الحقيقة واختزال هذه العملية في علاقة المنشئ بالترست، لبيان خصائصها، فقد أقتضى الأمر لإتمامها هيكلية تلك الأصول في صورة أوراق مالية وطرحها للاكتتاب. ومن ثم، فتدخل المستثمرين في عملية التوريق لازم وإلا فقدت تلك العملية الغرض منها وهو توزيع مخاطر الائتمان على عدد غير محدود من المستثمرين. لذا، لا يثور الشك حول الطابع الثلاثي لهذه العملية.

وإن كنا قد قدمنا أن الترسـت التجاري تحول إليه أصول مالية من المنشئ بهدف إعادة استثمار هذه الأموال وتمويله عن طريق هيكلـة تلك الأصول إلى أوراق مالية تباع للمستثمرين، فإنه يمكن رؤيته كوسيط بين المنشئ والمستثمرين. حيث يقتصر دوره على تمويل المنشئ فى حدود القيمة الاقتصادية للأصول المحالة، وسداد مستحقات حملة تلك الأوراق من تدفقات تلك الأصول. ومن ثم ، لا يثور الشك حول الطابع المالى لهذه الوساطة.

وعلى ذلك ندرس الخصائص العامة لعملية التوريق من خلال بحث طابعها الثلاثى من جانب وبحث طابعها المالى من جانب آخر.

## المطلب الأول

### الطابع الثلاثى لعملية التوريق

لإبراز الطابع الثلاثى لعملية التوريق يتعين تحديد الأشخاص الذين يتدخلون بالضرورة لإنجاز هذه العملية، وبيان الدور الذى يقوم به كل منهم، وإن كانت فكرة الترسـت تغنينا عن بحث حقوق والتزامات كل طرف إزاء الأطراف الأخرى دون اللجوء إلى أفكار أخرى غيرها<sup>(1)</sup>، إلا أنه يتعين إبراز طبيعة العلاقات القانونية التى تنشأ بين أطراف تلك العملية، حيث يسهم ذلك فى تحديد الطبيعة القانونية لعملية التوريق.

فإذا كانت عملية التوريق تبدأ عملاً بأن يبرم المنشئ وهو عادة شركة تجارية أو مؤسسة ائتمانية اتفاق مع الترسـت يملك الأخير بموجبه محافظة أصول مالية يصدر بناء عليها، وعن طريق شركة الإدارة، أوراقا مالية مدعومة بتلك الأصول قابلة للتداول فى البورصة، فإن تلك العملية كى يتحقق غرضها يجب أن يكتب فى أوراقها المالية أكبر عدد من المستثمرين. ومن ثم ، فهناك ثلاثة أشخاص يتدخلون بالضرورة لانجاز عملية التوريق هم المنشئ والترسـت والمستثمرين يسهم كل منهم بدور محدد فيها، وعلى ضوء هذه المساهمة تتحد مراكزهم القانونية التى يتمتع بها كل منهم.

فأما عن المنشئ فهو يجب أن ينقل الأصول الموجهة للتوريق بالبيع الحقيقى الذى يترتب عليه نقل الملكية القانونية للأصول من ذمة المنشئ إلى الترسـت أو أداة التوريق. وأما عن الترسـت فهو يتجسد فيما أل إليه من وجود شخصيتين قانونيتين هما، شركة الإدارة وأمين الترسـت، وفى حين يقتصر دور الأول على هيكلـة الأصول فى صورة أوراق مالية وطرحها للاكتتاب ، ويمكن رؤية دوره كوسيط أو وكيل للمستثمرين ( قبل اكتمال الاكتتاب فى الأوراق المالية للتوريق )، فإن أمين الترسـت يعتبر مالكا قانونيا للأصول لصالح المستثمرين ( بعد اكتمال الاكتتاب ) الذين تكون لهم ملكيتها العادلة فيما يتعلق بالحصول على حقوقهم فى تدفقات تلك الأصول<sup>(2)</sup>.

وإذ يشهد انجاز عملية التوريق تدخل أكثر من شخص كالمنشئ والمستثمر والترسـت وكالات التقدير، وشركات ضمان وترويج الاكتتاب، وأشخاص أخرى، ومساهماتهم جميعا ضرورية لإنجاز تلك العملية، فإنه ينبى على ذلك نشوء علاقات قانونية محددة بين الترسـت وبين الأطراف المختلفة. وبينما لا يثور الخلاف حول

<sup>1</sup> - الدكتور حسنى المصرى فكرة الترسـت المرجع السابق ص 238

<sup>2</sup>-Paolo Vanini - Structured Finance, Part I, Basics- Aktuelle Version: December 3, 2007

قيام علاقة قانونية مباشرة بين الترسـت والمنشـىء، وبين الترسـت والمستثمريـن من جانب آخر، فإنه لا يمكن القول: بنشوء علاقة قانونية مباشرة بين المنشـىء والمستثمريـن بالرغم من ارتباطهما الفعلي من واقع نقل ملكية الأصول للترسـت بعد الاكـتتاب الكامل فى السندات الممثلة لها، وهو ما يفسر عدم جواز تدخلهم فى إدارة أموال الترسـت(1).

وإذا كان ما ينبغى أن يترتب علي انتقال الأصول إلى ذمة الترسـت هو ألا يتقرر للمنشـىء أى حقوق علي تلك الأصول بعد نقلها، فإن الأمر فى عمليات التوريق لا يجرى هكذا، فعادة ما يحيل المنشـىء أو الناقل للترسـت أصول تزيد عن حقوق حملة الأوراق المالية للتوريق ويشترط لذلك أن يكون له الحق على فائض الأصول، بل يعضد القانون ذلك الحق بتقريره للمنشـىء. ويمكن تفسير هذا الأمر على أن الترسـت يمتلك الأصول المحالة بالزيادة ملكية قانونية لمصلحة المستثمريـن كضمان مقدم من المنشـىء أو المحيل فإن انتهى الترسـت بحصول المستثمريـن على حقوقهم يكون فائض الأصول من حق المحيل، وبذلك يسترد المحيل الملكية القانونية لتلك الأصول المتبقية أو تجتمع لديه صفة المالك القانوني والمالك المستفيد. كما يعنى ذلك ولو أن الأمر فى عملية التوريق يتعلق باتفاق التوريق ومحلـه الأصول المنقولة إلى الترسـت، وإن كان فى ظاهرة عقد بيع للأصول، إلا إنه فى جوهره يعتبر عقد ضمان التمويل بمدخرات المستثمريـن(2)، ويعنى هذا أن اتفاق عملية التوريق يتضمن التمويل وضمانه فى أن واحد. ويعزز ذلك أن المحيل لا يكون له الحق فى التمسك باسترداد الأصول المحالة بالزيادة عن حقوق حملة الأوراق المالية، إلا بعد حصولهم على ما يتوقعونه من عوائد لاستثماراتهم. وبذا تكون الملكية القانونية لأصول الترسـت هى من ضمنـت استمرار التدفقات النقدية للأصول المالية لأصول التوريق (محل ائتمان المنشـىء)(3).

وإذا نظرنا إلى عملية التوريق من منظور اقتصادى نجد أن المنشـىء هو محورها الأساسى. وذلك لأن حاجته إلى التمويل بإعادة الفعالية لأمواله المستثمرة هى المنشئة لهذه العملية برمتها، والقرار بالتوجه لتوريق أصوله هو دائما قراره، فهو الذى يكون بحاجة إلى تدخل كلا من الترسـت والمستثمريـن من أجل انجاز ما يحتاج إليه من تمويل. وإذا كنا قدما أن اتفاق التوريق يتضمن التمويل وضمانه فى أن واحد، وأن المنشـىء يعتبر طرفا متعاقدًا فى كلا العقدين فإنه بذلك يكون محور عملية التوريق سواء من منظور قانونى أو من منظور اقتصادى.

وبينما لا يمكن للمنشـىء تفعيل مقتضى اتفاق نقل الأصول فى عملية التوريق، بما تتطلبه من العزل القانونى لتلك الأصول من ثروته، فإنه لا يمكن، بأى حال من الأحوال، أن يكون ذلك المنشـىء المحور القانونى لتلك العملية. وبالتالي يبدو جليا ما يعترى عملية التوريق من انفصام بين طبيعتها القانونية وطبيعتها الاقتصادية. فإذا كان الترسـت بما له من ملكية قانونية للأصول المحالة يقوم من ناحية بتمويل المنشـىء بثمن الأصول المحالة ومن ناحية أخرى بسداد حقوق اصحاب السندات من التدفقات المتأتية من الأصول المالية، فإن هذا الوضع لا يمكن أن يعبر إلا عن أن الترسـت هى المحور القانونى لتلك العملية وأولى النتائج المترتبة على ذلك انتفاء العلاقة المباشرة بين المنشـىء والمستثمريـن(4).

1-John H. Langbein, op,cit,p. 662

2-NATANIA LOCKE OP,CIT ,P.15

3- STEVEN L. SCHWARCS, TRUSTS AS BUSINESS RGANNIZTIONS,op.cit

4-- Modern Investment Management op,cit

لذا، عنى المشرع بتنظيم الترتست بشقيه لحماية المستثمرين، وبطريقة نقل الأصول إليه، بحسبان أنه المهيم على تلك العملية برمتها وبالتالي لا محال من أعمال إرادته بوصفه طرفاً ضرورياً في عملية التوريق. فيستطع ألا ينشئ من الروابط إلا ما يتفق مع مصالحه، وإذا كانت ما اتفقت عليه أنظمة التوريق من التزام الترتست برد فائض الأصول إلى المنشئ، فإن حق ذلك المنشئ في استردادها لا يكون إلا بعد حصول أصحاب السندات على حقوقهم كاملة، وبالتالي تشكل تلك الأصول ضماناً إضافياً لحملة صكوك التوريق. لذا، لا يمكن فهم ذلك الأمر إلا على أنه لا يخرج عن تلاقى مصالح الترتست مع مصلحة المنشئ وهو ما يبقيه دائراً في إطار مصلحة المستثمرين، وفقاً لنظام الترتست، ويساعد توجهها إلى ذلك ما تخضع له من قوانين تتعلق بما يصدر عنها من أوراق مالية<sup>(1)</sup>.

وعلى ضوء العرض المتقدم يتضح لنا أن عملية التوريق ذات طابع ثلاثي الأساس. وبينما المنشئ هو محور هذه العملية من الناحيتين الاقتصادية والقانونية إلا إنها اتخذت محورا قانونياً آخر هو الترتست. وإن كانت هذه العملية تتعلق بمحرر واحد، فإنه ينطوي على عنصر التمويل وعنصر الضمان، يبرز بشأنهما دور الترتست من واقع ضرورة وساطته بين المنشئ والمستثمرين، وتتحقق به هيمنته على تلك العملية برمتها بالنظر إلى مصلحته في إطار غاية عملية التوريق.

## المطلب الثاني

### الطابع المالي لعملية التوريق

عندما يقدم المنشئ على حوالة الأصول للترتست، فهو لا يبحث فحسب عن تمويله باسترداد أمواله التي سبق له استثمارها، وإنما يبحث عن وسيلة يتمكن بها من تخفيف القيود التنظيمية التي يلتزم بها تحقيقاً لكفاية رأس المال والاستفادة في الوقت نفسه من إمكانية تلبية طلبات الائتمان الجديدة. وإذا سمح نظام التوريق بتمويل المنشئ بدلاً من اللجوء إلى طرق أخرى، قد لا تكون مجدية كالتمويل عن غير طريق عملية التوريق، فإنه يعد من هذه الناحية قناة إضافية يمارس عن طريقها البنك دوره من جديد في عملية إقراض آخرين بما يحتاجونه من أموال.

وإذا أشار إلى الترتست دائماً بأنه ذو غرض خاص، فإن هذا يعنى اقتصار نشاطه على إصدار الأوراق المالية وإدارة حافظة مالية. فهو لا يعمل في أي عمل آخر بخلاف تلقي الأصول وإعادة هيكلتها. وإذا كان الترتست ينشئه بنك ويعمل على إدارته، ويتولى حفظ أصوله. أو حينما تتولى عملية الإصدار شركة مستقلة في إنجلترا، فإن رأس مال البنك أو الشركة لا يعتبر رأس مال في الترتست، وإنما هو لضمان قيامهما بأداء دورهما على أكمل وجه حماية للمستثمرين. فهو وإن كان يمتلك الأموال التي يقوم باستغلالها إلا أنه يتوسط بشأنها بين المنشئ والمستثمرين في عملية التوريق.

<sup>1</sup>- Ibid. See STEVEN L. SCHWARCS, OP, CIT.

إذ جرى العمل على النص في هذا النظام على تأليف جمعية للشركاء تدعى للانعقاد عن طريق شركة الإدارة بناء على طلب عدد معين من الشركاء محدد في نظام الإدارة وتتمتع هذه الجمعية بسلطة قبول أو رفض التعديلات التي تقترح شركة الإدارة إدخالها على النظام

وتلك الوساطة التي يقوم بها الترسر بين منشئ الأصول أو ناقلها وبين المسرررين وساطة مالية، إذ يقتصر دوره فيها على الوفاء للمنشئ بثن أصوله من اسررر مدخرات المسرررين. كما أنه يقوم بسداد حقوق المسرررين من الررفقات النقدية للأصول المحالة له من المنشئ. وبذلك يعتبر الروريق بالنسبة للمنشئ بديلا عن تمويل اسرررته بأمواله الذاتية فهو من وسائل التمويل الخارجية. وبينما يعالج الروريق، على ذلك النحو، خطر حاجة البنوك إلى السيولة ويرفع بالتالي قدرتها على القيام بنشاطها بفاعلية، فإنه يرمز عن سائر أشكال التمويل بارتباطه الوثيق كوسيلة تمويل بالمال المسررر محل التمويل ويظهر المال المسررر- المرمثل في مدخرات المسرررين - في ارفاق روريق الأصول بوصفه ثمن شراء الأصول. وبذا، يرمثل المال بوصفه وجة الاسررر المنشود عنصر جوهريا من عناصر ارفاق نقل الأصول.

ويقرب الروريق من هذا المنظور من الببع بالقسير حيث يجمع ارفاق الواحد بين ببع الأصل ومنح الائرمان. فإذا كان البائع بالقسير يقدم في واقع الأمر خدمتين إلى المسررر: ررمثل الأولى، في الببع بما يفرضه من تسليم المببع لاررفاع المسررر به. ورمثل الثانية، في منح الائرمان ومحله ثمن المببع وذلك عن طريق قسيره وإضافة كل قسط لاجل محدد، فإن الررسر أيضا يقدم إلى المنشئ خدمتين فيمكن ارفاق ما يحصل عليه المنشئ من مدخرات المسرررين هو المببع المسلم إليه لاررفاع به وأن ثمن هذا المببع يرمثل في منح الائرمان عن طريق اسررراده على أقساط من ررفقات الأصول المحالة. ولا يراى ارتباط التمويل بالمال المسررر محل التمويل إلا من واقع انقال ملكية الأصول المحالة من المنشئ للررسر كثن للمال المسررر ولولا هذا العنصر لانفصل عنصر تمويل المنشئ عن عنصر الاسررر. ومؤدى ذلك ارتباط الررسر بالمنشئ برباط مالى محله ثمن شراء الأصول ( مدخرات المسرررين ) ويتم اسررراده كأررمان من الررفقات النقدية من الأصول المحالة وإلى حد رلاشى حقوق المسرررين مع ضمان أرباح هذه الخدمة التمويلية. ولا يكون لملكية الررسر للمال دور طالما بقى للمسرررين حقوق إلا دورا يرتبط لامحال بضمن حصولها على اسرررات المسرررين والعمولة المقررة له. إذ يعد انقال ملكية الأصول إلى الررسر ضمانا لقدرته على الوفاء بما تولده تلك الأصول من مسرررات لحملة السندات. وذلك بجانب حمايتها من إفلاس المنشئ البائع لها. ومن ثم، يحرص نظام عملية الروريق على جريان العلاقة فيما بين المنشئ والمسرررين في صورة عقد ببع ناقل لملكية الأصول، يملكها قانونا الررسر وتكون ملكيتها العادلة للمسرررين.

وإذا كان من المعار في صرقات الروريق أن رنص الأنظمة القانونية المختلفة على أن هناك حقوقا ربقى للمنشئ في صندوق الررسر بعد سداد حقوق حاملى سندات الروريق، فإن ذلك يتطلب معرفة مدى دلالة هذا الأمر، وما الدور الذى يلعبه ملكية الأصول بالزيادة عن حقوق المسرررين في عملية الروريق. ومن ثم، يرفين علينا ررديد محل ارفاق نقل الأصول محل الائرمان ، ودور الملكية في ارفاق عملية الروريق

## الفرع الأول

### ررديد محل عملية الروريق

يحول المنشئ إلى الررسر الرجاري محفظة أصول لديه، ويسلم مقابل لها دائما هو اسررر مدخرات المسرررين في شراء الأصول المنقولة، وبالتالي فإن المببع المسررر في سبيل انجاز عملية الروريق يرمثل في ثمن شراء الأصول من المنشئ. ويررب على ذلك أن رقديم هذه الخدمة التمويلية للمنشئ لا يكون



هذا نقل الأصول إليها بالبيع الحقيقي. وهي على أي حال، حقوق مؤقتة، إذ تتجه أصول التوريق إلى التلاشي عند نفاذ ما تولده هذه الأصول من التدفقات النقدية المتأتمية من المدينين.

فإذا كان الترتست يحصل على التدفقات النقدية من الأصول المالية التي تكون عادة مستحقة على أجل محددة، فإن هذا ما يفسر أصرار النظم القانونية المختلفة على أن يكون بيع الأصول ناقلاً للملكية، فلئن الأصول المنقولة تتجسد في حقوق لدى الغير، فإن نقلها كان أفضل من رهنها. بما يعنى أن الأصول تنتقل من ذمة المنشئ إلى ذمة الترتست. ولا شك في أن ملكية الترتست للأصول طوال مدة التوريق تمثل خير الضمانات التي يمكن الحصول عليها من المنشئ، وهذا ما يضمن للترتست الوفاء بحقوق حملة السندات. كما أن هذا الضمان هو ما يفسر في نفس الوقت الملكية القانونية لما يحيله المنشئ زائداً عن مستحقات حملة الأوراق المالية. فالغاية الجوهرية إذن من ملكية الأصول هي ضمان استرداد الترتست رأسمال المدخرين، بالإضافة إلى العائد عليها والتحصل على عمولته وهو ما قد يبرر حصول الترتست على ضمانات إضافية لتنفيذ الالتزامات من قبل المدينين الأصليين (1).

لذا، فإن الترتست يتمتع بمركز قانوني فريد بوصفه مالك للأصول المحالة في عملية التوريق، إذا ما قورن بأى مركز آخر ينشأ عن تقديم المنشئ لأى ضمانات أخرى، فضلاً عن أنه بهذا النقل يتفادى أى مزاحمة من قبل دائنى المنشئ، إذ يستبعد هؤلاء بصفة مطلقة من التنفيذ على الأصول المنقولة حيث لا يملكها مدينهم، بل يملكها الترتست ملكية قانونية. ويستطيع التصدى بفاعلية لأى إدعاء من جانب الغير بحق على تلك الأصول.

وعلى ذلك، يمثل نقل ملكية الأصول إلى الترتست الضمان الذى يتمتع به لاستيفاء حقوقه المالية. كما أنها تمثل الضمان الجوهري ضد مخاطر إفلاس المنشئ (2). وأهم ما يتميز به الضمان المتقدم هو عدم انفصاله عن الاتفاق الأصيل بالتمويل، إذ لا ينشأ عن عمل إرادى يكون تابعا لهذا الاتفاق وإنما هو ركن جوهري من أركان اتفاق نقل الأصول ويعتبر عنصر ملكية الأصول بمثابة حجر الزاوية في عملية التوريق.

ونخلص من العرض المتقدم أن عملية التوريق ذات طابع مالى تلعب فيها ملكية الأصول دور الضمان ضد خطر إفلاس المنشئ ولولا أن الترتست يعتمد على ملكيته القانونية لهذه الأصول لظل عنصر الضمان ( محل الائتمان ) أجنبيا عن الاتفاق المبرم بين المستثمرين مانحي الائتمان والمنشئ متلقى هذا الائتمان.

وإذا كان قالب عقد البيع فى نظر الترتست أو عملية التوريق هو القالب النموذجى للتعبير عن الغاية التى يبغى تحقيقها، فإنه كان يتعين رفع التناقض بين الآثار التى تترتب على كل علاقة تمويلية وتلك التى يفضى إليها قالب عقد البيع، بيد أن تطلب قالب عقد البيع وضرورة تحويله بحيث تترتب الآثار الطبيعية للعلاقات التمويلية لهو من مقتضيات عملية التوريق ومصحة الترتست كمحور قانونى لهذه العملية. وإن كان ذلك يقتضى انفراده بتحديد المضمون الاتفاقى لعملية التوريق من جانب؛ وانعدام التنظيم القانونى التشريعى

<sup>1</sup> -Asset Securitizations and Credit Risk ,by,Mary E. Barth, Gaizka Ormazabal,Daniel J. Taylor Graduate School of Business Stanford University518 CA 94305 June 2010  
[https://www.gsb.stanford.edu/facseminars/events/accounting/documents/acc\\_06\\_10\\_taylor.pdf](https://www.gsb.stanford.edu/facseminars/events/accounting/documents/acc_06_10_taylor.pdf)

<sup>2</sup> -, Edward M. Iacubucci and Ralph A. Winter Asset Securitization and Asymmetric Information,by [Journal of Legal Studies, 2005 vol. 34 (January 2005)] The University of Chicago  
<http://rusipoteka.ru/files/library/iacubucci-1.pdf>

الآمر لعقد البيع من جانب آخر، فإنه يعنى ظهور اتفاق التوريق بوصفه من عقود الاذعان يكثر فيها الخروج على القواعد العامة استغلالا لطبيعة وتنظيم صفقات التوريق على قاعدة ملكية الترسى.

وإذا كان جوهر عملية التوريق يتمثل في أنها تمويل بضمان نقل ملكية الأصول وهو مما يعطى فعالية للاستثمار في سندات التوريق، فإن عملية نقل الأصول إلى الترسى تجرى في صورة البيع. وتتشدد أنظمة التوريق في التأكيد على شكل هذه العلاقة، بألا يجب أن يظهر جوهر الصفقة في علاقة نقل الأصول. إذ أن ما تحرص عليه صفقات التوريق هو أن تكون الأصول بعيدة عن افلاس الناقل ودائنيه. ومن ثم، كانت ضرورة انتقال الأصول إلى ذمة أخرى بالبيع الحقيقي. وضمن الاستعانة بنظام الترسى إلى جانب القيود المفروضة عليه ومقتضاه إبعاده عن الإفلاس تحقيق الفائدة للجانبين المنشئ والمستثمرين. وهذه الشيم هي ما تميزه عن الأشخاص المعنوية التي هرب منها الاستثمار الجماعي. وعلى ضوء ما تقدم يمكن النظر إلى عملية التوريق تارة باعتبارها عملية تمويل، وتارة أخرى باعتبارها وسيلة ضمان.

## المبحث الثانى

### الطبيعة القانونية لعملية التوريق (نظام ضمان خاص)

يعتبر التوريق نشاطا حديثا نسبيا، لم يتناوله قانون واحد بالتنظيم، وما وجوده في القوانين المالية،<sup>(1)</sup> إلا لتنظيم ما ينتج من الأوراق المالية التي لا تجد الحياة إلا في سوق الأوراق المالية. فالوصول بالأوراق المالية لهذا النظام إلى القابلة للتداول كان مفتاح نجاح التوريق.

وإذا كان صحيحا أن التوريق في النهاية أداة مالية لكونه يخلق ورقة مالية قابله للتداول<sup>(2)</sup>. إلا أنه مع ذلك، لا يمكن تحديد الطبيعة القانونية للتوريق باعتبار النتيجة التي يترجم إليها ألا وهي تحويل الأصول إلى أوراق مالية. فإن ذلك فضلا على أنه يعنى اختزال نشاط التوريق في عملية إصدار الأوراق المالية، فإنه لا يكشف عن جوهر عملية التوريق التي تتضافر فيها العلاقات التعاقدية الكثيرة، والمعقدة لإخراج ذلك المنتج النهائي لنظام التوريق.

وإذ يقترب التوريق من أن يكون نظاما عالميا، فلقد عملت به معظم دول العالم على اختلاف أنظمتهم القانونية، وبما اقتضاه ذلك من إحداث تعديلات لازمة في الأنظمة القانونية المستقرة، خاصة في تلك الدول التى تنتمى إلى العائلة الرومانية الجرمانية ومن بينها مصر، لبناء نظام توريق يكفل له النجاح بتحقيق أغراض العمل به. فإذا كانت عملية التوريق يلزم لوجودها أن تكون هناك أداة توريق بعيدة عن الإفلاس، فإن المشرع

<sup>1</sup> -NATANIA LOCKE OP,CIT ,Passim.

العلاقات السابقة على إصدار الأوراق تنظمها قواعد مستقره فى الانظمة القانونية القائمة على الأقل فى بلاد القانون العام. كوجود نظام الترسى فى نظم القانون العام common law

<sup>2</sup>- نفس المرجع

يستطيع أن يحقق لها ذلك. وإذا كان نقل ملكية الأصول من المنشئ إلى أداة التوريق يتم بالبيع الحقيقي، فإن الأمر يتطلب إدخال تعديلات تشريعية على نظام حوالة الحقوق فيما يتعلق بنفاذ بيع تلك الحقوق تجاه المدين والغير. ولو أن عقد البيع لا يعبر عن جوهر عملية التوريق إلا أنه لا يمكن الوصول إلى ذلك الجوهر إلا باستعمال هذا القالب العقدى. وإذ ينتج عن ذلك النظام أوراقا مالية، فإنها تختلف في طبيعتها عن الأدوات التجارية المعروفة كالسهم والسند<sup>(1)</sup>. وإن كانت أقرب إلى الأخيرة. ومن ثم، اقتضت تلك الأوراق تدخل المشرع لإلحاق صفة القابلية للتداول عليها.

وعلى ذلك النحو، إذا كان التوريق نظاما متكاملًا قد تتفق بعض تفاصيله مع أنظمة قانونية قائمة ومستقرة، وقد تختلف معها. فإنها تختلف مع نظامنا القانوني في محددات جوهرية تمثل إشكاليات لا يمكن التغلب عليها إلا بتدخل المشرع. فبينما يجب أن تتوفر فيه مجموعة من العناصر تعمل بشكل تكاملي لانجاز غرض واحد. بدءا من علاقات أطرافه المتعددة ووصولاً إلى أهمية وضرورة هيكله الأصول محل هذا النظام، وما تحتاج إليه هذه الهيكلية من معرفة فنية، وانتهاء بطريقة نقل الأصول إلى spv، والقواعد المستلزمة في بناء هذه الأخيرة وقيام الاستثمار بها على قاعدة ملكية الترس، بما تستدعيه من فصل عناصر الملكية، أو تحقيق الغاية منه، فإن ذلك يعنى عدم قدرة أي من القوالب التقليدية في نظامنا القانوني على استيعابه. كما لا يمكن تطبيق قواعد قانونية واحدة عليه تبعا لإمكان تمييز عقد فيه على آخر، لاختلاف خلفية أنظمتها القانونية عن نظامنا القانوني خاصة فيما يتميز به هذا النشاط، وفقا لأركانه الخاصة، وهى عملية نقل الأصول، باستخدام أداة التوريق بمراعاة جوهر عملية التوريق والذي يتمثل فى أنها تمويل بضمان مستحقات المحيل.

لذا، فالحديث عن التوريق هو حديث عن نظام قانوني، حيث يمكن إطلاق وصف النظام القانوني على التوريق كونه مجموعة من العلاقات التعاقدية تحكمها قواعد قانونية مختلفة ومتميزة، وتهدف إلى تحقيق غرض مشترك تلعب فيه الأطراف دورا مرسوما من قبل تقوم بأدائه عند رغبتها أن تكون احد أطراف هذا النظام. كما أن الأدوار التي يوزعها أدوارا تكاملية لا يمكن لأى دور وحده أن يصل إلى الغرض المحدد للمجموع. وعلى ذلك فالتقاء الأطراف رغم ارتباطهم أنفسهم بقوانين تحكمهم، بالإضافة إلى قواعد تحكم علاقتهم فى إطار عملية التوريق بهدف تحقيق غرض مشترك. كل هذا يجعلنا أمام نظام قانوني مخالف فى بعض أجزائه لم استقرت عليه أنظمة قانونية أخرى.

وحقيقة الأمر فى عملية التوريق إننا أمام منشئ للأصول هو فى الغالب بنكا أو شركة أو مؤسسة يخضع فى بنائه للقوانين المنظمة له. كما أنه حتى بالنسبة للأصول التي يتم نقلها إلى أداة التوريق فهو يخضع فى بنائها للقوانين المنظمة لها، إذا كان بنكا، وهو بصدد الائتمان المصرفي أو بمراعاة تدخل وكالات التقدير فى كل الأحوال. أما الترس فهو وإن كان يطلق عليه أنه كيان تعاقدى، إلا إنه يتميز باحتوائه على شركة توريق وبنك أو شركة تعمل كأمين حفظ. وهما، ولا شك، يخضعان لنظامهما القانوني. صحيح أن هذه الشركات لها مواصفات خاصة بعملية التوريق، إلا أنها تبقى فى النهاية شركات لا تبغى من عملية التوريق إلا تحقيق الأرباح. ولا يبقى فى هذه العملية غير المستثمرين والذي يمثلون فيها الطرف الضعيف الذى يحتاج إلى الحماية. ومن ثم، يحرص القانون المالى فى أى دولة تعمل بنظام التوريق على حمايته. وتكمن حمايته

<sup>1</sup> - انظر الدكتور هشام فضلى - المرجع السابق ص 127 وما بعدها فى المركز القانوني لحاملي الصكوك المالية

الجوهريّة في العمل على تحقيق مبدأ بعد الأصول المورقة عن الإفلاس سواء من جانب المنشئء بالبيع الحقيقي للأصول أو من جانب ما تتضمنه أداة التوريق من جانب تنظيمي، بقيام الاستثمار على قاعدة ملكية الترتست.

وبذلك تشكل عملية التوريق ضمانا متميزا خاصا بأوراقها المالية يتمثل جوهرها في عقد تمويل بضمان نظام خاص. فبينما يلعب فيها المستثمرون دور الممول، فإن ضمان تمويلهم، ليس فقط الأصول المنقولة إلى الترتست، وإنما في آليه عمل النظام في مجموعه كطريقة النقل ذاتها وفصل عناصر الإدارة عن الملكية ودخول وكالات التقدير لتقييم مخاطر الأوراق المالية الناتجة من هذا النظام، و جريان ذلك كله طبقا للقانون المالي، وتحت بصر الهيئات المنشئة لمراقبة ومتابعة تطبيق القانون واللوائح. ومن ثم، لا يمكن القول أن الأوراق المالية مضمونة بمجموعة أصول فقط (1)، بل أن الصحيح في اعتقادي أن آليات نظام التوريق، بما في ذلك اعتماده على تلك الأصول هو ما يشكل ضمان هذه الأوراق المالية. فبينما تعمل الضمانات الشخصية والعينية على حماية الائتمان المصرفي، فإن التوريق فضلا عن أنه يعمل على حماية ما لم تضمنه تلك الضمانات التقليدية كمخاطر السيولة ومخاطر السوق بضمان الاسترداد العاجل للائتمان، فإنه يعمل على ضمان ما سبق ضمانه بتلك الضمانات بنقل مخاطر الائتمان المصرفي. ومن هنا، فإن التوريق يشكل ضمانا مركبا للبنك.

وإذا كنا انتهينا إلى أن نظام التوريق يمكن أن يشكل ضمان مزدوج للأوراق المالية، والائتمان المصرفي، وفيما يتعلق بهذه الأخيرة يعد الضمان مركبا، فإنه يجب تنظيم نشاط التوريق باعتبار ما يرمى إليه وهو ما يتمثل في استرداد البنك لائتمانه، وضمان الاستثمار في الأوراق المالية لهذا النظام. فقد رأينا كيف ساعد ذلك النظام في حماية المستثمرين من خطر عجز المقرضين عن السداد وحمايتهم من خطر الدفع المسبق على نمو وازدهار نشاط التوريق، كما ساعد البنك في نقل مخاطر الائتمان المصرفي والتخلص من مخاطر السيولة ومخاطر السوق بالاسترداد العاجل لائتمانه.

فإذا كان التوريق، على ذلك النحو، يعمل على الغاء مخاطر الائتمان في جانب وتقليل مخاطر الائتمان في جانب آخر، فإنه ولا شك يعتبر نوعا 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 نوعا من الضمانات، فإن العكس غير صحيح. وإذا كان لكل من التوريق والضمانات التقليدية دور مختلف في حماية البنك من مخاطر الائتمان المصرفي، بل يكمل كل منهما يكمل الآخر في تلك الحماية، فضلا عن حماية الاستثمار في أوراقه المالية، فإنه يجب أن يفسح للتوريق كضمان مجالا إلى جانب التأمينات العينية. وإذ لا يمكن إخضاعه لنفس نظم التأمينات لاختلافها في الطبيعة والمصدر، فإنه يمكن عده نوعا من الضمانات غير المسماة إلى جوار الضمانات المسماة وهي التأمينات الشخصية والعينية.

<sup>1</sup> - انظر قرب هذا الرأي انظر - د سعيد عبد الخالق - توريق الحقوق المالية المرجع السابق وأيضا بورصتي القاهرة والإسكندرية - نبذه عن الأوراق المالية المضمونة بأصول مشار إليه سابقا الورقة المالية للتوريق يمكن عدها، في آن واحد؛ أداة اقتراض، ونوع من المشتقات، فهي أداة اقتراض؛ لأنها توزع عائد ثابت أو متغير وبصفه دورية وهي نوع من المشتقات؛ لأنها مشتقة من أداة مالية مباشرة وهي مجموعة الأصول التي تضمن الإصدار.