

مستقبل التوريق على ضوء الإصلاحات التنظيمية والضبط

ملخص:

يعتبر التوريق من أهم تقنيات الهندسة المالية، التي ابتدعت و تطورت بفعل التحولات المالية والتنظيمية التي عرفتها الأنظمة المالية العالمية منذ 1970، ولكنه إعتبر من بعض المختصين السبب الأساس في حدوث الأزمة المالية الخطيرة التي عاشها النظام المالي العالمي ابتداء من سنة 2007. وقد حاول هذا البحث الكشف عما إذا كان التوريق السبب الرئيس والمسؤول عن حدوث هذه الأزمة وبالتالي يتعين التخلي عنه، أم أنه كان أحد أسباب الأزمة العديدة فقط، ومن ثم تكون هذه التقنية المالية مازالت مفيدة وحيوية لا يمكن الإستغناء عنها. النتيجة التي توصل إليها هذا البحث تظهر في الحقيقة أنه لا يمكن تحميل مسؤولية الأزمة المالية لتقنية التوريق وإنما المشكلة تكمن في الانحرافات التي وقعت في إستخدامها نتيجة نقص القواعد التنظيمية وهيئات الضبط، وأن تجاوز مسأول التوريق ومستقبله بعد الأزمة يعتمد على وضع القواعد التنظيمية وهيئات الضبط اللازمة للمراقبة والإشراف، وهو ما بادرت إليه الولايات المتحدة الأمريكية والإتحاد الأوروبي وغيرهما من الدول والمنظمات، مما جعل سوق التوريق ينتعش ويعود تدريجيا إلى أداء دوره الإقتصادي.

صالح بولحية

كلية الحقوق

جامعة قسنطينة 01

الجزائر

مقدمة:

عندما ظهر التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1970 إعتبر أحد أكبر إبداعات الهندسة المالية على الإطلاق، بل ومن أكبر إبداعات القرن العشرين بصورة عامة، لما أحدثه من ثورة كبرى في المجال المالي، أدخلت تغييرات جوهرية في عمل البنوك والأسواق المالية، وإعتبر حلا سحريا لمشكلة التمويل لأنه أوجد له مصدرا تمويل لا ينضب، وفتح مجالا واسعا للمستثمرين،

Abstract:

Securitization is one of the most important techniques of the financial engineering, and was created and developed through financial and organizational transformations, which the international financial system has experienced since 1970. Some specialists consider securitization as the main cause of serious financial crisis witch had an impact on the global financial system starting in 2007. This research tries to detect whether the securitization was the main reason behind the crisis and therefore should be abandoned, or was just one of many causes, and then this financial technique is still useful and essential. The results of this research show that we cannot make securitisation responsible of the financial crisis, yet the problem is the deviations that occur in the use of this technique due to the lack of regulations and supervisory bodies. Avoiding the disadvantages of securitization and ensuring its future use depend on the development of the regulation and the creation of supervisory bodies, that are needed to monitoring, and was initiated by the US , the European Union , and other countries and organizations, whitch has made the market of securitization recovering gradually and accomplishing its economic role.

وغير الكثير من قواعد المخاطر، مما نتج عنه نشوء قطاع مالي جديد، إزدهر بعد ذلك بشكل باهر، وحقق نجاحات كبيرة سمحت بانتشاره في المرحلة الثانية ابتداء من سنوات 1980 إلى أوروبا، ثم بقية أنحاء العالم بعد ذلك، فدخل في الأنظمة المالية والقانونية لهذه الدول. ولكن بعد انفجار أزمة قروض الرهن العقاري (*subprime*) في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم إستحقاقها وتحولها بعد ذلك إلى أزمة مالية عالمية كبرى هي الأخطر منذ الإنهيار الكبير سنة 1929 وجه الإنهيار إلى التوريق بأنه كان السبب في حدوث هذه الأزمة الخطيرة، لدرجة أن البعض وصفه بالشيطان⁽¹⁾، وهناك من طالب بمنعه، وبالمقابل دافع عنه الكثيرون، والآن وبعد مرور سنوات من الأزمة، وهدوء العاصفة نسبياً بدأت تظهر تحليلات أكثر موضوعية من تلك التي كانت في بداية الأزمة، والتي كان يغلب عليها الطابع الإنفعالي، وتم التساؤل:

- هل كان التوريق سبباً رئيسياً في حدوث أزمة 2007 - 2008، أم أنه كان أحد أسباب الأزمة فقط، ولكن دوره لا يزال مفيداً وحيوياً، لا يمكن الإستغناء عنه؟ وما هو مستقبله؟

هذا التساؤل الرئيس سنحاول الإجابة عنه في هذا البحث من خلال التعرض إلى مفهوم التوريق، ونشأته، وأنواعه، وفائدته، ثم حقيقة دور التوريق في حدوث الأزمة، وأخيراً مستقبل التوريق على ضوء الأزمة، وإصلاحات التنظيم والضبط المتخذة بعدها.

1- مفهوم التوريق:

التوريق مصطلح يقابله في اللغة الإنجليزية (*Securitization*)، وفي الفرنسية (*Titrisation*)، وكلا من الكلمتين الإنجليزية والفرنسية هما كلمتين مستحدثتين (*néologisme*) دخلتا المعاجم والتعبير القانوني بعد أن ظهرت كلمة (*Securitization*) لأول مرة في الأوساط المالية في الولايات المتحدة الأمريكية⁽²⁾، وكان أول من إستخدمها هو (*Lewis Ranieri*) نائب مدير سابق ببنك (*brothers salomon*) الأمريكي سنة 1977⁽³⁾، للدلالة عن تقنية مالية حديثة ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1970، يتم بواسطتها تحويل ديون إلى أوراق (سندات) مالية قابلة للتداول (*Titres négociables*) في السوق المالي⁽⁴⁾، وعرفها البعض الآخر بأنها: العملية التي بواسطتها تتبع مؤسسة بعضاً من أصولها (ديون) المسندة إئتمانياً إلى منشأة (*entité*) أنشئت لهذا الغرض (*ad hoc*) تسمى مؤسسة التوريق التي تصدر بعد ذلك في مقابل الحصول على هذه الأصول قيماً منقولة (سندات) تطرح في السوق المالي موجهة للجمهور والمستثمرين المحترفين⁽⁵⁾.

وإذا كان التوريق قد ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنوات 1970، إلا أن جذوره تعود إلى بداية سنوات 1930، وكان ذلك مرتبطاً بالصعوبات التي واجهها سوق الرهن العقاري في فترة الكساد العظيم، حيث قامت الحكومة الأمريكية في عهد إدارة الرئيس (*Franclin Roosevelt*) بالتدخل من أجل القيام بإصلاحات كبيرة لإعادة بناء الإقتصاد المنهار، ومنها البحث عن وسائل ومصادر جديدة للتمويل العقاري في ذلك الوقت وتحديد تمويل الإسكان الذي أصبح يمثل مشكلة كبيرة للسلطات الأمريكية، وتطلب جهوداً لإنعاش سوق القروض العقارية، ذلك أنه في ظل تزايد البطالة، كانت مؤسسات الإقراض ترفض منح القروض الرهنية العقارية، لذلك قامت السلطات الأمريكية بإنشاء (03) أجهزة: هي:

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

الثاني: في سنة 1934 وهو (*federal housing Authority*) (*FHA*) والذي يتمثل دوره في إعطاء تأمينات ضد مخاطر في مجال سوق الرهن العقاري، وتوحيد ضمانات القروض.

الثالث: سنة 1938 وهي (FNMA) (federal national mortgage association) وتسمى أيضا (Fannie Mae) والذي كان بمثابة وكالة حكومية بإمكانها شراء القروض العقارية الرهنية والإحتفاظ بها.⁽⁶⁾

وقد كانت مهمة هذه الأجهزة شبه الحكومية تمويل و ضمان القروض العقارية الموجهة للإسكان، وشراء القروض العقارية من المقرضين والإحتفاظ بها، لكونها أكثر قدرة على إدارة مخاطر الإنتمان، وكذلك وتوحيد ضمانات القروض، وقد ساهمت في حل مشكلة التمويل العقاري للإسكان في ذلك الوقت في ظل الركود، ولكن نظرا للصعوبات التي واجهتها فيما بعد قامت السلطات بعملية إصلاح بدأ فيه سنة 1968 فقسمت (FNMA) إلى هيتينين: الأولى: تحتفظ بإسمها ووظيفتها السابقة هي (Federal National Mortgage Association)، المعروفة بـ (Fannie Mae).

الثانية: أخذت تسمية (Government National Mortgage Association) التي عرفت إختصارا بـ (GNMA) أو (Ginnie mae) وأعطيت لها صفة العمومية وكلفت بمهمة إعطاء ضمانات الدولة الفدرالية لشهادات تمثل حقوق رهن عقاري تصدرها مؤسسات الإقراض، وكذلك مؤسستي ((fha) (federal housing authority) و (veteran administration) (VA)⁽⁷⁾.

وفي سنة 1970 أنشئ جهاز آخر هو (Federal Home Loan Mortgage Corporation) الذي عرف إختصارا بـ (FHLMC) أو (Freddie - Mac) وهي وكالة فدرالية تقوم بشكل مستقل بمهام قريبة من مهام الجهازين السابقين (Fnma) و (GNMA)⁽⁸⁾، والمتمثلة في ضمان القروض العقارية الموجهة للإسكان.

إن ما كانت تقوم به هذه المؤسسات هو الخطوة الأولى من خطوات التوريق التي تتضمن تنازل الجهة الدائنة صاحبة الأصول عن هذه الديون إلى مؤسسة أخرى وهذه الخطوة الأولى هي التي سمحت بعد ذلك بإبتكار فكرة التوريق عند قيام هذه المؤسسات التي إنتقلت إليها هذه الأصول بإصدار سندات مسندة بتلك الأصول (قروض الرهن العقاري) في خطوة ثانية إعتبرت هي بداية عملية التوريق، وهكذا تمت أول عملية توريق لفائدة (Ginnie Mae) سنة 1970، عندما قامت بأول عملية هندسة مالية لسندات (MBS) تلتها بعد ذلك (Freddie - Mac) سنة 1971، بينما كانت أو عملية توريق غير مضمونة من طرف هذه الوكالات قد تم سنة (1977) من طرف (Bank of America)، ثم إنتقل التوريق إلى أوروبا، فكانت أول عملية توريق حصلت في المملكة المتحدة سنة 1987، وفي فرنسا سنة 1989⁽⁹⁾.

2- فائدة التوريق:

تكمن الفائدة الأساس للتوريق في تسهيل إنشاء أدوات مالية سائلة وأقل مخاطرة إنطلاقا من الحقوق (الأصول) غير السائلة، وذات مخاطر أعلى، فالتوريق يسمح للبنوك والمؤسسات المالية، من الحصول على التمويل في ظروف أحسن وبصورة ملائمة، إذ يمنح التوريق خاصة للبنوك إمكانية تحويل أصولها إلى سيولة، والتحكم بشكل أحسن في المخاطر المرتبطة بها، ومن ثمة فإن هذه التقنية المالية حسنت من شروط التمويل العقاري الموجه للإسكان أو العقار التجاري، وسهلت من عملية إدارة الخطر وهي مسائل كانت تمثل إنشغالا كبيرا في هذا المجال،⁽¹⁰⁾ وسنعرض فيما يلي بإختصار لأهم فوائد التوريق.

2-1- مصدر كبير للتمويل وإعادة التمويل:

تلعب البنوك دورا هاما، لا غنى عنه في الإقتصاد، ويكمن هذا الدور الأساس في جمع المدخرات، ثم إعادة إقراضها للأفراد والمؤسسات الذين هم في حاجة إليها من أجل تمويل حاجاتهم (مثل شراء مساكن، عقارات تجارية، سيارات، آلات...) فالأموال التي تجمع من طرف البنوك تتأتى من الإيداع الذي يقوم به العملاء، وكذلك من القروض فيما بين البنوك، ولكن هذه المصادر محدودة، ولهذا فإن

البنوك تبحث بالتالي عن وسائل أخرى من أجل الحصول على السيولة. فالبنوك تملك في ميزانيتها العديد من الأصول (الديون)، ولكن هذه الأصول لا يمكن تحويلها إلى سيولة في أجل قصير، فلو أن بنكا منح قرض رهن عقاري لأحد العملاء يتم سداه خلال 20 سنة، فإن البنك يكون له دين على هذا العميل الذي يقوم بمرور الوقت بتسديد أصل الدين مضافا إليه فوائد، فهذا الدين يمثل بالنسبة للبنك وعدا بالسداد، ولكن البنك ليست لديه هذه النقود مباشرة وحالا، ولا يمكنه إذن إستعمالها، فالقرض ليس سيولة⁽¹¹⁾.

ففي سنوات 1970 كانت نسبة مديونية البنوك مرتفعة جدا، ولهذا تم تطوير تقنيات لإخراج أو إبعاد (Déconsolidation) هذه الأصول التي كانت تثقل قدرتها على الإستمرار في الإقراض،⁽¹²⁾ ومن هنا فإن التوريق يعتبر حلا لمشكلة السيولة، بما أحدثه من تغيير عميق في نمط تمويل القروض، فالتوريق تقنية مالية تمكن من تحويل هذه الديون غير السائلة التي تحتفظ بها المؤسسات المالية إلى غاية حلول الأجل إلى سندات سائلة قابلة للتداول في السوق المالي. فهذا الميكانيزم المالي يسمح للبنوك من الحصول على السيولة، وعلى هذا فإن أحد الإستخدامات الأساس للتوريق هو خلق أصول سائلة إنطلاقا من أصول غير سائلة يمكن أن تكون ديون رهن عقاري على الأفراد أو المؤسسات، أو قروض إستهلاكية أو قروض بنكية للمؤسسات أو أية أصول أخرى يمكن أن تدر تدفقا نقديا، وبذلك فالتوريق يتيح للبنوك الحصول على سيولة إضافية، كما يساعد على خفض تكلفة القرض وتعتبر مصدرا فوريا لإعادة للتمويل، يمكن إستخدامه من أجل منح قروض جديدة،⁽¹³⁾ بصورة لا محدودة.

2 - 2- تقليل، نقل وتوزيع المخاطر:

إن أحد الأهداف الأساس للتوريق هي نقل وتوزيع المخاطر المتعلقة بالقروض، فالتوريق ينقل مخاطر القروض خارج نطاق البنك بصورة نهائية، أو يقلل منها بشكل كبير على الأقل (في الحالات التي يلزم فيها بالإبقاء على نسبة معينة من السندات المورقة في ميزانيتها)، ويوزع هذا الخطر على قاعدة عريضة من المستثمرين، وهكذا فإن المخاطر لن تعود من ضمن مخاطر القرض، ولكنها ستصبح من مخاطر السوق المالي، كما يعمل على خفض تكلفة القروض، وتحقيق المزيد من الإستقرار المالي، ويلجأ البنك للتوريق عند وجود مخاطر السيولة، أو مخاطر عدم السداد، أو إنخفاض معدل الفائدة مما يهدد ودائع عملائه.

2 - 3- تحسين تسيير الميزانية:

فبفضل التوريق يمكن للبنك التخلص من أصول مقابل سداد نقدي، وبالتالي تتمكن المؤسسة المالية من تحسين إدارة ميزانيتها بجلب فئات جديدة من المقترضين من دون أن تثقل ميزانيتها بقروض جديدة، وتتمكن من إحترام القواعد التنظيمية خاصة الإحترازية منها المتعلقة بالحد الأدنى من الأموال الخاصة.

2 - 4 - توفير فرص إستثمار جديدة:

إن للتوريق أهمية أساس بالنسبة للمستثمرين لأنه يعمل على توسيع عروض الإستثمار، ويمكن المستثمرين من الوصول إلى منتجات أكثر تنوعا،⁽¹⁴⁾ فالتوريق يسمح بإيجاد سندات جديدة للإستثمار في السوق المالي، وهذه السندات المورقة مشكلة من قروض ذات أصل متنوع (abs، cdo، rmbs، cmbs، mbs،) تسمح للمستثمرين بالإستثمار في فئات من الأصول لم يكن بالإمكان الوصول إليها عن طريق السوق، وهي سندات ذات عائد مغر بالتناسب مع المخاطر التي تحملها، فإقتراض 100 أو 1000 مقترض هو بكل تأكيد أقل مخاطر من إقتراض شخص واحد، كما أن هذه السندات تمثل بالنسبة للمستثمرين وسيلة لتنويع محفظة الإستثمار في منتجات ذات مخاطر أقل، كما يمكن المستثمرين من الحصول على منتجات ذات نوعية جيدة، وبضمانات وطريقة سداد مناسبة، وبدرجة أداء عالية.⁽¹⁵⁾

2 - 5- توسيع للسوق المالي:

يحقق التوريق زيادة حجم الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي، كما يحقق توزيعاً وتنوعاً أحسن للمخاطر، لأن هذه السندات ليست مركزة في يد مؤسسات الإقراض فقط، بل تصدر بصورة أساس عن المؤسسات المالية (البنوك الشاملة، والمتخصصة، شركات التأمين، و الجهات العمومية كالدولة والمؤسسات العامة)⁽¹⁶⁾

2 - 6- يقلل من اللجوء للوساطة المالية:

لعب التوريق دوراً في تفكيك دور الوساطة التقليدية التي تتطلب إنشاء علاقة ثنائية بين المقرض والوسيط والتي ينتج عنها منح القرض،⁽¹⁷⁾ وتناقص الإعتماد على التمويل غير المباشر الذي تقدمه المؤسسات التقليدية، في مقابل زيادة التمويل المباشر باللجوء إلى السوق المالي دون حاجة إلى وساطة ومن ثمة تخفيض كلفة القرض، وهو ما زاد من تعزيز اقتصاد الأسواق المالية حيث أصبح التمويل المباشر يمثل النسبة الأكبر من التمويل، وبذلك عمل التوريق على مزج السوق التقليدي (سوق الإقراض) بالسوق المالي. فتجميع الوسائل المالية أصبح يتحقق بصورة أكبر عن طريق خلق القيم المنقولة التي يلعب التوريق دوراً هاماً فيها.

3 - أنواع التوريق:

يتنوع التوريق حسب الزاوية التي ينظر إليه منها، فإذا نظرنا إلى التوريق من زاوية المنتجات المورقة والإستعمال أم لا للمنتجات المشتقة، فإن التوريق نوعان: توريق تقليدي، وتوريق إصطناعي.

3 - 1- التوريق التقليدي أو الحقيقي "cash" Titrisation :

وهو التوريق الذي يحدث لأول مرة عند تحويل ملكية الأصول المورقة إلى مؤسسة التوريق، فهو التوريق البسيط أو الأصلي، أو المباشر، ويسميه البعض الآخر بالتوريق الحقيقي (Réelle)، أو التوريق (CASH)⁽¹⁸⁾، وهو الصورة الأولى للتوريق كما ظهر في بدايته في الولايات المتحدة الأمريكية.

3 - 2- التوريق الإصطناعي Titrisation Synthétique :

ويطلق عليه أيضاً التوريق غير المباشر، أو توريق التوريق، وهو خلافاً للتوريق التقليدي يسمح للمنشأة التي تتولى التوريق بالإحتفاظ قانوناً بملكية محفظة الأصول عند نقل مخاطر عدم سداد القروض إلى الغير، وهو الأمر الذي أصبح ممكناً بفضل ما توفره أدوات التغطية أو مشتقات الإئتمان (Les dérivés de crédit)، وأهمها عقود مبادلة خطر عدم الدفع (CDS)، وهذه البنية تسمح للمبادر في التوريق ليس بالتنازل عن محفظة الأصول ولكن بشراء حماية لها⁽¹⁹⁾، وعلى هذا فإنه يمكن القيام بعملية توريق بدون أن يكون هناك تنازل عن الديون، وفي هذه الحالة فإن الهدف ليس هو إعادة التمويل، ولكن بالأحرى هو نقل مخاطر القرض المرتبط بهذه الأصول إلى الغير، وبمعنى آخر فإن هدف التوريق في هذه الحالة مختلف ولكنه يعتبر على الرغم من ذلك توريقاً⁽²⁰⁾، كما أنه يأتي في بعض الحالات لمواجهة بعض الصعوبات التي يثيرها التوريق التقليدي كما في حالة وجود شرط يمنع المؤسسة من التنازل عن القرض.⁽²¹⁾ ويبقى التوريق الإصطناعي ملكية وتسيير هذه الأصول للمؤسسة المبادرة بالتوريق.⁽²²⁾

وقد عرف التوريق الإصطناعي تطوراً هائلاً في نهاية القرن العشرين والسنوات الأولى من القرن الواحد والعشرين، وكان للتوسع الكبير، وإستخدامه بطريقة غير عقلانية أحد الأسباب الرئيسية التي تنسب للتوريق في إحداث الأزمة المالية التي حصلت إبتداءً من 2007، بل أن الكثير يعتبره السبب المباشر للأزمة.

4 - أنواع السندات المورقة:

إن السندات التي تنتج من عملية التوريق متنوعة، ولكن أهمها هي:

4 - 1 - سندات (Mortgage Backed Securities) (MBS):

هي سندات مسندة بمحفظة ديون رهن عقاري، والناتجة من إعادة تمويل الرهون العقارية، وكانت أول أنواع السندات التي نتجت من عمليات التوريق عند بدايته في الولايات المتحدة الأمريكية من طرف وكالات متخصصة قامت بإصدار قيم منقولة مسندة (Badacked) إلى حقوق رهن عقاري. وفي البداية كانت هذه الأصول متجانسة ولكن فيما وبالاعتماد على هذه الأصول ذات الإهلاكات المختلفة تم تصميم سندات ذات إستحقاقات مختلفة يطلق عليها مصطلح سندات برهونات عقارية (collateralized mortgage obligation) المعروفة إختصاراً بـ (CMO)، وقد حصل نفس الشيء أيضاً في الدول الأخرى حيث كانت الأصول الناتجة من الديون العقارية هي مجال العمليات الأولى للتوريق⁽²³⁾.

وداخل هذا النوع من سندات (MBS) توجد فئتين ثانويتين هما:

- سندات الرهن العقاري للإسكان (Residential Mortgage Backed Securities) (rmbs) وهي سندات مسندة بديون رهن عقاري للإسكان.

- سندات الرهن العقاري التجاري (Commercial Mortgage Backed Securities) (cmbs) وتتعلق بسندات مسندة بديون رهن عقاري تجارية.

4 - 2 - سندات (Asset Backed Securiteies) (ABS):

وهي فئة أخرى من السندات مسندة بديون من أصول ذات طبيعة مختلفة، مثل القروض ببطاقات الإئتمان وقروض الإستهلاك والقروض الإجاري والسيارات، والطائرات، الديون التجارية أو الناتجة من العقارات التجارية والمهنية، وفي القروض الممنوحة للطلبة وهذا التنوع سمح بنشوء فئتين ثانويتين من سندات ABS هما:

- (Collateralized Bond Obligation) والمعروفة إختصاراً بـ (CBO)

- (Collateralized Loan Obligation) والمعروفة إختصاراً بـ (CLO)

وهما تركيبين يستندان إما على ديون سندية (CBO) أو على حقوق ناتجة من قروض (CLO)⁽²⁴⁾.

4 - 3 - سندات (Collateralized debt obligation) (CDO):

وهي سندات تتميز بطبيعة خاصة كونها تستند إلى محفظة متنوعة من الأصول يمكن أن تكون:

- محفظة قروض (Collateralized Loan Obligation)

- أو محفظة سندات (Collateralized Bond Obligation)

وهذه السندات هي الأكبر أهمية في سوق التوريق، وأكثرها إنتشاراً في السنوات الأخيرة، والتي إعتبرت الأكثر سبباً في حدوث الأزمة المالية العالمية إبتداء من سنة 2007، وهي سندات حديثة نسبياً إذ تطورت إبتداء من سنوات 1990 بفضل تطور السوق السندي، ومشتقات الإئتمان، ثم تطورت لاحقاً إلى نوع من السندات الإصطناعية (CDO synthétiques) تتميز بطابعها المتطور، ومخاطرها المرتفعة، وغموضها، وتعقيدها⁽²⁵⁾.

5 - كيف حدثت الأزمة:

إن الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية التي حصلت إبتداء من سنة 2007 عديدة، ولكن ما يهمننا منها في هذا البحث هي فقط تلك التي لها علاقة بدور التوريق في الأزمة وليس غيرها من الأسباب الأخرى، ولأجل فهم حقيقة ما جرى يتعين الرجوع إلى فترة نشوء التوريق نفسه في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1970، وهي الفترة التي شهدت بداية رواج الأفكار التحررية للمدرسة النيوليبرالية (مدرسة شيكاغو) بزعامة (Milton Friedman)، التي تدعو إلى عدم تدخل الدولة في الإقتصاد لمصلحة السلطة المطلقة للأسواق، ولمفهوم الضبط الذاتي للأسواق،

وأن السوق إن ترك من غير تدخل سينتج النتائج الأمل، وهي صورة تقترب من الصورة التقليدية للرأسمالية، وقد وجدت هذه الأفكار إعتناقاً من بعض الزعماء السياسيين في سنوات 1980 (Ronald Reagan) من القواعد التنظيمية وقواعد الضبط (Ddéréglementatio et Dérégulation) التي كانت قد وضعت من قبل خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية في إطار تدخل الدولة لإصلاح الاقتصاد المنهار إبتداء من سنوات 1930، بعد الأزمة الاقتصادية سنة 1929، وهي موجة التحرر التي كان أبرزها على الإطلاق صدور قانون (Gramm-Leach-Bliley) سنة 1999، الذي ألغى قانون (Glass-Steagal Act) الصادر سنة 1933 الذي يعتبر أهم قانون للتنظيم الاقتصادي وضع في تاريخ الولايات المتحدة الأمريكية، والذي كان قد فصل بين نشاط البنوك التجارية وبنوك الإستثمار والأعمال وشركات التأمين.⁽²⁶⁾ وقد إعتبر إلغاء قانون (Glass-Steagal Act) بمثابة الخطيئة الكبرى، وكانت سببا في الأزمة لما نتج عن إلغاءه من تحرر من الرقابة، والقواعد التنظيمية فحدث الإنحراف والإفراط في إستخدام هذه التقنية، وهو ما كان أحد أسباب أزمة الرهن العقاري (subprime) التي تطورت فيما بعد إلى أزمة مالية عالمية خطيرة سنة 2008.

إن جذور أزمة (subprime) تعود إلى سياسات الإدارات الأمريكية المتتالية إبتداء من إدارة الرئيس (Clinton) في مساعدة الأسر محدودة وغير مؤكدة الدخل من أجل الحصول على ملكية مسكن، وقد كانت الوسيلة في ذلك هي قيام مؤسستين كبيرتين وهامتين في مجال التمويل العقاري هما (fannie Mae) و (freddie mac) بشراء قروض الرهن العقاري التي كانت تمنحها البنوك لتلك الأسر، كما عملت هاتين المؤسستين شبه الحكوميتين والمراقبتين من طرف الحكومة الأمريكية بالتخفيض من قواعد شرائهما لقروض الرهن العقاري الموجهة لهذه الأسر والمعروفة بقروض (subprime)، إضافة إلى أن سياسة الإحتياطي الفدرالي (Federal Reserve) في عهد رئاسة (Alan Greenspan) الرامية إلى إبقاء نسب الفائدة منخفضة قد زاد من تشجيع هذه الأسر على الإقتراض، في حين كانت نسب فائدة هذه القروض متغيرة، ونتيجة لهذه السياسة فقد أفرطت البنوك في منح قروض رهن عقاري ذات مخاطر عالية جداً، مما يمكن إعتباره إساءة في مجال الإقتراض يصل إلى درجة المجازفة، فالبنوك لم يكن يهتمها سوى تحقيق المكاسب، على أساس أنه في حالة حدوث أية مشاكل فإن بإمكانهم بيع المساكن المرهونة وإستيفاء قيمة هذه القروض من ثمنها، أو توريقها، وإبعاد مخاطر خارج البنك⁽²⁷⁾، مما جعل البنوك تبحث عن فرص جديدة للإقتراض حتى بين الفئات الأقل جدارة إئتمانية وفعلاً حصلت عمليات واسعة لتوريق هذه القروض، كما أفرط المقترضون في الإقتراض تحت إغراء تلك التسهيلات من أجل الحصول على مساكن سواء أكانت مساكن رئيسية أو فرعية (مساكن للعطل مثلاً) على أمل أن تتحسن ظروفهم ويستطيعون سداد تلك القروض.

ولكن مع إرتفاع البطالة، ظهور التضخم وزيادة نسبة الفائدة من طرف الإحتياطي الفدرالي بين سنتي 2004 و2006 أدى إلى عجز قطاعات واسعة من تلك الأسر المقترضة عن سداد هذه القروض المستحقة عليها، مما أدى إلى بيع حجز وبيع تلك المساكن المرهونة، ومع تراجع السوق العقاري إنهارت أسعار المساكن، التي أصبح سعرها لا يصل حتى إلى قيمة القرض نفسه، مما أدى إلى إنكشاف البنوك على الخطر وإفلاس العديد منها، وإنهيار قيمة سندات الرهن العقاري الذي إمتد فيما بعد بسرعة كبيرة ليشمل جميع أنواع السندات، وتوقف المستثمرون عن شرائها مما ألحق خسائر فادحة بالمؤسسات المالية التي تصدرها، وبشركات التأمين، وجفف مصدرا مهما من مصادر السيولة البنكية، وزاد من حالات إفلاس البنوك وكان أبرزها على الإطلاق إفلاس بنك (Lehman Brothers) في 2008.09.14 الذي كان نقطة تحول كبيرة في الأزمة، خاصة وأنه من المؤسسات المالية الكبيرة التي كان يعتقد أنها أكبر من أن تفشل (Too big to fail) وهو ما أدى إلى تسارع الأزمة وتزايدها، ثم إنتشارها بعد ذلك خارج الولايات المتحدة الأمريكية، خاصة أن سندات التوريق

كان قد تم بيعها في جميع أنحاء العالم، وحدث الذعر في السوق لأن المتعاملين فيه لم يكونوا يعلمون أين يكمن الخطر، والأكثر من ذلك ما هي حدوده، وساهم الإعلام في خلق عدم الإطمئنان، فالأزمات في جانب كبير منها هي أزمة ثقة، وما تقوله وسائل الإعلام له تأثير على الأزمة، فالهلع الذي يحدث في أسواق المال هو الذي يؤدي إلى تعاضم الأزمات. (28) (29)

6 - الأسباب الحقيقية للأزمة:

لقد وجه الإتهام إلى التوريق على أنه كان المسؤول عن الأزمة المالية، ولكن التمعن الموضوعي في أسباب الأزمة يظهر أن هناك أسبابا أخرى كان لها دور أكبر في إحداث الأزمة أكثر مما كان للتوريق، فالأزمة كانت أزمة تنظيم، وضبط مالي، في ظل غياب شبه كامل للرقابة والإشراف، وأدت عبر سنوات طويلة من التحرر من التنظيم والضبط إلى تراكم سلسلة من السياسات الخاطئة والمفرطة أدت في النهاية إلى حدوث الأزمة، وسنعرض فيما يلي لأهم هذه الأسباب باختصار:

6 - 1 - سياسات الإقراض الخاطئة:

إن نظام التوريق في حد ذاته هو نظام فعال، وأن المشاكل التي حصلت جاءت من نوعية القروض السيئة والعالية المخاطر التي تم منحها ثم توريقها، وقد كان من الواجب تفادي أن تكون الديون المورقة مشكوك فيها، وإلا فإن كل النظام الذي يقوم على الثقة سيتعطل وهو ما أحدث أزمة (subprime)⁽³⁰⁾ وقد كان حجم هذه القروض السيئة كبيرا حيث وصل بين عامي 2005 و 2007، وهي الفترة التي بلغت فيها القروض عديمة الملاءة ذروتها، إلى 1000 مليار دولار منحت لأكثر من 05 ملايين مقترض، تم حجز وبيع منازل الكثيرين منهم،⁽³¹⁾ ومن هنا فإن العيب لم يكن في تقنية التوريق في حد ذاتها وإنما في سبب خارجي عن هذه التقنية، وهو نوعية القروض الممنوحة، فالقروض الجيدة تنتج توريقا جيدا، وأن القروض السيئة تنتج توريقا سيئا.

6 - 2 - الإصدار غير المسبوق للمنتجات المورقة، المعقدة والمركبة وغير شفافة:

مثل سندات (CDO) الإصطناعي، أو إعادة التوريق، في غياب رقابة هيئات الضبط، وفي الكثير من الأحيان كانت تصدرها مؤسسات بنوك الظل التي لا تخضع لرقابة السلطات المالية.

6 - 3 - عمليات الإخراج l'exteriorisation : وهي قيام بنوك الإستثمار بإصدار شرائح من السندات من خلال مؤسسات يزعم أنها مستقلة عنه، هذه المؤسسات المالية تأخذ شكل صناديق تحوط (hedge funds)، أصبحت تعرف بالبنوك الموازية أو بنوك الظل (shadow banking system) حيث قامت بتمويل هائل لشرائح السندات الموزعة على المستثمرين، وهذا ما كان ليحدث لو كان هناك فصل في النشاط بين البنوك التجارية وبنوك الإستثمار مثلما كان عليه الحال في قانون (Glass-Steagall Act).

6 - 4 - فشل وكالات التصنيف الائتماني:

إن فشل عمل وكالات التصنيف الائتماني في تصنيف الأوراق المالية المعقدة، والتحذير من مخاطرها كان أحد أهم أسباب الأزمة، فهذه الوكالات بالوضع الذي كانت عليه لعبت دور الخصم والحكم في نفس الوقت، فمن جهة كانت تقدم الإستشارة حول هيكل عمليات التوريق، ثم تقوم من جهة أخرى بتصنيفها، وهكذا أصبحت لها مصلحة في عمليات التصنيف، وأصبح التصنيف الذي تقدمه غير موضوعي، وهو ما يؤكد التصنيف الذي أعطي لسندات توريق قروض (subprime)، والذي وصل إلى (AAA) على خلاف الحقيقة، وهو ما أحدث أزمة ثقة حادة.

6 - 5 - تفاقم ظاهرة عدم تماثل المعلومات:

فالبنية المعقدة لتقنية التوريق تنطوي على عدم تماثل المعلومات، فالمصدر يعلم جيدا وبصورة أكثر تحديدا طبيعة المنتج الذي يبيع، أكثر مما يعلم المستثمر الذي يشتريه، وهو ما يخلق عدم تماثل معلومات بين أطراف عملية التوريق، وعندما تحدث عوارض فإن الخبراء هم فقط الذين يمكنهم تقدير مداها، مما يحدث الشك في كامل فئة المنتجات المالية، ثم تنتقل العدوى، بحيث لا تجد السندات من يشتريها، وتحدث أزمة سيولة، وتصبح البنوك معتمدة على مصدر تمويل لا يمكن التحكم فيه.⁽³²⁾

6 - 6 - العامل الأخلاقي:

من المؤكد أن ممارسات رجال المال التي سيطر عليها الجشع كانت على الصعيد الإخلاقي سقوطاً ساهم في حدوث الأزمة، (33) فالبنوك أصبحت لا تحتفظ بالقروض التي تمنحها، ومن ثمة فإنها كانت تمنح هذه القروض بتساهل كبير لأنها ستبيع هذه الديون لاحقاً، سعياً منها لتحقيق حجم كبير من الإقراض أكبر على حساب الجودة، وبذلك فنحن أمام خطر أخلاقي أصاب عمل البنوك (L'aléa Morale)، وغير حتى من دورها الذي كان الأصل فيه الاحتفاظ بالقروض إلى تاريخ إستحقاقها (originate to hold) إلى نموذج عمل جديد يعتمد على إنشاء الأصل المالي (القروض) وتوزيعها في السوق (originate to distribute). (34)

وهكذا يتضح بجلاء أن تقنية التوريق لم تكن السبب الرئيس في حدوث الأزمة، وأن مبرر وجودها لا يزال قائماً، وأن الخلل كان في إساءة في استعمال هذه التقنية بصورة غير عقلانية، وغير منظمة وغير مراقبة، في ظل تزايد التحرر من الضبط، والقواعد التنظيمية نتيجة لسيادة أفكار النيوليبرالية، ابتداءً من سنوات 1980، والقائمة على عدم تدخل الدولة في الإقتصاد، وإنحسار دورها إلى الحد الأدنى (Etat Minimal)، وعلى سيادة الأسواق المالية القادرة على ضبط نفسها ذاتياً، وبذلك فإن هذه الأزمة قد أثبتت سقوط أفكار النيوليبرالية المتطرفة، وهو سقوط شبيهه البعض بسقوط حائط برلين الرأسمالية الليبرالية، (35) وأن الرأسمالية ليس بالضرورة أن تكون ليبرالية، ومن ثمة يتوجب على الدولة التدخل لإصلاح وتنظيم الإقتصاد، والأسواق، وهذا التدخل والإصلاح يتحقق عن طريق القانون، بوضع قواعد التنظيم، وهيئات الضبط الإقتصادي اللازمة لإصلاح النظام المالي ككل، وتحقيق ضبط السوق الذي ثبت أنه غير قادر على ضبط نفسه ذاتياً، ومن ثمة نقادي ما ظهر من مساوئ التوريق والإنحراف في استعماله في فترة ما قبل الأزمة، وهو ما أشار إليه بوضوح تام تقرير السناتور (Livin-corburn) عضو مجلس الشيوخ الأمريكي في التقرير الذي أعده للكونجرس عن أسباب الأزمة وطرق معالجتها، إلى أن المسؤولية عن هذه الكارثة يعود إلى الجهات التنظيمية للدولة التي أغضت عينها عن رجال البنوك وويل ستريت الذين سكنهم جشع لا مثيل له، وكذلك رجال الكونجرس الذين كانوا عاجزين عن ممارسة رقابة حقيقية، مستشهداً بما قام به بنك (Goldman Sachs) الذي خلق سوقاً هائلة لسندات غريبة مسندة برهون عقارية، ثم قام البنك نفسه ببيعها في حزم لعملائه، وراهن فيما بعد على فشلها...؟! وأعتبرت من أهم السندات المسمومة التي كانت سبباً في حدوث الأزمة، وعليه فليس لأن تقنية التوريق قد عرفت تجاوزات خطيرة يجب التخلي عنها نهائياً، فهناك توريق جيد في مقابل ما حصل من توريق سيئ، وأن توريقاً في ظل قواعد واضحة سيحد من ممارسات التوريق السيئ. (36)

إن الأزمة المالية التي حدثت ابتداءً من سنة 2007 ليست أزمة توريق فقط، بل إنها أزمة شاملة لكل النظام المالي، وأنها تجد تفسيرها لدى البعض بأنها مظهر من مظاهر فرضية عدم الإستقرار المالي (Finnacial instability Hypothesis) التي قال بها العالم الإقتصادي الأمريكي (Hyman Minsky) سنة 1986 وهي تنطبق تحديداً على ما سماه بالتمويل على طريقة (Ponzi) (ponzi financing)، والسبب يكمن حسب (Minsky) في إضعاف الضبط الذي تقوم به السلطات العامة، وهو ما أشار إليه في مؤلفه (يمكن لهذا أن يحدث مرة أخرى can it happen again)، (37) وأن سلوك الأسواق المالية لا يصحح نفسه بنفسه، وأن هذا التصحيح لا يمكن أن يتحقق إلا عن طريق التنظيم والضبط.

إن الأزمة المالية أثبتت أن نظام الضبط كان فاشلاً، ولم يؤد دوره، مما يمكن معه القول أن الأزمة التي حصلت يمكن اعتبارها بصورة حقيقية وموضوعية أزمة تنظيم وضبط، فالتنظيم والضبط ضروريان للنظام المالي من أجل مراقبة عمل البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وجعلها تتحمل نتائج ما تقدم عليه من مخاطرة، وتقادي أن يكون المودعين هم الضحايا، وحتى يكون ذلك حافزاً

لهذه البنوك والمؤسسات المالية على عدم المخاطرة حين تعلم أنها هي من سيدفع الثمن وليس المجتمع ككل،⁽³⁸⁾ فالأزمة زادت من الطلب المتنامي على القانون في المجال الاقتصادي، تماما مثلما حدث بشأن سياسات التدخل التي عرفت بإسم الصفقة الجديدة (New Deal) في الولايات المتحدة الأمريكية في سنوات 1930 لمواجهة آثار أزمة الكساد العظيم، وكان من أبرز الأمثلة عليها إنشاء هيئة مراقبة الأسواق المالية الأمريكية (Securities and Exchange Commission) (SEC) سنة 1934 والتي أوكل لها مهمة ضبط الأسواق، وهذا التدخل من الدولة لا يمكن الإستغناء عنه من أجل تنظيم وضبط الحياة الاقتصادية.⁽³⁹⁾ وكذلك وضع قانون (Glass-Steagall Act).

إن ترابط وتداخل العلاقة بين القانون والاقتصاد يستوجب الإنتقال من مفهوم الاقتصاد المؤطر بالقانون («encadrée» par le droit) إلى مفهوم الاقتصاد المحتوى داخل القانون («encastree» dans le droit).⁽⁴⁰⁾

فالدولة تبقى هي الضامن الوحيد للنظام العام الاقتصادي، وأن الأزمة المالية كشفت بصورة واضحة أيضا عن عدم مسايرة القانون للتطور الاقتصادي، فتطور الأسواق يتطلب بالمقابل تطوير القانون، فالأسواق المالية شهدت ظهور وانتشار مبتكرات مالية جديدة كالتوريق، والمشتقات، ولكنها تركت من غير تنظيم قانوني، وضبط، بل أكثر من ذلك أن أغلب هذه الابتكارات كان الهدف منها هو الإلتفاف على القوانين، وهو ما جعلها تستخدم بصورة منحرفة ومفرطة، ومن ثمة فإن تنظيم وضبط تقنية التوريق (وغيرها من المبتكرات) هو الوسيلة التي ستمكن من تقادي ما ظهر من مساوئه، ومواصلة تأدية دوره الاقتصادي المفيد.

ومن المهم جدا في مجال القانون التفرقة بين الضبط (Régulation) والتنظيم (Réglementation)، فالتنظيم في المجال المالي يعني مجموع القواعد الموضوعة من طرف السلطات العمومية، والتي تحكم العلاقات بين الفاعلين في المجال المالي (البنوك والمؤسسات المالية)، في حين أن الضبط يمكن تعريفه بمفهوم المخالفة لمقولة (دعه يعمل Laissez faire)، بأنه مجموعة القواعد الدافعة والممارسة من السلطات العمومية التي تقوم بالإشراف والتي تهدف إلى وضع وضمان استمرار الإستقرار المالي، فالنظام البنكي والمالي يكون مستقرا عندما يكون قادرا على إمتصاص الصدمات.⁽⁴¹⁾

7 - مستقبل التوريق وكيف يمكن إصلاح ما ظهر من سلبياته قبل الأزمة:

إذا لم يكن التوريق هو المتسبب (الفاعل) الرئيس في الأزمة المالية، وإنما ساهم فيها فقط، فإن السؤال: ماهو مستقبل التوريق، وكيف يمكن إصلاح ما ظهر من سلبيات عمل هذه التقنية قبل الأزمة؟

من المؤكد أن التوريق لا يزال مفيدا ولا يمكن الإستغناء عنه، وأن ما حدث من مساوئه قبل الأزمة، كان راجعا إلى مناخ التحرر من التنظيم والضبط الذي ساد قبل الأزمة، وأدى إلى الإفراط في عمليات توريق غير مراقبة، ومعقدة، وغير شفافة، وأن إصلاح التوريق هو جزء من عملية شاملة لإصلاح النظام المالي المتعثر ككل، وهو موضوع لا يهمننا منه في هذا المجال سوى المسائل التي لها علاقة بالتوريق وكانت سببا في إنحرافه، وكيف يجب إصلاحها، وهذه المسائل هي:

1-8- الفصل بين نشاطات البنوك التجارية ونشاطات بنوك الإستثمار:

وهي إحدى العناصر الأساس للإصلاح، إذ يجب الفصل الواضح والتام بين البنوك التجارية والمؤسسات المالية الغير بنكية الموجهة للمضاربة والنشاطات المبنية على المخاطرة مثلما كان الأمر في قانون (Glass-Steagall-Act) الذي صدر سنة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1933،

وألغى في موجة التحرر من القوانين والضبط سنة 1999، وفي هذا التنظيم الجديد يمنع على البنوك التجارية القيام بعمليات في السوق المالي لحسابها، كما يمنع عليها أن تكون مالكة لمؤسسات مالية غير بنكية، كما يمنع على البنوك التجارية أن تمنح قروضا للمؤسسات المالية غير البنكية، وهذه القاعدة تستلزم أن المؤسسات غير البنكية يجب أن تلجأ في التمويل للمؤسسات غير البنكية، وفي هذا الإطار فإن الإصلاحات التنظيمية التي حصلت بعد الأزمة عملت على قطع الصلة بين البنوك التجارية وباقي مؤسسات النظام المالي،⁽⁴²⁾ من ذلك ما جاء في قانون (Dodd-frank) لإصلاح وول ستريت وحماية المستهلكين في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2010، كما أن قيودا أخرى وضعت على البنوك التجارية التي تريد أن تصبح مالكة لحصص في أحد صناديق المضاربة، ونفس الإجراء تم إتخاده أيضا في أوروبا.

8 - 2- تحسين سياسات منح القروض:

إن تدهور ممارسات منح القروض قد شكلت عملا مركزيا وحاسما ساهم في الأزمة المالية، ولذلك فإن إطارا تنظيميا وتحوطيا شاملا يمكن أن يساهم في وضع معايير إقراض صلبة طوال دورة القرض، هذا الإطار ضروري من جهة من أجل تجنب التدهور الذي يحصل في نوعية الإكتتاب عند نهاية دورته، وهذه الإجراءات يجب أن تضمن جودة ونوعية الوساطة، والتقييم الجيد لمدى ملاءة المقترضين على أساس المعلومات المراقبة والموثقة.⁽⁴³⁾

8 - 3- مراقبة بنوك الظل والمنتجات المالية المشتقة:

لقد كشفت أزمة الرهن العقاري في سنة 2007 عن وجود نظام تمويل تقوم به ما يعرف ببنوك الظل (أو البنوك الموازية) (*shadow bank*)، وهي كيانات خارجة عن القطاع البنكي التقليدي ولكنها تقوم بنشاطات مشابهة لها، مثل صناديق التحوط، وهي تقوم بتجميع إيدار سائل في الغالب وتحويله إلى استثمار طويل الأجل وبالأخص منتجات التوريق، وهذا النظام البنكي الموازي يعمل على تحقيق ترابط بين البنوك ومجموع المؤسسات المالية ويشكل مصدرا هاما للمخاطر النظامية، وقد لعبت هذه البنوك دورا أساسيا في نشوء الأزمة المالية، ثم إنتشارها عالميا.⁽⁴⁴⁾ فبعيدا عن رقابة السلطات النقدية والتنظيمية، قامت بعمليات توريق غير شفافة، كما قامت بمنح قروض سيئة. ومن ثمة يجب وضع القواعد التنظيمية التي تحكم كل هذه المؤسسات المالية، وإلزامها بأن تعلن للجمهور عن أنشطتها، وأن تحتفظ بحجم من الأموال الخاصة، وأن تقوم هيئات الضبط بالإشراف عليها ومراقبة نشاطها. أما بالنسبة للمنتجات المالية المشتقة فيجب أن يحرص تداولها داخل الأسواق المنظمة والمراقبة فقط، وهو ما يعني إختفاء كل تعاملات التعاقد المباشر (بالتراضي) (*gré a gré*)، فالمنتجات المالية المشتقة يجب أن تستجيب للمعايير وأن تراقب وأن يوافق عليها من طرف وكالات الضبط قبل طرحها للبيع.⁽⁴⁵⁾

إن التطور غير المراقب لبنوك الظل يجسد فشل سياسات الضبط المالي التي أجريت منذ سنوات 1980 والمؤسسة على فكرة (دعه يعمل) والإعتقاد الخاطئ بحصول الضبط الذاتي للأسواق، ولهذا فإن الإصلاحات الجارية إنصبحت على إخضاع هذه البنوك، إذ لا يمكن ترك جزء كامل من النظام المالي خارج نطاق المراقبة مما يهدد إستقرار النظام البنكي ككل، وقد تضمن قانون (Dodd-Frank) إجراءات تهدف إلى التقليل من تحمل البنوك التجارية للمخاطر خاصة في علاقاتها مع الفاعلين في بنوك الظل من ذلك تحديد مشاركتها في صناديق المضاربة بـ 03 % من الأموال الخاصة و عزل أنشطة التعامل في المشتقات. كما قام الإتحاد الأوروبي بإصلاحات مماثلة تضمنتها تعليمة سنة 2010 تتضمن فرض إلزامات بالشفافية على صناديق التحوط (*hedg funds*).⁽⁴⁶⁾

وبالنسبة لعقود المشتقات فقد كشفت الأزمة المالية مدى القصور الذي تنطوي عليه مثل هذه العقود ومستويات المخاطر الكبيرة التي تحتويها والناجمة عن سوء إدارتها ونقص الشفافية، والتي كانت سببا في إفلاس بنوك كبرى مثل (*Lehman brothers*) و تعثر مؤسسات مالية أخرى مثل شركة

التأمين العملاقة (AIG)، مما زاد من المطالبة بأهمية تنظيم هذه المنتجات، وجعل التعامل بهذه العقود يتم فقط داخل الأسواق المنظمة بدلا عن الأسواق الغير منظمة (OTC) التي تتم فيها أغلبية هذه المعاملات حتى يسهل تتبعها، وتمكن المراقبين من التدخل إذا لزم الأمر.⁽⁴⁷⁾

8 - 4- الإنقاص من حجم البنوك الكبرى:

فهذه البنوك الكبرى (Mega Bank) تضخمت بشكل هائل، وبسبب الترابط الكبير بين هذه البنوك والمؤسسات المالية الأخرى داخليا، وخارجيا أيضا بفعل العولمة، ولذا فإن تعرض إحدى هذه البنوك للإفلاس سيؤدي إلى سقوط بقية البنوك الأخرى تباعا (تأثير الدومينو Domino Effect)، وهو ما يؤدي إلى حدوث أزمة نظامية كارثية. ولذلك فإنه السلطات لا يمكنها وتحت أي ظرف كان أن تسمح بسقوط أي من هذه البنوك الكبرى مهما كانت التكلفة، ومن ثمة فإن القائمين على هذه البنوك سيسيؤون التصرف وتقدير المخاطر في أعمالهم، طالما أنهم متأكدون بأن السلطات ستتدخل لإنقاذهم تجنباً لحدوث تلك المخاطر النظامية، وعلى هذا فإن إصلاح الوضع يتطلب جعل من الممكن القبول بخضوعها للإفلاس، إضافة إلى إنقاص حجمها، أو حتى تفكيكها إلى مؤسسات أصغر، فلا تصبح تشكل مثل تلك الأخطار النظامية، أي الرجوع مجددا إلى روح قانون (Glass-Steagall-Act) الذي كان قد عمل على الحد من حجم هذه المؤسسات المالية في سنوات 1930.

8 - 5- تنظيم وضبط عمل وكالات التصنيف الائتماني:

لقد اعتبر عمل وكالات التصنيف الائتماني أحد الأسباب الرئيسة في الأزمة المالية الحاصلة، وهذا راجع إلى نوعية المعلومات التي أعطتها بمناسبة تصنيف سندات التوريق، نتيجة المصالح المتضاربة التي تمثلها هذه الوكالات والتي أفقدت عملها الموضوعية، وكذلك صراع هذه الوكالات فيما بينها، وفقدان الجودة في التصنيف الذي تقوم به، وإن عملية إصلاحها يجب أن تنصب بالأساس على وضع نظام قانوني يحكم وضعها وأساليب عملها، ومسؤوليتها، وإخضاع عملها لإشراف هيئات الضبط، ومن جهة أخرى جعل أساليب عملها أكثر شفافية، وتطبيق جزاءات إدارية عليها من طرف هيئات الضبط في حالة الإخلال بعملها.⁽⁴⁸⁾ إذ لا يعقل أن تقبض هذه الوكالات من المؤسسات المالية أجرا نظير إستشارتها حول المنتجات، ثم تقوم بتصنيف هذه المنتجات لاحقا وتقبض مقابل ذلك أجرا آخر، فهذه الإزدواجية في الوظائف تعتبر إنحرافا مؤكدا في عمل هذه الوكالات.⁽⁴⁹⁾

وقد إشتراط المشرع الأوروبي ضمن الإجراءات التنظيمية المتخذة بعد الأزمة وجوب أن تقوم المؤسسات المالية بتقييم مخاطر القروض بنفسها، بدل أن تعتمد في ذلك فقط وبصورة آلية على تصنيف هذه الوكالات، أي اعتماد نماذج التقييم الداخلي (IRB) التي جاءت بها إتفاقية بازل 2، وهو بالفعل ما نصت عليه المادة (A5) من اللائحة التنظيمية 2013/575 بتاريخ 2013.06.26 (CRA3) التي اشتراطت أيضا ألا تستعمل البنوك هذا التصنيف إلا إذا إحتزمت معايير دقيقة للجودة، وأن تطبق تقييم القروض بصورة متسقة، وهو ما نصت عليه المادتين 268 و 269 من نفس اللائحة، إضافة إلى أن التنظيمات الأوروبية والأمريكية تتضمن من الآن فصاعدا إجراءات تسمح بضمان شفافية أكبر في العلاقات بين المصدرين ووكالات التصنيف الائتماني،⁽⁵⁰⁾ كما يمكن الحد من هيمنة وإنحراف هذه الوكالات بنمذجة المنتجات المالية وإعتمادها من طرف وكالات الضبط قبل إصدارها.⁽⁵¹⁾

8 - 6- تعزيز الشفافية والإفصاح:

وذلك بالعمل على وجوب إتباع قواعد الشفافية في عمليات التوريق، بتمكين المستثمرين من الحصول على المعلومات الكافية واللازمة المتعلقة بمنتجات التوريق، والإلتزام بصحة هذه المعلومات، خاصة فيما يتعلق بطبيعة المخاطر، والضمانات المرتبطة بها وهو ما عملت على تجسيده تشريعات الإصلاح في الولايات المتحدة والإتحاد الأوروبي.

9 - إصلاحات التنظيم والضبط بعد الأزمة:

حيث أن الأزمة المالية التي بدأت في سنة 2007 بالرغم من أنها أخذت طابعا عالميا، إلا أنها حدثت بالأساس في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، وهما سوقي التوريق الأساس في العالم، وفيهما يجب أن حدث الإصلاح بالدرجة الأولى، إلى جانب تنسيق إصلاحات دولية تتم في إطار مجموعة العشرين

(G20)، لجنة بازل، وكذلك صندوق النقد الدولي، وستعرض فيما يلي لأهم الإصلاحات القانونية المتعلقة بالتوريق في مجال التنظيم والضبط الصادرة بعد الأزمة.

9 - 1 - الإصلاحات في الولايات المتحدة الأمريكية:

يعتبر قانون (Dodd-Frank)⁽⁵²⁾ لإصلاح وول ستريت وحماية المستهلكين (Dodd-Frank) يعتبر قانون (Wall Street Reform and Consumer Protection Act) أهم الإصلاحات التي تمت في الولايات المتحدة الأمريكية بعد الأزمة، وهو إطار قانوني وقعه الرئيس الأمريكي (Obama) في 21 جويلية 2010، يتكون من 16 مادة ومن 848 صفحة، يعتبر أهم قانون إقتصادي صدر في الولايات المتحدة منذ قانون (Glass-Steagal Act) سنة 1933⁽⁵³⁾، يتناول المسائل الأساس التي أثارها الأزمة المالية، وقد عمل هذا القانون على وضع معايير جديدة للشفافية والإفصاح المالي، ومبدأ تحمل المسؤولية بالنسبة للمؤسسات المالية بغرض الحد من المخاطر، وقد تمحور القانون على المسائل التالية:

9-1-1 - بالنسبة للإصلاح المؤسسي:

9-1-1-1- أنشأ مجلس الاستقرار المالي (Financial Stability Oversight Council) (FSOC) الذي تمثل فيه العديد من الهيئات الرقابية المختلفة تكون مهمته تحديد المخاطر النظامية للإشراف الكلي للتحوط والذي تكون له السلطة على البنوك والمؤسسات المالية غير البنكية.

9-1-1-2- تعزيز دور الإحتياطي الفدرالي في مجال المراقبة والإشراف.

9-1-1-3- تعزيز مهام وأساليب مراقبة السوق من طرف هيئة مراقبة الأسواق (Securities and Exchange Commission) (SEC)، وهي المراقبة التي تنصب على وكالات التصنيف الإئتماني، ومراقبة المنتجات المالية المشتقة.

9-1-1-4- توسيع صلاحيات مؤسسة ضمان الودائع الفدرالية (Federal Deposit Insurance Corporation) (FDIC)

9-1-1-5- أنشأ داخل الإحتياطي الفدرالي مكتبا لحماية المستهلك.

9-1-1-6- أنشأ داخل الخزينة (وزارة المالية) مكتبا فيدراليا للتأمين تكون مهمته جمع المعلومات عن هذا القطاع.

9-1-2 - بالنسبة للإصلاح البنكي:

فقد شمل هذا الإصلاح البنوك التجارية وكذلك جميع المؤسسات المالية التي يشرف عليها الإحتياطي الفدرالي والتي لن يصبح بإستطاعتها المضاربة إلا في حدود 3% من أموالها الخاصة، وأن المساهمات الحالية إذا كانت أكثر من ذلك يتوجب التنازل عنها، بالنسبة للتوريق يجب أن تحتفظ المؤسسات المالية بـ 5% من السندات المورقة في ميزانيتها، من أجل دفع البنوك إلى إدارة أحسن للمخاطر ولنوعية القروض التي تمنحها بأن تحتفظ بجزء من هذه المخاطر في ميزانيتها، منح البنوك الكبرى مهلة 05 سنوات للوصول إلى تحديد أكثر صرامة لأموالها الخاصة، وأن على البنوك ذات البعد النظامي أن تحد من أثر الرفع (الرافعة) المالية بحدود 15 مرة قيمة أموالها الخاصة، وإن دافعي الضرائب لن يطلب منهم المساعدة في إنقاذ المؤسسات المالية المتعثرة أو دفع تكاليف تفكيكها أو حلها، وأن التجمعات المالية الكبرى يجب أن تقدم للهيئات التنظيمية رغبتها حول الكيفية التي تتم بها تصفيته في حالة الضرورة.

9-1-3 - عزز من قواعد الشفافية والإفصاح المتعلقة بعمليات التوريق فقد نص القسم 193 البند 945 من قانون (Dodd-frank) على أن مصدري السندات المورقة ملزمون بمراجعة

الأصول المسندة لها وتقديم جميع الضمانات المتعلقة بها، والإفصاح عن طبيعة ونتائج المراجعة، وعن أي تغيير قد يطرأ على هذه الأصول.

9-1-4- إصلاح الأسواق:

ومن أهم ما جاء فيه أنه ألزم أن تمر معاملات منتجات المشتقات بغرف المقاصة من أجل الحد من التعاملات المباشرة (gré à gré)، وأن البنوك ستكون ملزمة بالتخلي عن الأنشطة في المشتقات الأكثر مخاطرة، وهو ما ينقص بدرجة كبيرة من تراكم الأخطار المتعلقة بهذه المعاملات.

9-1-5- إصلاح قطاعات أخرى:

فقد أقر القانون مبدأ المسائلة المالية للوسطاء تجاه عملائهم، كما أخضع وكالات التصنيف الائتماني لإشراف ومراقبة هيئة مراقبة الأسواق (SEC) وأوجب تسجيل صناديق التحوط (hedge funds) و صناديق الإستثمار في رأس مال المخاطر (capital-investissment) لدى هيئة مراقبة الأسواق، كما أقر مبدأ خضوع جميع المؤسسات مهما كان حجمها يمكن أن تفلس، مما يضع حدا لفكرة (أكبر من أن تفشل (Too big to fail).

9-1-6- حماية المستهلكين:

أنشأ القانون وكالة للحماية المالية للمستهلكين لدى الإحتياطي الفدرالي تتكون من مكتب الإعلام المالي تكون مهمته إعلام الجمهور، و فحص وتحليل المنتجات المالية المقدمة للجمهور، وبالنسبة للقروض العقارية فإن مانحي هذه القروض يجب أن يكونوا ملزمين بضمان قدرة المقترض على سداد هذه القروض، ويتعين عليهم القيام بمراقبة وفحص ذلك، ووضع معيار للحد الأدنى للقروض الموجهة لشراء المساكن، كما رفع من قيمة الودائع المصرفية المضمونة إلى 250.000 دولار⁽⁵⁴⁾. ولكن القانون أنتقد لأنه لا يقدم فصلا تاما بين الأنشطة التجارية والأنشطة الإستثمارية للبنوك، وإن كان قد ترك المجال مفتوحا لعمل الكثير في هذا المجال عن طريق التنظيم، كما أن القانون لم يرد فيه أي شيء من أجل إنقاص حجم البنوك الكبرى (Mega banques) وإن كان قد أقر مبدأ أن كل المؤسسات يمكن أن تفلس ولا مجال لفكرة (Too Big To Fail) إلا أنه لم يبين القواعد التفصيلية لتطبيق ذلك، والتي يأمل أن تتخذ عن طريق التنظيم والضبط لاحقا، لأن هذه البنوك الكبرى يمكن أن تسبب التصرف مجددا إذا عرفت بأنها لن تترك للإفلاس، لأن إفلاسها سيحدث أزمة نظامية وهو ما لا يمكن أن يقبله صناع القرار السياسي، ومن ثمة فهي تعول على تدخل السلطات لإنقاذها مثلما حصل مع المجموعة الدولية الأمريكية العملاقة (AIG) و بنك (Goldman Sachs)، وغيرهما.

9-2- في الإتحاد الأوروبي:

لقد أصدر البرلمان الأوروبي العديد من التشريعات التي تهدف إلى تنظيم وضبط النظام المالي عموما وعمليات التوريق على وجه الخصوص، وتعزيز قواعد الشفافية والإفصاح المتعلقة بهذه العمليات، من ذلك:

9-2-1- قانون (European markt infrastructure regulation) (EMIR) في

2012.07.27 والذي يهدف إلى ضبط عمليات التعاقد المباشر (عن طريق التراضي) (gré à gré) بالنسبة للمؤسسات المالية الأوروبية، تحويل التعاملات في المشتقات من الأسواق غير المنظمة إلى الأسواق المنظمة التي تراقبها غرفة مقاصة تقليلا للمخاطر.

9-2-2- اللوائح: 2010/1093، و 2010/1094، و 2010/1095 بتاريخ

2010.11.24 والتي أسست بمقتضاها السلطة الأوروبية للمراقبة (AES)، والتي تتشكل من (03) سلطات أوروبية للمراقبة والضبط هي: سلطة البنوك الأوروبية (ABE) ومقرها لندن، والسلطة الأوروبية للتأمين والمنح المهنية (AEAPP) ومقرها فرانكفورت، والسلطة الأوروبية للأسواق المالية (AEMF) ومقرها باريس.

9-2-3- اللائحة رقم 2010/1092 المتعلقة بالمراقبة الكلية للتحوط للنظام المالي داخل الإتحاد الأوروبي، والتي أنشأت هيئة جديدة هي اللجنة الأوروبية للمخاطر النظامية (CERS) وضعت تحت إشراف البنك المركزي الأوروبي (BCE)، يكون دورها رصد مجموع المخاطر الإحترازية الكلية مثل حصول إرتفاع في قروض الرهن العقاري أو السندات المشتقة (CDO) في كل المؤسسات وفي كل الأسواق، وليس بصورة منفردة لكل مؤسسة أو قطاع لوحده، هذا الضابط سيكون مكلفا أيضا بتحليل إمكانية العدوى بين المؤسسات المالية والأسواق، كما تكون له سلطة الحصول على المعلومات ومراقبة البنوك والفاعلين الأساس في السوق المالي بما فيهم المؤسسات المالية غير البنكية⁽⁵⁵⁾.

9-2-4- اللائحة رقم 2009/1069 بتاريخ 2009.09.16 المتعلقة بتنظيم وكالات التصنيف الإئتماني، التي كانت محل إنتقاد كبير منذ بداية الأزمة. وبذلك فإن (CERS) و (AES) تشكلان حجر الزاوية في النظام الأوروبي للرقابة المالية، والسلطات المكونة لـ (AES) تتمتع بالشخصية المعنوية، وتكون مسؤولة أمام اللجنة والإتحاد الأوروبي، وتتمتع بصلاحيات إقتراح المعايير التقنية والتنظيمية الواجب تبنيها أو تعديلها في الميادين الثلاثة من أجل تعزيز الإستقرار المالي.⁽⁵⁶⁾

9-2-5- اللائحة رقم 2013/575 بتاريخ 2006.06.26 المعدلة لللائحة رقم 2012/648 والتي تمت بعد ذلك باللائحة رقم 2014/625 بتاريخ 2014.03.13 والمتعلقة بمتطلبات التحوط من المخاطر المطبقة على مؤسسات الإئتمان ومؤسسات الإستثمار، والتي من أهم ما جاء فيها هي المادة 405 فقرة 01 النقطة (A) والتي تلزم المؤسسات المصدرة لسندات التوريق (على غرار قانون frank Dodd-) في الولايات المتحدة الأمريكية) بأن تبقى في ميزانيتها 5 % على الأقل من قيمة السندات المورقة.⁽⁵⁷⁾ كما نصت المادة 409 على تعزيز قواعد الشفافية والإفصاح المتعلقة بعمليات التوريق فالزمت مصدري السندات بالإفصاح عن جميع المعلومات المتعلقة بنوعية القرض وفعالية عملية التوريق، ومنح المستثمرين حق الوصول إلى مصادر المعلومات.

9-3- على الصعيد الدولي:

جاءت مقررات بازل 03 كخطوة هامة من أجل توفير الإطار التنظيمي وهيئات الضبط اللازمة من أجل إصلاح النظام البنكي العالمي، من ذلك أنها رفعت من الحد الأدنى من الأموال الخاصة للبنوك والمؤسسات المالية من 8 % إلى 10.5% وذلك من أجل الحد من المخاطر، والعمل على تحقيق المراجعة من قبل السلطات الرقابية، وتطوير الأدوات الرقابية، وكذلك العمل على إنضباط السوق عن طريق المزيد من الإفصاح، وكذلك اعتماد نسبة جديدة هي نسبة الرفع (الرافعة) (*leverage ratio*) وهي نسبة تهدف لوضع حد أقصى لنسبة الديون في النظام البنكي، اعتماد نسبة سيولة على المدى القصير (*LCR*) والبعيد (*NSFR*) تتطلب من البنوك الإحتفاظ بأصول ذات درجة سيولة عالية، وإنشاء نسبة للحد أدنى من رأس المال الإحتياطي للحد من تقلبات الدورة الإقتصادية وتقادي الأخطار النظامية الناتجة من عمليات التوريق والمشتقات⁽⁵⁸⁾.

وأخيرا فإنه في ظل ترابط الأسواق، فإنه يجب أن يحدث تنسيق عالمي بخصوص الإصلاحات التنظيمية وهيئات الضبط بسبب الطابع النظامي للآزمات المالية في ظل العولمة وترابط الأسواق والمؤسسات المالية.

حيث أن كل هذه الإصلاحات ستؤدي في المستقبل إلى تعزيز دور التوريق في أداء دوره كمصدر للتمويل، ونقل وتقليل المخاطر، وتوفير مجال واسع ومتنوع للإستثمار، خاصة مع الإجراءات الجديدة المختلفة التي زادت من نسبة الأموال الخاصة التي يتوجب على البنوك الإحتفاظ بها، مما سيدفعها أكثر للتوريق من أجل إحترام هذه النسبة، ومن ثمة يتوجب العمل على أن يكون التوريق

أكثر شفافية، وأقل تعقيدا في ظل مسانلة أكبر للقائمين به، حتى يمكن تقادي الإنحرافات التي حصلت من قبل.

خاتمة:

يمكن القول أن أسباب الأزمة كانت في فساد النظام المالي ككل، أي أنها أزمة تنظيم وضبط، وغياب للرقابة والإشراف، ولم تكن أزمة توريق فقط، وهو ما تبين للمختصين وللمشرعين خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية والإتحاد الأوروبي بعد سنوات من الأزمة، فالتوريق لم يكن السبب الرئيس في الأزمة الحاصلة وأنه ما هو إلا جزء من النظام المالي الذي يتعين إصلاحه بالكامل عن طريق تدخل الدولة بقواعد القانون، بعد أن ثبت فشل فكرة الضبط الذاتي للأسواق بعيدا عن تدخل الدولة، كما أن الإصلاح بعد حدوث الأزمة لا يمكن بدوره أن يتحقق ذاتيا، وأن ما حصل من إستعمال سيئ للتوريق كان نتيجة النقص الكبير في الجوانب التنظيمية وعملية الضبط لنشاط التوريق، والذي يمكن تداركه بوضع القواعد التنظيمية، وهيئات الضبط والإشراف اللازمة، من أجل تحقيق مسايرة القانون للتطور الحاصل في الأسواق المالية، والمنتجات المبتكرة فيه ومنها التوريق، للوصول إلى توريق قوي، وشفاف، خال من التعقيد، ذلك أن الدور الذي يلعبه التوريق أصبح جزءا أساسيا من النظام المالي، لا يمكن تصور الإستغناء عنه، وأن الفائدة منه لا تزال قائمة ومتزايدة، وأن التوريق سيعود من أجل لعب دوره ولكن بأقل مخاطر، وبتأطير قانوني، وفي ظل شفافية أكبر، ونوعية أصول جيدة، وهو ما ثبت بعد الإنتعاش الكبير للتوريق في السوق الأمريكي والأوروبي، وعودة الثقة إليه من مختلف الفاعلين الإقتصاديين بعد الإصلاحات المتخذة عقب الأزمة، والتي تعتبر خطوة في الإتجاه الصحيح، إلا أن الحاجة إلى المزيد من دور الدولة في التنظيم والضبط لا يزال قائما.

الهوامش:

- 1 - Lacroix Frédérick et al: « **Titrisation : le diable au service de l'économie réelle ?** », revue banque france, p.1. www.revue-banque.fr › *Risque et Réglementations* (consulter le 19.02.2016).
- 2- Le Cannu Paul et al: « **Droit commercial.Instrument de paiement et de crédit.Titrisation** », 8 éd, dalloz, paris, 2010, p.465.
- 3- De bazelaire Stanislas: « **La titrisation : après L'ascension et le déclin,la renaissance ?** », p :1. www.bsi-economics.org/542-titrisation-ascension-declin-renaissance.consulté , (consulter le 02.05.2016).
- 4 -Paul Le Cannu et al: op.cit, p.465.
- 5 - Moulin Jean – Marc : « **Le Droit de l'ingénierie financière** », 3° éd, 2009,Gualino éditeur lextenso éditions, paris, 2009, p.500.
- 6- Granier Thierry et al:« **La tirisation – aspects juridique et financier**», 2° éd, economica, paris, 2004, p.14.
- 7- Granier Thierry et al: op.cit, p.15.
- 8- Le Cannu Paul et al: op.cit, p.470.

- 9- Harmand Cécile: « **titrisation:l'evolution post crise financiere normes comptables**», Memoire Académique, Neoma Business school, p.8.
www.apdc-france.fr/wp-content/uploads/NEOMA-BS-Reims-Harmand-vo.pdf
(consulter le 05.08.2016).
- 10- Lautier Delphine et al: « **Titrisation – Analyse économique et financière**», Dalloz
action,Ingénierie financière, fiscale et Juridique, 2^e éd, 2009, P.713.
- 11- Marchand Arnaud: « **La Titrisation et ses Dérives** », pp. 2- 4.
<https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/2611.pdf>
(consulter le 15.07.2016).
- 12- Guemene Sophie , Vincen ade: « **enjeux de la titrisation** », p.6.
a.joannes.free.fr/Divers/Cours/DSCG/.../Enjeux%20de%20la%20titrisation.pdf
(consulter le 17.07.2016).
- 13- Marchand Arnaud, op.cit, pp:2- 4.
- 14- Boulier Jean-françois: « **L'avenir de la titrisation** », p.2.
https://www.ensae.org/gene/main.php?base=38&base2=1&detail_article=815
(consulter le 18.08.2016).
- 15- Dugrain Cécillia: « **Faut-il interdire la titrisation** », p.5.
<https://apprentissageconomistes.wordpress.com/2012/10/06/faut-il-interdire-la-titrisation/> (consulter le 19.07.2016).
- 16- Cécillia Dugrain: op.cit, p.6.
- 17- Granier Thierry et al: op.cit. p. 21.
- 18- Barneto Pascal et al: « **Les mécanismes financiers de la titrisation**», Lavoisier, paris.2011.p.157.
- 19- ibid, p.157.
- 20- Le Cannu Paul et al: op.cit, p.635.
- 21- Barneto Pascal et al: op.cit, p.159.
- 22- Moulin Jean – Marc: op.cit, p.513.
- 23- Le Cannu Paul et al: op.ci , p.471.
- 24- ibid , p.471.
- 25- ibid , p.471.
- 26- Vodarevski vladimir: « **La responsabilité de la régulation dans la crise financière** », p:2.
economie-analyses-actualites-opinions.over-blog.com/article-32077520.html. consulter le 03.08.2016.
- 27- ibid, pp.4-5.
- 28- Remy morgan: « **La construction médiatique de la crise des subprimes** », Mémoire,
Université lumière lyon II , p.8.
doc.sciencespo-lyon.fr/Ressources/Documents/Etudiants/Memoires/.../remy_m.pdf (consulter le.27.08.2016).

- 29- Marchand arnaud, op.cit, p. 4.
- 30-Naudet jean yves: « **Le retour de la titrisation** » p:2. www.libres.org › *Conjoncture*.16.08.2016.
- 31- إدوارد لوس، أزمة الرهن العقاري ... من يقول أنه غير مذنب؟، مترجم، المجلة الاقتصادية السعودية، العدد 5691، بتاريخ 2009.05.11 (أطلع عليه في www.aleqt.com/2009/05/11/article_227199.html). (2016.08.29).
- 32- Dugrain céclia: op.cit, p.6.
- 33-Grossman richard:« **Greed destroyed us amm :George w.Buch and the real story of the great Recession** » p.14 – 18. www.salon.com/.../greed_destroyed_us_all_george_w_bush_and_... (consulter le 26.08.2016).
- 34- Dugrain céclia: op.cit, p.6.
- 35-Montebourg Arnaud: « **Le mur de Berlin du capitalisme** » www.lemonde.fr/.../le-mur-de-berlin-du-capitalisme-par-arnaud-montebourg_1108890_... (consulter le 30.08.2015).
- 36-Canto Georges: « **La titrisation relancée** », p:3. www.land.lu/2015/03/06/la-titrisation-relancee.l. consulter (le 20.08.2016).
- 37 -Plihon Dominique: « **Minsky,théoricien de L'instabilité financière** » ,p.2 - 6. <https://france.attac.org/nos.../les...10.../minsky-theoricien-de-l-instabilite-financiere>. (consulter le 30.08.2016).
- 38-Pollin Jean-Paul: « **Les insuffisances de la nouvelle régulation bancaire :entre renoncements et fausses solutions** » ,p.1. www.fondation-res-publica.org › Colloques de la Fondation Res Publica › Interventions consulter (le.09.07.2016).
- 39-Bessy Christian et al: « **droit et régulation des activités économiques :prespectives sociologiques et institutionnalistes** » , Collection Droit et Société, L.G.D.2011, p.1. economix.fr/pdf/seminaires/conventions/2011-11-25_bon-de-commande.pdf , (consulter le 11.08.2016).
- 40- Bessy Christian et al: « **Droit et régulation des activités économiques. Perspectives sociologiques et institutionnalistes**», revue de la régulation, n° 11,2012, p. 8. <https://regulation.revues.org/9739> (consulter le 12.07.2016).
- 41-Garcia Beata Wachalowicz: « **L'évolution de la réglementation financière européenne suite à la crise 2007-2010** » , mémoire présenté pour l'obtention du master en études européennes, institut europeen de l'universite de Geneve, 2012, p.5.

- https://www.unige.ch/gsi/index.php/download_file/view/27/256/ , (consulter le 23.07.2016).
- 42-Herr Hansjorg: **« Comment Faire Fonctionner un système Financier instable ? Des option pour le réformer »**, journal international de recherche syndical, 2011, vol.3, n°1, pp :159 – 160.
www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_dialogue/---/wcms_158765.pdf. (consulter le 28.06.2016).
- 43-Segoviano Miguel et al: **« La relance de la titrisation »**, Banque de Franc, Revue de la stabilité financière, n° 19, Avril 2015, p.58.
https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/.../RSF19_4_FMI.pdf. (consulter le 07.07.2016).
- 44-Jeffers Esther, et al: **« Le shadow banking system et la crise financière »**, p.50.
www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/libris/.../3303330403754_EX.pdf. (consulter le 01.09.2016).
- 45- Herr Hansjorg: op.cit, p.161.
- 46- Jeffers Esther et al: op.cit, p.56.
47 - محمد إبراهيم السقا، المشتقات المالية ... قنبلة العالم الدائمة، المجلة الاقتصادية السعودية، العدد 6777، بتاريخ 2012.05.12.
(أطلع عليه في https://www.aleqt.com/2012/05/01/article_652520.html) ، (2016.08.29).
- 48- Du Marais Bertrand et al: **« Le droit , les agence de notation et la crise du crédit »** , p.1- 6.
www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2008_hos_7_1_5217. consulter le 25.07.2016.
- 49- De Larosiére Jacques: **« la crise financière actuelle. Pourquoi le système a-t-il déraillé ? réflexions sur la titrisation »**, revue d'conomie financière, année 2008, volume 7, n°1, p:4.
www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2008_hos_7_1_5179. (consulter le 19.08.2016).
- 50- Segoviano Miguel et al: op.cit. p.59.
- 51- Herr Hansjorg : op.cit, p.164.
- 52- Dodd-frank act. <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text>. (consulter le 21.08.2016).
- 53- Brack Estelle: **« Dodd-Frank : un enjeu pour la réglementation financière mondiale »**, Revue Banque France, n°730, 2010, p.1. www.revue-banque.fr › *Risque et Réglementations*, (consulter le 14.08.2016.).

- 54 - « **Régulation américaine : La Loi Dodd-Frank de juillet 2010** », La Finance Pour Tous, pp.1-2.
www.lafinancepourtous.com/.../Regulation-americaine-La-loi-Dodd-Frank-de-juillet-... (consulter le 23.06.2016).
- 55- Bair.c Sheila: « **Gérer la titrisation, vers un système financier plus sur** », Banque de Franc, Revue de la stabilité financière, n° 13, septembre 2009, p.17. <https://www.banque-france.fr/.../financiere/.../revue-stabilite-financiere-de-septembre-...> (consulter le 02.08.2016).
- 56- Plavinet Jean-Pierre: « **La régulation Juridique des Marches Financiers** », pp.8-9.
https://www.agroparistech.fr/IMG/pdf/Droit_Marches_Financiers_2012.pdf. (consulter le 21.07.2016).
- 57- Journal officiel de l'Union européenne, N° L 176/1 du 27.07.2013
eur-lex.europa.eu › EUROPA › EU law and publications › EUR-Lex. (consulter le 28.08.2016)
- 58- Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes Bancaires, <https://www.bis.org/bcbs/> (consulter le 28.08.2016).