

اتفاق توريق الديون دراسة قانونية

د. علاء حسين علي
كلية القانون - جامعة الأنبار

المقدمة

يعد تأمين السيولة النقدية و توفير قنوات جديدة تتدفق منها رؤوس الأموال ، من العوامل الرئيسية لتطور أسواق المال و المصارف بصورة عامة هذان السوقان اللذان يعدان محور النمو الاقتصادي لأي دولة و هذا ما سعت نحوه المؤسسات المالية في الدول الكبرى التي ما انفكت تبحث عما يؤمن لها السيولة النقدية اللازمة لديمومة نشاطها و تطوره ، و قد أظهرت تجارب البحث عن رأس المال صيغ جديدة للتمويل منها ما صار يعرف بـ (توريق الديون) Securitization of Assets و الذي كسبت من خلاله مؤسسات المال العالمية مزايا لم تكن تحصل عليها سابقاً مما أنعكس بشكل إيجابي على نشاط هذه المؤسسات ، فأقبلت هذه المؤسسات على ممارسة نشاط التوريق فأتسع النشاط ووسع من أسواق المال و المصارف في الدول الكبرى و حقق لها طفرات ملحوظة في النمو الاقتصادي .

و على مزايا التوريق وقعت عين الدول النامية بعد إن لمست به علاجاً ناجعاً للمشاكل التي تحد من نموها الاقتصادي متمثلة بارتفاع تكاليف الحصول على السيولة النقدية و المديونية العامة المتزايدة و ضعف أسواقها المالية .

بيد أن جني المنافع الاقتصادية من اتفاق التوريق لا يتم دون أن تستند هذه العملية على منظومة واسعة من الأدوات المادية و التشريعية بوجود الأسواق المالية الفاعلة و المؤسسات المالية و المصرفية المؤهلة لإبرام صفقات التوريق وجهات الرقابة و المحاسبة و وكالات التصنيف الائتماني و وجود القوانين التي تحكم التوريق من الناحية العقدية و الضريبية و المحاسبية ، و هذا ما تنبّهت له الدول التي تسعى لدمج آلية التوريق في نظامها القانوني و المالي كالهند و مصر و لبنان و معظم الدول النامية .

و لقد شدتنا النتائج الإيجابية التي حققها توريق الديون على الصعيد العالمي و مسعى بعض الدول للاستفادة منه إلى بحثه بغية إبراز جوانبه القانونية بوصفه عملية عقدية يمكن توظيفها لعلاج مشاكل اقتصادنا الوطني التي لا تقل عن مشاكل بقية الدول النامية إن لم تزد عليها جراء التقلبات السياسية و الاقتصادية التي مر بها البلد و التي خلفت اقتصاداً محطماً فلا سوق لرأس المال يعتمد عليه ولا سوق مصرفية فاعلة ، و لم تثن عزيمة كون التوريق من المواضيع الحديثة التي لم تطرق سابقاً و التي يشح معيها الفقهي فضلاً عن كونه محوراً لإختلاف الآراء لا على صعيد الدول التي هي في طور تجربة هذا النظام التمويلي الجديد و إنما على صعيد الدول التي استوى فيها التوريق على سوقه و انتفعت من مزاياه .

و قد تناولت الموضوع من ثلاثة محاور الأول حاولت فيه تأصيل فكرة التوريق و ذلك بتعريف التوريق و الوقوف على مراحل تطوره و إبراز مزاياه و مخاطره ، أما المحور الثاني فتناولت فيه أشخاص اتفاق التوريق و آلياته القانونية ، في حين حاولت في المحور الثالث الوقوف على أبرز الشروط العقدية في صفقات التوريق و الضمانات اللازمة لنجاح هذه الصفقات .

تصنيف ائتماني و بالتالي يكون التوريق عملية تحويل تدفقات نقدية مستقبلية إلى تدفقات نقدية حالية^١ .

وقد عرف أيضاً بأنه الممارسة التي من شأنها تجميع أكبر عدد من القروض الممنوحة غير القابلة للتسجيل و تجميعها في وعاء واستخدامها في إصدار أوراق مالية لبيعها للمستثمرين^٢ .

أو هو تحويل ديون متجانسة بعد أن تجمع هذه الديون المتشابهة (كديون القروض العقارية) في شكل محفظة ثم تباع هذه المحفظة إلى المؤسسة التي تتولى توريق هذه الديون^٣ ، و يرى البعض عملية التوريق بأنها عبارة عن بيع البنك بعض أصوله المتمثلة بسندات مديونية لمبالغ اقترضها منه بعض المدينين و المضمونة بحق رهن أو ملكية بسعر منخفض لمنشأة متخصصة غالباً ما تكون بنكاً متخصصاً الذي يقوم بدوره بإصدار أوراق مالية بشكل سندات بعلوّة إصدار و بقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق و طرح هذه السندات للاكتتاب العام و مشتري هذه السندات

المبحث الأول تأصيل فكرة التوريق

سنتناول في مطلبين تأصيل فكرة التوريق من حيث التعريف بها و بيان الجدوى منها في ما تحققه من مزايا و ما تحتمله من مخاطر .

المطلب الأول التعريف بالتوريق

ماذا يراد بتوريق الديون ؟ و كيف نشأ كظاهرة ثم تطور كنشاط ؟ سنحاول الإجابة عن ذلك فيما يأتي .

الفرع الأول / معنى التوريق

عرف التوريق اصطلاحاً بأنه تجميع موجودات متشابهة ذات طبيعة غير سائلة و نقل حيازتها إلى منشأة ذات غرض خاص تقوم بدورها بإصدار أوراق مالية لها حق في هذه الموجودات بعد الحصول على

التأمين على الحياة و صارت شركات التأمين تحول محافظها إلى شركات التوريق لتصدر سندات بالديون التي للمؤمن على المؤمن لهم ^{١٢}.

و في نهاية التسعينات و بداية القرن الحالي خرج التوريق من احتكار أسواق المال في الدول الكبرى ليدخل أسواق المال في الدول النامية كالهند و مصر و التي لازال فيها نشاط التوريق وليدأ بمراحله الأولى ، ففي مصر مثلاً فإنه من أصل (٥١٢) شركة مدرجة في البورصة إلا أن عدد الشركات المصدرة لسندات التوريق لا يتجاوز (٦) شركات و إنه حتى عام ٢٠٠٧ لم يصدر في مصر سوى (٥٢) سنداً مورقاً بنحو (١٣,٨) مليار جنيه أو ما يعادل ٢.٥ مليار دولار (و بلغت السندات الحكومية منها (٣٥) سنداً ^{١٣}.

المطلب الثاني

جدوى التوريق

الوقوف على الجدوى من توريق الديون يستلزم بيان مزايا التوريق و تحديد مخاطره و من ثم الموازنة بينهما و كما يأتي:

الفرع الأول / مزايا التوريق

يمكن أن يحقق التوريق للمؤسسات المالية ما يأتي :-

- ١- تحرير المصارف و المؤسسات المالية من قيود الميزانية العمومية حيث تقضي القواعد المالية و المحاسبية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال بتدبير مخصصات تدرج لمقابلة الديون المشكوك فيها و هو ما يحد من أنشطة التمويل بشكل عام و يقلل من دورة رأس المال في حين يسمح التوريق بتدوير جزء من الأصول السائلة التي تحصل عليها المؤسسة المالية كمقابل لبيع ديونها على الغير دون أن يتطلب ذلك التدوير زيادة في الجزء المخصص للمخاطر في الميزانية العمومية ^{١٤}.

٢- التوريق وسيلة لتحسين السيولة و تحرير رأس المال المرتبط بالديون الآجلة ، فبدلاً من أن تنتظر المؤسسة المالية حلول آجال ديونها تباع هذه الديون بنقد سائل توظفه لتوسيع أنشطتها ^{١٥}.

٣- تقليل مخاطر الائتمان من خلال إعادة تخصيص وتنويع المخاطر بتحويل المخاطر الائتمانية المتعددة لعدة أصول إلى خطر ائتماني واحد فبدلاً من أن تكون المؤسسة المنشأة أو البائدة للتوريق مطالبه بتحصيل دينها من مجموعة كبيرة من المدينين للحصول على السيولة النقدية المطلوبة فإنها ستحصل عليها من مصدر واحد فقط الا وهو المؤسسة التي ستشتري هذه الديون ^{١٦}.

٤- تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية كقطاع العقارات و السيارات ذلك أن توفير السيولة النقدية للمؤسسات بائعة الديون سيعطيها القدرة على الإقراض في مختلف المجالات ^{١٧}.

يحصل على قيمتها الأصلية مع الفوائد من قيمة الديون التي باعها البنك للشركة مصدرة السند بضمان الرهن المقدم للبنك من مدينيه ^{١٨}.

مما تقدم يمكن تحليل عملية التوريق بأن هناك مصرفاً أو مؤسسة مالية لها ديون على الغير لم تحل آجالها بعد و غالباً ما تكون هذه الديون مبالغ قروض منحها المؤسسة للمدينين ، و في سبيل أن تحصل المؤسسة مالكة الدين على نقد سائل لتمويل أنشطتها تقوم ببيع هذه الديون إلى مؤسسة مالية متخصصة بسعر منخفض و تقوم هذه المؤسسة بتحويل الديون المشتراة إلى سندات و طرحها للاكتتاب العام ، و المستثمر الذي يشتري هذه السندات بفائدة مغرية يحصل على هذه الفائدة الدورية مع أصل مبلغ السند من قيمة الديون الأصلية و فوائدها التي تكون للبائع على المدينين ^{١٩}، و لهذا يجب مراعاة توافق تواريخ استحقاق السندات المالية المصدرة للمستثمرين و عوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون و فوائدها ، و توافق مقدار الفوائد المقدرة على السندات المطروحة مع مقدار فوائد الديون المنقولة لتوفير هامش ربحي لمؤسسة التوريق ^{٢٠}.

و تجدر الإشارة إلى أن توريق الديون يسمى أحياناً (تسديد الديون) تعبيراً عن شكل التوريق الذي يكون بإصدار سندات مالية بالديون المنقولة ، فالدين المسند هو الدين المورق ^{٢١}.

الفرع الثاني : تطور نشاط التوريق

حصلت أول عملية توريق في العالم مطلع السبعينات في الولايات المتحدة الأمريكية ، وذلك بعد الحرب العالمية الثانية حيث زاد الطلب على المساكن قابله نقص في تدفقات رؤوس الأموال وفي سبيل تنمية صناعة المساكن قامت الحكومة الفيدرالية في الولايات المتحدة و من خلال مجلس التمويل الفدرالي بمنح القروض المضمونة برهون عقارية ، ولتمويل منح القروض قامت مؤسسة الرهون الوطنية بتوريق أو تحويل عدد من القروض السكنية الممنوحة لطالبي السكن إلى سندات مالية تتداول في البورصات الأمريكية ^{٢٢}، ثم توالى بعد هذا عمليات التوريق وفي بداية الثمانينيات حصلت أول عملية توريق خارج الولايات المتحدة وبالتحديد في بريطانيا وبقى بعد هذا نشاط التوريق حكراً على المؤسسات المالية في الدول الصناعية الكبرى إلى عام ١٩٩٠ ^{٢٣}. وبعد النجاح الذي حققته صفقات التوريق اتسع حجم الاستثمار به إذ قد ناهز سوق التوريق في الولايات المتحدة عام ١٩٩٤ (٥٠٠) مليون دولار ، وفي نفس العام وبمبلغ مماثل قدرت قيمة القروض المورقة بالسندات الأوربية ^{٢٤}، و صارت كل التدفقات النقدية قابله للتوريق بعد أن كان الاستثمار بالتوريق محصوراً من عام ١٩٧٠-١٩٩٠ بالقروض السكنية و قروض السيارات و البطاقات الائتمانية ^{٢٥}، بل قد دخل التوريق في الوقت الحاضر صناعة التأمين حتى في أشد أنواعه خطورة و هو

٥- توريق الديون المشتراة على شكل سندات مالية و طرحها للاكتتاب العام سيساهم في جذب مجموعة من المستثمرين مما ينشط سوق تداول السندات^{١٨}.

٦- يمكن أن يحقق التوريق للدول النامية فضلاً عن المميزات السابقة ما يأتي :-

أ- يوفر لمؤسسات هذه الدول المالية تمويلاً طويلاً لأجل من أسواق المال العالمية و بتكلفة أقل ذلك أن التصنيف الائتماني الذي على أساسه تمنح القروض عادة ما يكون متدني لهذه الدول و بالتالي لمؤسساتها المالية فيصعب عليها الحصول على قروض طويلة الأجل من أسواق المال العالمية فتلجأ إلى توريق موجوداتها للحصول على تمويل مناسب يحسن من تصنيفها الائتماني^{١٩}.

ب - تنشيط السوق المحلية الراكدة و تفعيل قطاعات هذه الدول الاقتصادية التي تعاني الكساد كسوق العقارات و المساكن فمن خلال عوائد التوريق تستطيع المصارف أو المؤسسات المالية المتخصصة بالإقراض كشرركات الإقراض العقاري من التوسع في منح القرض العقاري لطالبي العقارات و المساكن^{٢٠}، فتنشط سوق العقارات مما يساهم في حل أزمة السكن و تتوفر فرص عمل جديدة و بالتالي يمكن تحقيق زيادة في النمو الاقتصادي .

ج - تخفيف حدة المديونية الخارجية لهذه الدول من خلال توفير تمويل جديد لديونها عن طريق توريق إيراداتها الخارجية و وضع العائد في حساب خارجي مما يقلل من مخاطر تخلفها عن الوفاء بديونها^{٢١}.

الفرع الثاني / مخاطر التوريق

تواجه توريق الديون بعض المخاطر التي يمكن أن تحد من الرغبة في ممارستها و ذلك على النحو الآتي :

١- خطر الإفلاس و العجز عن الوفاء بالالتزامات تجاه المستثمرين حملة السندات و يتمثل هذا الخطر في ما يأتي :

أ- عجز المدينين عن الوفاء بقيمة الديون المورقة أو تأخيرهم في الوفاء مما سيهدد ثقة المستثمرين حملة السندات الذين كانوا سيحصلون على قيمة هذه السندات و عوائدها مما يدفعه هؤلاء المدينين^{٢٢}.

ب- إفلاس المؤسسة المالية بائعة الديون و امتداد آثار هذا الإفلاس إلى مؤسسة التوريق مما يهدد بضياح حقوق حملة السندات و يقوض الثقة بصفتها التوريق برمتها^{٢٣}.

ج - خطر العجز عن الوفاء قد تخلقه طبيعة بعض الديون المورقة فقد تكون هذه الديون ثمن لبضائع أو خدمات بذمة مشتريها ثبت أنها معيبة مما يؤدي إلى عدم الوفاء بها و من ثم عدم الوفاء بقيمة السندات التي ورقت بها هذه الديون أو ربما تكون هذه الديون أقساط أجرة أو واردات عقد امتياز تحصل عليها المؤسسة

المالية مقابل تخويلها المدين الممنوح له الامتياز حق استعمال أسمها أو علامتها التجارية ، فيتوقف المدين بأقساط الأجرة عن الوفاء لعدم تمكنه من الانتفاع بالمأجور بالشكل المطلوب ، أو يتوقف الممنوح له الامتياز عن دفع مقابل الامتياز لعدم تحقيقه الأرباح ذلك أن هذا المقابل يتحدد على أساس ما يحققه الممنوح له الامتياز من أرباح جراء الانتفاع بموضوع عقد الامتياز^{٢٤} ، و هذا كله يعرض حقوق المستثمرين حملة السندات التي ورقت بها هذه الديون لخطر عدم الوفاء .

و المثل الآخر على السندات الخطرة هو توريق الديون التي لشركات التأمين على المؤمن لهم لاسيما في إطار التأمين على الحياة (Life insurance

securitization) ، فقد يتوقف المؤمن لهم عن دفع أقساط التأمين المورقة ، و قد يتحقق الخطر المؤمن ضده فتعجز شركات التأمين عن تغطيته و تتعرض للإفلاس مما يخلق خطراً جديداً يواجه حملة السندات ، و هو ما أثار جدلاً واسعاً في الأوساط القانونية حول طبيعة هذه السندات ، كما اختلفت التشريعات المقارنة في السماح بتوريق هذه الديون التي قد تكون صعب السداد أو ربما تكون ديون معدومة و قد ظهر في هذا الصدد اتجاهان^{٢٥} :

١- الاتجاه الأول يعرف بالاتجاه اللاتحي ومفاده أن المشرع هو الذي يحدد على سبيل الحصر الأصول التي يمكن توريقها بلائحة تصدر بهذا الخصوص كالقانون التشيلي .

٢- الاتجاه الثاني يعرف بالاتجاه التعاقدي والذي ينظر إلى التوريق بأنه عملية عقدية الأصل أن يستقل أطرافها بحرية في تنظيمها بحدود القانون و النظام العام و على المشرع أن ينأى عن التدخل فيها وبذلك تكون القاعدة أن أي ديون صالحة للتوريق ما لم يحظر المشرع توريق بعض هذه الديون و قد تبني هذا الاتجاه القانون الأرجنتيني.

٢- خطر انخفاض قيمة العملة الوطنية ذلك أن التوريق يفتح الباب أما الاستثمارات الأجنبية مما يؤدي إلى الاعتماد على العملة الأجنبية على حساب عملة البلد الوطنية^{٢٦}.

٣- خطر تقلبات أسعار الفوائد على حملة السندات فإذا كان سعر الفائدة على هذه السندات ثابتاً ثم ارتفعت أسعار الفوائد في السوق فإن المستثمرين سيخسرون أرباح متوقعة^{٢٧}.

٤- عدم وجود بيئة مناسبة لاتفاقات التوريق كما هو الحال في الدول النامية وذلك أن نشاط التوريق يستلزم وجود تشريعات ناظمة و أسواق مال فاعلة و جهات رقابة و محاسبة تقيم عوائد التوريق و مخاطره فغياب هذه المستلزمات ينذر بفشل نشاط التوريق و يصيب صفقات التوريق بالخسارة فمثلاً غياب التنظيم التشريعي من الناحية الضريبية و المحاسبية يؤدي إلى فرض ضرائب مزدوجة على نشاط التوريق فضلاً عن رسوم التسجيل و إصدار السندات و هو ما يقلل من

و تحمل مصاريف الإصدار و ما يرتبط به من عمليات الترويج و الدعاية و الاكتتاب^{٣٠}.

و لا يشترط أن يكون البادئ للتوريق مصرفاً بل قد يكون شركة تتولى التمويل كشركات الإقراض العقاري التي تمنح القروض العقارية و التي أباح لها قانون التمويل العقاري المصري بيع ديون القروض الممنوحة للمدينين إلى مؤسسات التوريق^{٣١}.

٢- مؤسسة التوريق (المصدر SPV)

و هي عبارة عن مؤسسة متخصصة يطلق عليها مؤسسة ذات غرض خاص The special purpose vehicle و يشار إليها اختصاراً SPV تعبيراً عن أن غرضها فقط شراء الأصول من المؤسسة الراغبة في توريق ديونها فهي لا تمارس غير نشاط التوريق لذا تكون قيمتها الائتمانية عالية، أما عن شكلها القانوني فذلك يعتمد على النظام القانوني للدولة فبعض القوانين كالقانون التشيلي يتطلب أن تكون هذه المؤسسة في صورة شركة أموال بينما قوانين أخرى كالقانون الأرجنتيني يتطلب أن تكون على شكل محفظة أو صندوق استثمار^{٣٢}، على هذا يمكن أن تتخذ هذه المؤسسة عندنا في العراق شكل شركة مساهمة طالما أن لهذه الشركة بموجب المادة (٧٧) من قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ حق إصدار سندات القرض مما يتماشى مع الوظيفة الأساسية لهذه المؤسسة، كما أجازت المادة (٩) من هذا القانون إنشاء شركات استثمار مالي نشاطها الأساس الاستثمار في الأوراق المالية العراقية من أسهم وسندات، وعلى كل حال تقوم مؤسسة spv بإصدار السندات المالية بالديون التي تشتريها لذا يطلق عليها (المصدر) و قد سماها قانون التوريق الهندي لسنة ٢٠٠٢ (reconstruction companies)^{٣٣}.

الفرع الثاني / دور الشخص الثالث في اتفاق التوريق

ثمة أشخاص آخرون يؤدون دور كبير في تمام صفقة التوريق و أن لم يكونوا طرفاً في إبرام الاتفاق، و هؤلاء الأشخاص هم:

١- المدينون (The obligors) وهم الأشخاص الذين قام البادئ للتوريق بإقراضهم أو على الأقل ارتبط معهم بعلاقة مديونية وبعد إبرام اتفاق التوريق يصبح هؤلاء الأشخاص مدينون لمؤسسة التوريق SPV التي اشترت الديون من البادئ للتوريق، أما عن مدى دورهم في اتفاق نقل الديون فسنرى ذلك عند بحث آليات اتفاق التوريق.

٢- المستثمرون (The investors) الذين يشترون السندات التي تصدرها مؤسسة التوريق SPV على أن يستردون قيمة السندات و فوائدها مما يدفعه المدينون من ديونهم المورقة و فوائدها، لذا كلما زادت ثقة المستثمرين بالسداد المنتظم للديون المورقة و فوائدها كلما زاد الإقبال على اقتناء السندات المالية^{٣٤}.

فرص تحقيق الأرباح من نشاط التوريق مما يعيق انتشاره^{٣٥}.

موازنة :-

من عوامل نجاح عمليات التوريق على صعيد الدول الكبرى هو وجود منظومة واسعة من الأدوات التشريعية و المادية اللازمة لضبط إيقاع هذا النشاط و التي قللت من المخاطر المحتملة التي تواجهها أما على صعيد الدول النامية التي تتطلع لتجربة هذا النظام التمويلي الجديد فإن التوجه نحو تفضيل التعامل بالتوريق يستلزم توفر منظومة مشابهة تضم القوانين التي تحكم التوريق من حيث الشروط و الضمانات و من الناحية الضريبية و التنظيمية و تضم الأدوات المادية المتمثلة بأسواق المال الفاعلة و مؤسسات التوريق المنضبطة و جهات الرقابة و المحاسبة و وكالات التصنيف الائتماني، و إلا لأختنق النشاط في هذه الدول قبل ولادته.

المبحث الثاني

أشخاص اتفاق التوريق و آلياته القانونية

من هم أطراف عملية التوريق؟ و ما هو دور المدين أو المقترض من المؤسسة بائعة الديون في اتفاق التوريق؟ و ما هو دور المستثمر حامل السند في هذا الإنفاق؟ و عند الوقوف على أشخاص اتفاق التوريق لابد من تحديد الآليات القانونية لهذا الاتفاق و ذلك في مطلبين الاتيين:

المطلب الأول

أشخاص اتفاق التوريق

تتم عملية التوريق بين المؤسسة المالية مالكة الديون و المؤسسة التي تشتري هذه الديون و تصدر بها السندات، غير أن هذه العملية لا تنجز دون تدخل أشخاص آخرين كالمدين و المستثمر ووكالات التصنيف الائتماني و سنعرض ذلك في ما يأتي:

الفرع الأول / طرفا عملية التوريق

يبرم اتفاق التوريق بين المؤسسة المالية بائعة الديون (البادئ للتوريق) و بين المؤسسة المورقة التي تصدر السندات:

١- البادئ للتوريق (The originator)

وهذا الاصطلاح يطلق على المؤسسة المالية مالكة الديون و التي تبيعها إلى مؤسسة التوريق^{٣٦}، بحيث يمكنها بسرعة و قبل حلول تاريخ استحقاق مديونياتها زيادة قدرتها التحويلية بكلفة منخفضة عن طريق ما تصدره مؤسسة التوريق من السندات بصورة أفضل مما لو يقوم البادئ للتوريق نفسه بإصدار هذه السندات

خضوع الحوالة للقانون المشار إليه ، تعيين المحال له ، تعيين

و تفريد الديون المحالة ، التفاصيل الخاصة بالمدينين ، إجمالي مبالغ الديون المحالة و تواريخ استحقاقها ، الأساليب المقبولة للوفاء بالديون ، عبارة تفيد التزام المحيل بضمان الأصول) ^{٤١}.

و أشرت الفقه الانكليزي على طرفي اتفاق التوريق عند نقل الأصول في صورة حوالة حق مراعاة امكانية نقل الديون بالاطلاع على وثائق هذه الديون و الأنظمة القانونية المطبقة و التأكد من مدى اشتراط موافقة المدين على الحوالة المبرمة بين طرفي اتفاق التوريق وفق النظام القانوني المطبق ^{٤٢}.

وقد اعتمد قانون التمويل العقاري المصري رقم (١٤٨) لسنة ٢٠٠١ حوالة الحق طريقاً قانونياً لنقل ملكية الأصول من شركات الإقراض العقاري إلى مؤسسة التوريق و لا توجد في ثنايا القانون ما يشير إلى إن حوالة الحق هي الطريق الوحيد لنقل الأصول ^{٤٣}.

أما عن علاقة المدينين المحال عليهم باتفاق التوريق الذي أعتمد حوالة الحق لنقل الديون فإنه يلاحظ ما يأتي :

١ - يمتلك المحال له مؤسسة التوريق spv الديون المحالة بكافة صفاتها و ضماناتها كالكفالة و الامتياز و الرهن و بما تدره من فوائد ^{٤٤} ، فتتقضي علاقة المدين بالمحيل و يصبح مديناً للمحال له مؤسسة التوريق SPV مع بقاء الدين بكافة ضماناته فيستفاد المستثمرون حملة السندات التي ورقت بها الديون المحالة من هذه الضمانات ، إذ يلاحظ إن مؤسسة التوريق تمتلك الديون المحالة من شركات التمويل أو الإقراض العقاري بضمان الرهن العقاري الذي يمنحه المقرض للمقرض ^{٤٥}.

٢ - بالنسبة لنفاذ حوالة الحق بحق المدينين المحال عليهم فإنه كقاعدة عامة يشترط لنفاذ الحوالة بحق المدين و بحق الغير (كل من كسب حق على الدين المنقول كالدائن المرتهن) قبول المدين للحوالة أو إعلانها له على أن نفاذها في حق الغير بقبول المدين يستلزم أن يكون هذا القبول ثابت التاريخ ^{٤٦} ، و العلة من وراء ذلك هي كي يعلم المدين و الغير بتغير الدائن فلا يستمر المدين بالدفع للدائن المحيل ، و منعاً لغش و تواطؤ المدين مع أطراف الحوالة للاضرار بالغير الذي كسب حق على الدين المحال ^{٤٧}.

بيد أن أعمال هذا الشرط في اتفاقات التوريق يصطدم في نظرنا بعقبة مادية تتمثل بتعدد المدينين مما يصعب توجيه إعلان لكل واحد منهم ، أما من الناحية القانونية فإن أثر هذا الشرط يختلف حسب الأنظمة القانونية :

أ-النظم القانونية الأوروبية و التي لا تشترط تعليق نفاذ حوالة الحق بحق المدين على قبوله أو إعلانها له و لا تستلزم إعلان الحوالة للمدين إلا في حالة إفلاس البادئ

٣ -وكالات التصنيف الائتماني Rating agencies التي تمنح المؤسسات المالية التصنيفات الائتمانية و كلما زادت درجة التصنيف زادت درجة ائتمان المؤسسة و الثقة بها ^{٤٨} ، أما عن دورها في عمليات التوريق فإنه من الصعب تسويق الأوراق المالية المصدرة بدون التصنيف الذي يساعد المستثمر في قياس مخاطر الأوراق المالية بدقة إذ قبل إصدار هذه الأوراق تقوم وكالات التصنيف بعملية تقييم الأصول المنقولة ببيان مخاطرها و إعطائها درجة ائتمان بما يزيد الثقة بمؤسسة التوريق ويزيد من إقبال المستثمرين على شراء الأوراق المالية المصدرة فإقبال هؤلاء المستثمرين يعتمد على درجة الائتمان الممنوحة لهذه الأصول ^{٤٩}.

المطلب الثاني آليات اتفاق التوريق

يقضي اتفاق التوريق بنقل ملكية الأصول من البادئ للتوريق إلى مؤسسة التوريق SPV أما عن الآلية أو القالب القانوني لعملية نقل الديون فإنه من خلال موقف بعض التشريعات و تجارب بعض المؤسسات المالية يتبين أنه هناك ثلاث آليات قانونية لنقل الديون هي حوالة الحق و تجديد الالتزام و المشاركة الجزئية و سنبحث ذلك في الفروع الثلاثة الآتية .

الفروع الأول / نقل الديون بحوالة الحق

حوالة الحق عبارة عن نقل الدين من دائن إلى دائن جديد يحل في ذات الحق و يسمى الدائن القديم (المحيل) و الدائن الجديد (المحال له) و المدين الذي لم يتغير (المحال عليه) ^{٥٠}.

إذ يجوز للدائن أن يحول إلى غيره ما له من دين على مدينه أياً كان هذا الدين حتى لو كان معلقاً على شرط أو مضافاً إلى أجل و لا يستثنى من ذلك إلا الديون التي يمنع القانون حوالتها أو يتبين من اتفاق المتعاقدين أو طبيعة الديون أنه لا يمكن نقلها للغير في الحوالة ^{٥١}.

و تتفقد الحوالة بين المحيل و المحال له بالشروط اللازمة لانعقاد و صحة كل العقود و يحكم عقد البيع العلاقة بينهما طالما أن التنازل عن الديون قد تم بمقابل ^{٥٢}.

على هذا يمكن التنازل بالحوالة عن ديون البادئ للتوريق إلى مؤسسة التوريق SPV ^{٥٣} ، فقد حدد المرسوم الفرنسي في ١٩٨٩/٣/٩ القاضي بتنفيذ القانون رقم (١٢٩١) في ٢٣ /١٢ /١٩٨٨ الخاص بالمنشآت المعنية بالنقل المجمع للأوراق المالية حوالة الحق كطريق وحيد لنقل ملكية الديون لمنشأة الائتمان الوسيطة (مؤسسة التوريق) على أن يرفق باتفاق التوريق قائمة تتضمن (اتفاق الحوالة ، عبارة تفيد

البداي للتوريق و ينشأ التزام جديد بين هذا المدين و مؤسسة التوريق^{٥٥} ، غير أنه يجب ملاحظة أن التجديد طريقة لانقضاء الالتزام لا لنقله كما في الحوالة و يترتب على هذا أن التجديد ينهي الدين القديم بين المدين و البادي للتوريق بكل تأميناته الشخصية كالكفالة و العينية كالرهن و لا تنتقل هذه الضمانات إذا كانت عينية إلى الالتزام الجديد بين المدين و مؤسسة التوريق SPV إلا برضا المدين و إذا كانت شخصية كالكفالة فلا تنتقل إلى الالتزام الجديد إلا برضا مقدم الضمان (الكفيل)^{٥٦} ، و بالتالي يفقد اتفاق التوريق ضمانه من ضماناته عند عدم انتقال الضمان مع الدين الأصلي . هذا إضافة إلى أن التجديد يستلزم موافقة كل الأطراف المدين و الدائن القديم و الدائن الجديد^{٥٧} ، مما يضع اتفاق التوريق أمام عقبة أخرى هي ضرورة استحصال موافقة كل المدينين مع تعددهم على تجديد الدين إذ لا بد من موافقة كل الأطراف على نقل الأصول بالتجديد (المدينين و البادي للتوريق و مؤسسة التوريق SPV)^{٥٨} .

و على الرغم من تلك المآخذ على نقل الديون بالتجديد إلا أن هذه الآلية لازالت تستخدم لنقل ملكية الديون إلى مؤسسات التوريق ذلك عندما تكون هذه الديون مرتبطة بمسؤولية محتملة لبائع الديون البادي للتوريق كمسؤوليته عن تبعة التسهيلات المشروطة لتمويل القروض أو تسهيلات الائتمانات المتجددة طويلة الأجل عندئذ يكون الخيار الأفضل لمؤسسات التوريق حتى تتفادى مخاطر هذه المسؤولية المحتملة أن تنملك الدين بالتجديد^{٥٩} .

الفرع الثالث / نقل الديون بالمشاركة الجزئية

يتمثل هذا الأسلوب الشائع بين مؤسسات المال الأمريكية و الأنكليزية ببيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي البادي للتوريق إلى مصرف متخصص بشراء الذمم و تمويلها على أن لا يتحمل مالك الديون البائع بعدها أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد و لا تستطيع مؤسسة التوريق الرجوع عليه^{٦٠} . و لا شك أن هذا الأسلوب يعرض البنك المشارك (المورق) لمخاطر ائتمانية محتملة فيما لو عجز المدين عن الوفاء أو أفلس البادي للتوريق لذا فإن المؤسسات المالية تشترط بعض الضمانات عندما تتلقى الأصول بالمشاركة الجزئية و ذلك لتوقي هذه المخاطر كأن تشترط الحصول على ضمانات عقارية أو على حقوق إدارة الدين بصورة كاملة^{٦١} .

المبحث الثالث

مشارطات التوريق و ضماناته القانونية

للتوريق كي يكون على علم بالحوالة و عدم التصرف بشكل احتيالي بوجه مؤسسة التوريق و المستثمرين^{٤٨} ، و بهذا الموقف تأثر المشرع المصري فلم تشترط المادة (١٣) من قانون التمويل العقاري المصري رقم (١٤٨) لسنة ٢٠٠١ موافقة المقترضين على حوالة حقوق شركات الإقراض العقاري إلى مؤسسة التوريق .

وتجدر الإشارة إلى أن المشرع الياباني ذهب إلى عدم اشتراط قبول المدين بحوالة الحق التي نقلت بها الأصول إلى مؤسسة التوريق واكتفى بشرط إعلان هذه الحوالة إلى المدينين بإعلان عام لا رسمي لجميع المدينين كأن يكون الإعلان عن طريق الصحف تلافياً لصعوبة توجيه إعلان لكل مدين^{٤٩} .

ب-النظام القانوني الأنكليزي الذي يشترط لحوالة الحق كي تكون (قانونية) يملك فيها المحال له الدين المحال أن تكون حسب المادة (١٣٦) من قانون المال الأنكليزي (مكتوبة و موقعه من المحيل ، مطلقة تشمل كل الدين لا جزءاً منه ، توجيه إعلان مكتوب و صريح للمدين أو لأي شخص آخر يكون للمحيل الحق في مطالبة بالدين)^{٥٠} ، و عند تخلف أي شرط من هذه الشروط و منها شرط إعلان الحوالة للمدين تتحول هذه الحوالة من (حوالة قانونية) إلى (حوالة انصافية) حسب قواعد الأنصاف لا يملك فيها المحال له الدين و إنما يكسب حق انتفاع عليه فقط^{٥١} .

على هذا إذا لم تعلن الحوالة للمدين فلن تحصل مؤسسة التوريق SPV إلا على سند إنصافي يخلوها الانتفاع بالدين بدون تملكه ، و هذا لا يعطيها و لا يعطي المستثمرين الضمان الذي تعطيه الحوالة القانونية سيما لو تعرض البادي للتوريق للإفلاس فإن أثر الإفلاس سيمتد للديون المحالة طالما إنها لم تخرج من ذمة البادي للتوريق إلى ذمة مؤسسة التوريق التي لم تكسب عليها حق ملكية بالحوالة الانصافية كما أن مؤسسة التوريق لا تستطيع رفع دعوى على المدين طالما لم تعلن له الحوالة و لا تتمكن من مقاضاته إلا بتدخل المحيل في الدعوى^{٥٢} .

و على العموم تتجلى أهمية إعلان الحوالة للمدين في القانون الأنكليزي من حيث تمسك المدين بالدفع التي له على المحيل بوجه المحال له و من حيث تسجيل أسبقية على الحوالات اللاحقة^{٥٣} ، فقد يكون البادي للتوريق قد أنشأ عدة حوالات أنصافية فإن الأولوية في الوفاء من قبل المدين تكون للحوالات التي أعلنت إليه .

الفرع الثاني / نقل الديون بالتجديد

يراد بتجديد الدين إنهاء التزام قديم و إنشاء التزام جديد يحل محله و يكون مخالفاً له في أحد عناصره الجوهرية أما بتغيير الدائن أو بتغيير المدين أو بتغيير محل الالتزام أو مصدره^{٥٤} ، و الشكل الذي يتفق هنا مع مقتضى اتفاق التوريق هو تغيير الدائن فبدلاً من أن يكون هذا الدائن هو البادي للتوريق يكون مؤسسة التوريق SPV فينتهي الالتزام القديم بين المدين و

الحسابات و اتخاذ الإجراءات اللازمة لاستحصال الأصل مع عائدته ، و كي تتخلص مؤسسة التوريق من هذه المهمة تشترط على البادئ للتوريق القيام بها بوصفه وكيل عنها فهو أكثر خبرة في إدارة الأصول التي كان يملكها ^{٦٦} ، و قيام البادئ للتوريق بإدارة الأصول لا يؤثر على طبيعة الصفقة ما دام إنه يقوم بذلك على أساس وكالة ممنوحة له من مؤسسة التوريق SPV .

بيد أن البعض يشترط وضوح هذا الشرط بأن يدل دلالة واضحة على أن البادئ للتوريق يدير الأصول على أنه وكيل عن مؤسسة التوريق فيحدد الشرط أجرة له عن هذه المهمة و تكون لمؤسسة التوريق SPV حق عزله و توكيل غيره بإدارة الأصول أو تقوم هي نفسها بهذه المهمة ^{٦٧} ، وذلك كي توصف الصفقة بأنها نقل حقيقي للأصول و لا تختلط الأصول المدارة بأموال البادئ للتوريق فيطالها الإفلاس في حال إفلاسه .

الفرع الثاني / شرطي الاسترداد و المشاركة في الفائض

هذه الشروط من شأنها ترتيب حقوق للبادئ للتوريق على حساب القيمة الائتمانية لاتفاق التوريق و ذلك على النحو الآتي :-
أولاً - شرط الاسترداد :-

يمنح هذا الشرط المؤسسة البادئة للتوريق حق استرداد الأصول المضمونة برهون على عقارات تملكها هذه المؤسسة نفسها أو حق استرداد الأصول المتأخرة سداده عن طريق إعادة شرائها من مؤسسة التوريق مما يبعد الصفقة عن وصف البيع الحقيقي للأصول و يجعلها أقرب إلى قرض مضمون تمنحه مؤسسة التوريق SPV إلى البادئ للتوريق و يكون مبلغ الصفقة مبلغ قرض لا عائد بيع و بالتالي تبقى الأصول في ذمة البادئ للتوريق مما يجعلها عرضة لخطر إفلاسه لذا ورد في الأعمال التحضيرية للقانون الفرنسي الخاص بالمنشآت المعنية بالنقل الجمعي للأوراق المالية لسنة ١٩٨٨ أن صفقة التوريق لا تصح إلا إذا خلت من الشرط الذي يخول البادئ للتوريق حق استرداد أو إعادة شراء الأصول ^{٦٨}.

ثانياً : شرط المشاركة في الفائض :-

هذا الشرط الذي اعتاد الفقه والقضاء في انكلترا و أمريكا الاعتراف به يخول البادئ للتوريق حق مشاركة مؤسسة التوريق SPV في المتحصلات الفائضة غير المتفق عليها من عوائد السندات التي ورقت بها الديون المنقولة ، و ذلك عند زيادة قيمتها ، و الشرط في هذه الحالة مؤشر على أن الصفقة ليست بيعاً حقيقياً ، و إنما مجرد قرض مضمون من المؤسسة المورقة SPV للمؤسسة بادئة التوريق ^{٦٩}.

المطلب الثاني

بعد اتفاق طرفي التوريق على المسائل الجوهرية المتمثلة بمقدار الديون المنقولة و صفاتها و عوائدها و تواريخ استحقاقها و عائد البيع الذي تدفعه مؤسسة التوريق SPV فإنه قد تدرج في اتفاق التوريق شروطاً تؤثر على القيمة الائتمانية للاتفاق فكان لا بد من الوقوف على هذه الشروط ، من جهة أخرى لا بد من إيجاد الضمانات التي تحفظ هذه القيمة الائتمانية للصفقة ، و هذا ما سنتناوله في المطلبين الآتيين :

المطلب الأول مشارطات التوريق

يمكن أن نقسم الشروط التي درجت عليها اتفاقات التوريق إلى طائفتين ، الأولى تقرر حقوقاً لمؤسسة التوريق SPV و تضم شرطي الرجوع و إدارة الأصول أما الطائفة الثانية فتقرر حقوقاً للبادئ للتوريق و تضم شرطي الاسترداد و المشاركة في الفائض ، و شروط هذه الطائفة الأخيرة يمكن أن تؤثر سلباً على القيمة الائتمانية لاتفاق التوريق ، و هذا ما سنعرضه فيما يأتي:

الفرع الأول / شرطي الرجوع و إدارة الأصول

قد تشترط مؤسسة التوريق حق الرجوع عن البادئ للتوريق وقد توكل له مهمة إدارة الأصول وتحصيل عوائدها :
أولاً - شرط الرجوع :

قد تشترط مؤسسة التوريق SPV الحق في الرجوع على البادئ للتوريق بعد إتمام الصفقة ، و تحديد مستوى أو شكل هذا الرجوع ذو أهمية كبيرة لتحديد طبيعة نقل الأصول و بالتالي القيمة الائتمانية للصفقة فإذا كان هذا الرجوع تطبيقاً للقواعد العامة في رجوع المشتري على البائع في عقد البيع عند وجود عيب مثلاً في المبيع ^{٦٢} ، فإن الصفقة هنا لا تخرج عن كونها بيع حقيقي للأصول ، فقد تجد مؤسسة التوريق SPV بعض الأصول المباعة مشوبة بعيب أو نقص يجعلها غير مضمونة الوفاء فمن حقها الرجوع على من باع هذه الديون و هو البادئ للتوريق ^{٦٣}.

أما لو زاد الرجوع عن هذا المستوى كأن تشترط مؤسسة التوريق الرجوع على البادئ للتوريق لاستبدال سندات متأخرة الوفاء بأخرى مستحقة الوفاء أو ترجع عليه لدفع قيمة الائتمان الذي قدمه الغير ^{٦٤} ، فإننا لا نكون أمام بيع حقيقي للأصول و بالتالي تزيد المخاطر الائتمانية للصفقة فطالما أن ملكية الأصول لم تنتقل حقيقة لمؤسسة التوريق فإن إفلاس البادئ للتوريق مالك الديون سيطل هذه الديون مما يهدد حقوق حملة السندات ^{٦٥}.

ثانياً - شرط إدارة الأصول و تحصيل عوائدها :-

طالما أن الأصول قد انتقلت إلى مؤسسة التوريق المشتري (بحالة الحق أو بالتجديد) فمن الطبيعي أن تتولى هي إدارة هذه الأصول و مراقبة متحصلات

الضمانات القانونية للتوريق

سيقت الإشارة أن نشاط التوريق يحتمل بعض المخاطر التي قد تحد منه فقد يعجز المدين عن الوفاء بالديون المنقولة فكان لا بد من ضمان للوفاء بالأصول المنقولة ، و قد يتعرض البادئ للتوريق للإفلاس فكان لا بد من ضمان عزل الأصول المنقولة عن البادئ للتوريق حتى لا يمتد إليها الإفلاس ، أما ما يتعلق بمؤسسة التوريق SPV فإن خطر إفلاسها غير محتمل فهي مؤسسات مدعومة ائتمانياً ، تفرض التشريعات الناظمة للتوريق لإنشائها شروطاً إجرائية تحول دون تصور إفلاسها فيشترط أن تكون قد أنشأت خصيصاً لممارسة التوريق و يحظر عليها ممارسة أي أنشطة أخرى غير مرتبطة بصفة التوريق حتى لا تتحمل خسارة أو عبء يتقل كاهلها ويعرضها للإفلاس بشكل يهدر ثقة المستثمرين بالصفة لذا سميت بمؤسسة ذات غرض خاص SPV^{٧٠} ، و على هذا سنبحث ضمان الوفاء بالأصول المنقولة و ضمان (البيع الحقيقي) .

الفرع الأول / ضمان الوفاء بالأصول المنقولة

غالباً ما يتعدد المدينون في صفقات التوريق فلا يتصور بالتالي عجزهم كلهم عن الوفاء مما يعطي المستثمر حامل السند بعض التطمينات الائتمانية ، بيد أن هذه التطمينات لا تكفي المستثمرين أن لم تعززها ضمانات قانونية تضمن الوفاء بقيمة الأصول المنقولة و عوائدها و تبعد عنهم شبح إعسار المدينين و عجزهم عن الوفاء ، و هذه الضمانات وفق القواعد العامة أما أن تكون ضمانات شخصية بضم ذمة شخص آخر إلى ذمة المدين بالأصول فتكون هذه الذمة المضمومة ضامنة للوفاء بقيمة الأصول عند إعسار المدين ، و قد تكون هذه الضمانات عينية وذلك بتقرير حق عيني تبقي على مال أو أكثر يملكه المدين أو الغير يكون للدائن المقرر له هذا الحق أخذ الدين من قيمة هذا المال عند إعسار المدين و الرهن أقوى هذه الضمانات^{٧١} .

و من الناحية الائتمانية تفضل الضمانات العينية على الضمانات الشخصية لأن الأولى محلها مال أما الثانية فموضعها ذمة الكفيل المضمومة لذمة المدين إذ يمكن أن نتصور إعسار الكفيل مع إعسار المدين^{٧٢} .

على هذا يكون الرهن من أهم ضمانات الوفاء بالأصول المنقولة في اتفاقات التوريق ذلك أنه يخول حملة السندات حق أخذ قيمة الأصل المورق من ثمن المال المقدم كرهن في أي يد يكون مقدماً على بقية الدائنين سواء كان الرهن تأمينياً أم حيازياً^{٧٣} ، ذلك أن المقدمة من المدينين إلى المؤسسة البادئة للتوريق تنتقل إلى مؤسسة التوريق SPV فيستفاد منها حملة السندات

وذلك حسب الآلية التي تنتقل بها الأصول كما أشرنا سابقاً ، على هذا نص قانون التمويل العقاري المصري على أن الرهن العقاري الضامنة للقروض التي تمنحها شركة الإقراض العقاري تنتقل إلى مؤسسة التوريق مع حوالة ديون هذه القروض و بالتالي تكون ضامنة للوفاء بقيمة السندات المصدرة^{٧٤} .

هذا و لا يوجد ما يمنع أن يكون الرهن الضامن للديون مقدماً من المؤسسة البادئة للتوريق نفسها لا من مدينيها .

الفرع الثاني / البيع الحقيقي True sale

أهم خطر ائتماني يواجه اتفاقات التوريق خطر إفلاس البادئ للتوريق الناقل لأصوله و امتداد آثار الإفلاس للأصول المنقولة عندما لا تكون معزولة عن ذمته المالية و بالأحرى عندما لا تتضمن صفقة التوريق بيعاً حقيقياً للأصول مما يشكل تهديداً كبيراً للمستثمرين حملة السندات ،

و بالتالي فإن ضمان كون الأصول معزولة Issues of in solvency عن الذمة المالية للبانع من المفاهيم الأساسية لاتفاقات التوريق بحيث تشطب هذه الأصول المنقولة من ميزانية البائع البادئ للتوريق نهائياً^{٧٥} ، و عزل الأصول لن يكتمل إلا بانتقال ملكية الأصول فعلياً إلى الذمة المالية لمؤسسة التوريق SPV بصرف النظر عن قالب القانوني الذي تم به النقل حوالة حق أم تجديد أم مشاركة جزئية و هذا الانتقال يتم ببيع حقيقي ينتقل به المحل من ذمة البائع إلى ذمة المشتري نهائياً ، ذلك أن نقل الأصول أن لم يكن بيعاً حقيقياً فإنه سيكون قرصاً مضموناً تمنح به مؤسسة التوريق SPV المبلغ الذي كان يفترض أن يكون ثمن البيع إلى المؤسسة البادئة للتوريق كقرض مضمون بالأصول التي تتسلمها مؤسسة التوريق SPV و بهذا الشكل تبقى الأصول بذمة البادئ للتوريق غير معزولة طالما أنها لم تنتقل بيعاً و إنما قرصاً و هذا ما يجعلها مشمولة بمطالبات إفلاس البادئ للتوريق^{٧٦} ، مما يهدد بضياح حقوق المستثمرين حملة السندات إذ عليهم انتظار قيام المصفي بتصفية المؤسسة البادئة للتوريق كغيرهم من الدائنين مما قد يعرضهم لخطر قيام البادي للتوريق بتفضيل احتيالي fraudulent preference بتفضيل دائن آخر على المستثمر أو يعرضهم فعلاً لخطر أسبقية الطلب priority of claim عند وجود مطالبات سابقة على طلبات المستثمرين موجهة إلى البادئ للتوريق المفلس^{٧٧} .

مما يتقدم يظهر أن البيع الحقيقي العازل للأصول ضمان مهم لحماية المستثمرين و تقوية القيمة الائتمانية لاتفاق التوريق مما يتطلب التنبيه إلى خطورة بعض الشروط التي مرت بنا كشرطي الاسترداد و المشاركة في الفائض و التي تؤثر على طبيعة نقل الأصول

لهذا الاتفاق ، و عليه مراعاة ما يأتي عند إصدار التشريع :-

أ - تنظيم إنشاء و عمل مؤسسات التوريق الخاصة بممارسة نشاط التوريق والتي يمكن أن تتخذ عندنا في العراق شكل شركة مساهمة أو شكل شركة استثمار مالي.

ب - تحديد حوالة الحق طريق وحيد لنقل الأصول من البادئ للتوريق إلى مؤسسة التوريق فهي تمكن من الإبقاء على التأمينات الضامنة للأصل عند نقله كما فعل المشرع الفرنسي و بالطريقة التي أستخدمها قانون التمويل العقاري المصري لنقل الأصول ، دون اشتراط قبول المدينين للحوالة وبإمكانه أن يكتفي باشتراط إعلان الحوالة إلى جميع المدينين بإعلان عام عن طريق الصحف مثلاً كما فعل القانون الياباني.

ج-عدم تبني الاتجاه اللانحي الذي يحدد لأطراف عملية التوريق على سبيل الحصر الديون التي يمكن توريقها بل إعطاء الحرية لهم في توريق الأصول وللمشرع أن يحظر توريق الديون التي تثبت المعاملة في السوق أنها ديون يصعب تحصيل قيمتها .

د- إيجاد المعايير اللازمة لاعتبار صفقة نقل الأصول بيع حقيقي و ليست مجرد قرض مضمون وقد يكون ذلك من خلال حظر الشروط التي تؤثر على طبيعة الصفقة و تقلل من قيمتها الائتمانية كشرطي الاسترداد و المشاركة في الفائض ، وبيان الحالات التي يحق فيها لمؤسسة التوريق الرجوع على البادئ للتوريق عند وجود عيب في الأصول المنقولة أو في ضماناتها .

هـ إعطاء مؤسسة التوريق حق توكيل البادئ للتوريق بإدارة الأصول المنقولة بموجب وكالة صريحة يكون لمؤسسة التوريق فيها حق عزل البادئ للتوريق .

و-معالجة الإفلاس بقواعد قانونية تضمن للمستثمرين عدم امتداد آثار إفلاس البادئ للتوريق إلى مؤسسة التوريق spv بما يحفظ ثقتهم بصفقات التوريق.

ز - تنظيم نشاط التوريق من الناحية الضريبية بقواعد تمنع ازدواج الضريبة في عمليات نقل الأصول ، و منح المؤسسات المالية حوافز ضريبية في هذا الإطار .

ح- معالجة مسائل رسوم التسجيل و النقل و رسوم إصدار السندات و منح المؤسسات المالية حوافز في هذا المجال .

فتزيل عنه وصف البيع الحقيقي و تقترب به من وصف القرض المضمون .

الخاتمة

في خاتمة البحث يتبين لنا ما يأتي :-

أولاً - توريق الديون صيغة تمويلية جديدة تؤدي دور كبير في توفير رؤوس الأموال للمؤسسات المالية المصرفية وذلك بتحويل أصول غير سائلة في صورة ديون على الغير إلى أصول سائلة في صورة مقابل لبيع هذه الديون مما يساعد هذه المؤسسات على توسيع أنشطتها الاستثمارية في مجالات الاقتصاد كافة و بالتالي تنمية هذه القطاعات كما أنه يساهم في تنشيط سوق تداول السندات مما يحفز أسواق المال و من خلال ذلك كله يمكن تحقيق النمو الاقتصادي .

ثانياً - يمكن الاستفادة من مزايا التوريق في العراق لتنمية قطاعاتنا الاقتصادية التي تعاني الركود و الكساد و على وجه الخصوص قطاع العقارات و منح مؤسساتنا المالية سيولة نقدية بتكلفة أقل .

ثالثاً - يمكن توظيف عملية التوريق في أطار علاقات العراق المالية مع الدول الأخرى و التخفيف من حدة مديونيته الخارجية و ذلك بتوريق أصوله المؤجلة من عوائده المالية لاسيما النفطية عند مؤسسات التوريق العالمية مما يحسن من تصنيفه الائتماني و يمكنه من تحقيق متطلبات الأعمار .

رابعاً - للاستفادة من نظام التوريق في العراق يجب :-

١- توفير المستلزمات المادية التي تتمثل :-

أ- تنشيط سوق العراق للأوراق المالية و تحسين أدائها في تداول السندات.

ب - إنشاء مؤسسات التوريق و حصر نشاطها بالتوريق و إصدار السندات .

ج - إيجاد وكالات التصنيف الائتماني المسؤولة عن تحديد القيمة الائتمانية للمؤسسات المالية بالشكل الذي يمكن المستثمرين من التقييم الصائب للعوائد و المخاطر الائتمانية و بناء الثقة السليمة باتفاقات التوريق .

د - تحسين معايير المحاسبة العامة و تأمين الشفافية لتوفير المعلومات الصحيحة لطائفة المستثمرين و للجهات الرقابية .

٢- على المشرع العراقي معالجة اتفاق توريق الديون بتشريع خاص يبرز فيه الجوانب القانونية

11. ممدوح الولي / ندوة (التورق و التوريق بين أحكام الشريعة الإسلامية و التطبيق المالي المعاصر) ، مركز كامل صالح للاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر .
12. القانون المدني العراقي رقم (٤٠) لسنة ١٩٥١ .
13. قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ .
14. القانون المدني المصري رقم (١٣١) لسنة ١٩٤٨ .
15. قانون التمويل العقاري المصري رقم (١٤٨) لسنة ٢٠٠١ .

قائمة المصادر

أولاً - المصادر العربية :-

1. د. احمد جشي / التوريق هو التحديات و الفرص للمؤسسات المالية العربية ، حوار في مجلة الجيش اللبنانية ، العدد (٢٠٩) ، ٢٠٠٢
 2. د. أحمد عبد الرحمن الملحم؛ د. محمود أحمد الكندري/ عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية وعمليات التوريق، مجلس النشر العلمي جامعة الكويت، ٢٠٠٤.
 3. د.حسن علي الذنون / النظرية العامة للالتزامات ، بغداد ، ١٩٧٦ .
 4. د. حسين فتحي عثمان / التوريق المصرفي للديون الممارسة و الإطار القانوني ، بحث منشور على الموقع www.arablawninfo.com :
 5. عبد الستار القطان / مقال في مجلة المستثمرين : Mosjcc.com
 6. د.فلاح خلف الربيعي / ورقة عمل على الموقع : www.iraqdiertory.com
 7. د.مجيد حميد العنكي / مبادئ العقد في القانون الانكليزي ، بغداد ، ٢٠٠١ .
 8. محمد صلاح سالم / حوار في جريدة الرأي : www.alrai.om
 9. محمد طه البشير ، د.غني حسون طه / الحقوق العينية ، القسم الثاني ، الحقوق العينية التبعية ، بغداد ، ١٩٨٢ .
 10. د.محمد عبد الحليم عمر / ندوة (التورق و التوريق بين أحكام الشريعة الإسلامية و التطبيق المالي المعاصر) ، مركز كامل صالح للاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر .
- ثانياً :- المصادر الأجنبية :-
- 1- Cummins (D.J.) , securitization of life insurance assets and liabilities , The warton school , fic.Warton.upon.edu
 - 2- Frankel (T.) , plume (W.J.) , securitizing insurance Risks , Annual Review of Banking law, 2000.
 - 3- Giddy (H.I.) , Asset securitization in Asia , new York ,2000 , www.stern.nyn
 - 4- Jane Borrows , sidley , and Austin , legal and regulatory consideration , Gardener work book , euromoney . rub . plc.1996 .
 - 5- Joywin Mathew , legal Aspects of life insurance securitization in India , www.securitization.net
 - 6- Kandall(L.T.) , Fishman (J.M) , Aprimer on securitization , press London , 3rd edition .
 - 7- Shenker (S.C) , colletta (J.A) Asset securitization : Evolution , current Issues and new frontiers , 1991 . Tex . L . Rev .
 - 8- Securitization introduction , www.wolfblock.com
 - 9- Securitization in international relations , en.wikipedia.org
 - 10- Securitization www.riskglossary.com

- ١٠ - د. حسين فتحي عثمان / المصدر السابق ، ص ٤٤، هامش ١ .
 ١١ - د. احمد جشي / المصدر السابق .
 ١٢ - T.Frankel, W.J. Plume, Securitizing insurance Risks, Annual Review of Banking law ,2000 .

١٣ - ممدوح الولي / الندوة التي سبقت الإشارة إليها في مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر.

١٤ - د. فلاح خلف الربيعي / ورقة عمل عن التوريق

www.iraq.directory.com ، انظر أيضاً محمد صلاح سالم / المصدر السابق .

الهوامش:

- ١ - د. احمد جشي / التوريق هو التحديات و الفرص للمؤسسات المالية العربية ، حوار في مجلة الجيش اللبنانية ، ع (٢٠٩) ، ٢٠٠٢ ، راجع في نفس المعنى :
- Securitization introduction , www.wolffblock.com
- Securitization in international relations . [en. Wikipedia.org](http://en.Wikipedia.org)
- ٢ - د. أحمد عبد الرحمن ملحم؛ د. محمود أحمد الكندري/ عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية وعمليات التوريق؛ مجلس النشر العلمي جامعة الكويت؛ ٢٠٠٤؛ ص ١٤٥ د. محمد عبد الحليم عمر / ندوة (التورق و التوريق بين أحكام الشريعة الإسلامية و التطبيق المالي المعاصر) ، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر.
- ٣ - عبد الستار القطان / مقال في مجلة المستثمرين ، mosgcc.com راجع أيضاً محمد صلاح سالم ، www.alrai.com ، جريدة الرأي ،
- ٤ - Joywin Mathew, legal Aspects of life insurance securitization in India , www.securitization.net, p.6
- ٥ - S. E . shenker , J . A . colletta , Asset securitization : Evolution , Current Issues and new frontiers , 1991 , 69 . TEX . L Rev . 1369.
- ٦ - د. حسين فتحي عثمان / التوريق المصرفي للديون الممارسة و الإطار القانوني ، بحث منشور على الموقع www.arablawninfo.com، ص ٦
- ٧ - د. احمد جشي / المصدر السابق، د. أحمد عبد الرحمن الملحم، د. محمود أحمد الكندري/ المصدر السابق، ص ١٤٣ .
- ٨ - Jonwin Mathew , op. cit . p. 7 .
- ٩ - د. احمد جشي / المصدر السابق .
- ١٥ - د. احمد عبد الرحمن الملحم، د. محمود احمد الكندري/ المصدر السابق، ص ١٦١، أنظر أيضاً :
- H . I . Giddy , Asset securitization in Asia , New York , 2000 . www.stern.nyn
- د. احمد عبد الرحمن الملحم، د. محمود احمد الكندري/ المصدر السابق، ص ١٦٠ - ١٦١ - 16.
- ١٧ - د. فلاح خلف الربيعي / المصدر السابق .
- ١٨ - Joywin Mathew , op. cit . p . 9 . www.riskglossary.com , securitization
- ١٩ - د. احمد جشي / المصدر السابق .
- ٢٠ - المادة (١٢) من قانون التمويل العقاري المصري رقم (١٤٨) لسنة ٢٠٠١ .
- ٢١ - د. احمد جشي / المصدر السابق .
- ٢٢ - د. أحمد عبد الرحمن الملحم ، د. محمود أحمد الكندري/ المصدر السابق، ص ١٦٩ ، أنظر أيضاً: Joywin Mathew , op .cit.p.8.
- ٢٣ - Joywin Mathew.op.cit.p.17-18
- ٢٤ - د. حسين فتحي عثمان / المصدر السابق ، ص ٢١-٢٢ .
- ٢٥ - راجع بخصوص هذه الاتجاهات د. أحمد عبد الرحمن الملحم ، د. محمود أحمد الكندري / المصدر السابق، ص ١٧٥-١٧٦، وأنظر:
- D.J . cummins , securitization of life insurance Assets and liabilities , The warton school , fic.warton.upenn.edu, Joywin Mathew , op. cit , p . 26 ets . p . 32 .
- ٢٦ - محمد صلاح سالم / المصدر السابق .
- ٢٧ - المصدر نفسه .

- ٢٨- د.أحمد عبد الرحمن الملحم، د.محمود أحمد الكندري / المصدر السابق، ص ١٨٨، وأنظر: Joywin Mathew , op .cit.p.13-17 - ٢٩ . Joywin Mathew , op . cit. p.10 .
- ٣٠- د. حسين فتحي عثمان / المصدر السابق ، ص ٧ .
- ٣١- المادة (١٢) من قانون التمويل العقاري المصري رقم (١٤٨) لسنة ٢٠٠١ .
- ٣٢- د.أحمد عبد الرحمن الملحم، د.محمود أحمد الكندري / المصدر السابق، ص ١٤٦، ص ١٨٧-32 .
- ٣٣- Joywin Mathew , op . cit. 19 .
- ٣٤- L . T. Kandall , J.M.Fishman , Aprimers on securitization , press London 3rd edition . p.lets .
- ٣٥- د. احمد جشي / المصدر السابق
- ٣٦- د.أحمد عبد الرحمن الملحم ، د.محمود أحمد الكندري / المصدر السابق ص ١٤٧ .
- ٣٧- استاذنا د.حسن علي الذنون / النظرية العامة للالتزامات ، بغداد ١٩٧٦ ، ص ٤٣٢ .
- ٣٨- المادة (٣٦٢) من القانون المدني العراقي و المادة (٣٠٣) من القانون المدني المصري .
- ٣٩- د. حسن علي الذنون / المصدر السابق ، ص ٤٣٥ .
- ٤٠- د. فلاح خلف الربيعي ، المصدر السابق .
- ٤١- راجع في ذلك د.حسين فتحي عثمان / المصدر السابق ، ص ٩ .
- ٤٢- Jane Borrow , sidely , and Austin , legal and regulatory consideration , gardner word book . Euromoney , Rub , Plc . 1969 . p . 14 .
- ٤٣- المادتين (١٢ ، ١٣) من هذا القانون .
- ٤٤- المادة (٣٦٥) من قانوننا المدني و المادة (٣٠٧) من القانون المدني المصري .
- ٤٥- المادة (١٢) من قانون التمويل العقاري المصري رقم (١٤٨) لسنة ٢٠٠١ .
- ٤٦- المادة (٣٦٣) من القانون المدني العراقي و المادة (٣٠٥) من القانون المدني المصري .
- ٤٧- د.حسن الذنون / المصدر السابق ، ص ٤٣٥ .
- ٤٨- Jane Borrow , sidley , And Austin , op . cit . p . 15 .
- ٤٩- د.أحمد عبد الرحمن الملحم ، د.محمود أحمد الكندري / المصدر السابق، ص ١٩٥-١٩٧ .
- ٥٠- استاذنا د.مجيد حميد العنبيكي / مبادئ العقد في القانون الانكليزي ، بغداد ، ٢٠٠١ ، ص ١٤٨ .
- ٥١- المصدر نفسه ، ص ١٥٠ - ١٥١ .
- ٥٢- هذا ويتم اللجوء إلى الحوالات الانصافية في اتفاقات التوريق إذا كان المركز المالي للبادئ للتوريق و ضمانات الاتفاق تبتدان هذه المخاوف ، راجع د.حسين فتحي عثمان / المصدر السابق، ص ١١-١٢ .
- ٥٣- أنظر في مزايا شرط إعلان الحوالة للمدين سواء كانت الحوالة قانونية أم انصافية تخلف عنها شرط آخر
- غير الإعلان د.مجيد العنبيكي / المصدر السابق، ص ١٥١ .
- ٥٤- المادة (٤٠٣) من القانون المدني العراقي و المادة (٣٥٢) من القانون المدني المصري ، أنظر أيضاً د. حسن الذنون / المصدر السابق، ص ٤٥٨ .
- ٥٥- فلاح خلف الربيعي ، المصدر السابق .
- ٥٦- د.حسن الذنون / المصدر السابق ، ص ٤٥٩ .
- ٥٧- د. مجيد العنبيكي / المصدر السابق ، ص ١٤٦ -
- ٥٨- أحمد الكندري / المصدر السابق، ص ١٤٦، ص ١٨٧-32 .
- ٥٩- د. فلاح خلف الربيعي / المصدر السابق .
- ٥٩- د. حسين فتحي عثمان / المصدر السابق ، ص ١٥ .
- ٦٠- د. فلاح خلف الربيعي / المصدر السابق .
- ٦١- المصدر نفسه .
- ٦٢- أنظر المادة (٥٥٨) و ما بعدها من القانون المدني العراقي .
- ٦٣- لقد خلى القانون الفرنسي رقم (١٢٩١) الصادر في ١٩٨٨/١٢/٢٣ (الخاص بالمنشآت المعنية بالنقل الجمعي للأوراق المالية) من بيان حالة الرجوع غير أن الحكومة أنتهت لذلك و أكدت حق المؤسسة الوسيطة (مؤسسة التوريق) بالرجوع على المحيل البادئ للتوريق في حالة وجود عيب قانوني في الأصول المحالة أو في ضماناتها ، و ذلك بموجب استجواب وزاري في الجمعية الوطنية الفرنسية ، راجع د.حسين فتحي عثمان / المصدر السابق، ص ٣٢ هامش (١) .
- ٦٤- عرضت مستويات هذا الرجوع مؤسسة (standard and poor) للتصنيف الائتماني ، هذا و يترك للقاضي تقدير مستوى الرجوع و على ضوءه يحدد طبيعة الصفقة ، د.حسين فتحي عثمان / المصدر السابق، ص ٣٢ .
- ٦٥- Joywin Mathew , op . p . 17 – 18 .
- ٦٦- أنظر في هذا الشرط : Joywin Mathew , op . cit . p . 11 .
- ٦٧- Jane Borrow , sidley . And Austin , op. cit.p . 22 .
- ٦٨- د.حسين فتحي عثمان / المصدر السابق ، ص ٣٣ .
- ٦٩- المصدر نفسه ، ص ٣٤ .
- ٧٠- د.أحمد عبد الرحمن الملحم ، د.محمود أحمد الكندري / المصدر السابق، ١٥٧ .
- ٧١- محمد طه البشير و د. غني حسون طه / الحقوق العينية ، القسم الثاني ، الحقوق العينية التبعية ، بغداد ، ١٩٨٢ ، ص ٣٤٤-٣٤٥ .
- ٧٢- المصدر نفسه ، ص ٣٤٥-٣٤٦ .
- ٧٣- المواد (١٢٨٥ - ١٣٢١) من القانون المدني العراقي .
- ٧٤- المادة (١٢) من قانون التمويل العقاري المصري رقم (١٤٨) لسنة ٢٠٠١ .
- ٧٥- Joywin Mathew , op . cit . p.10 . p .

أنظر أيضاً د. أحمد جشي / المصدر السابق .
^{٧٦} - على هذا لا بد أن تكون عملية نقل الأصول بعيدة
 عن شبهة الصورية في التعامل وان يكون الاتفاق شراء
 صريح للأصول لا اتفاق بيع صوري يخفي عملية
 إقراض من قبل مؤسسة التوريق للشخص البادئ
 للتوريق ، د. أحمد عبد الرحمن الملحم ، د. محمود أحمد
 الكندري / المصدر السابق ، ص ١٥٢-١٥٤ .
^{٧٧} . 18 . 17 . p . cit . Joywin Mathew -
 19 .