

مقاله علمی پژوهشی

بررسی نهادهای مختلف انتقال دارایی در عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن و تطبیق آن بر دیون موضوع فاکتورینگ

مصطفی نصیری^{۱*}، عبدالکریم اوزمانی^۲، رقیه ملازهی^۳

۱. استادیار حقوق خصوصی، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

۲. کارشناسی ارشد حقوق خصوصی، دانشگاه تبریز، تبریز، ایران

۳. کارشناسی ارشد حقوق خصوصی، دانشگاه پیام نور، مرکز قطر

(دریافت: ۱۳۹۴/۰۸/۰۸ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۱/۲۷)

Evaluation of Legal Methods for Transferring Assets in Securitization with the Implementation on the Factoring Contract Receivable

Mostafa Nasiri^{1*}, Abdulkarim Ozmany², Roqayya Molazehi³

1. Assistant Professor in Private Law, Payame Noor Univesity, Tehran, Iran

2. Master of Private Law, Tabriz University, Tabriz, Iran

3. Master of Private Law, Payame Noor University, Qatar

(Received: 30/Oct/2015

Accepted: 16/Apr/2022)

Abstract

Securitization is a financial instrument, in which Assets are generally transferred in three different methods; Assignment, Novation and Sub-Participation (the latter is used in common law systems). A comparative study among these Legal Frameworks shows that regardless of the method used for transferring assets in securitization, it should be accomplished in a manner that removes to the extent practicable, these assets from the estate of the selling company in the event of its bankruptcy, which can be achieved by isolating the source of payments and insuring that the transfer of the assets from the Originator to the SPV cannot be interfered, which often referred to as creating a "true sale" of the receivables. On the other hand, Factoring Companies, which are bank-credit institutions, has the primary objective of providing liquidity to traders and funding them through the purchase of their short-terms claims are exposed to cash reduction and liquidity risks due to such activities, causing them to seek funding sources. Thus to study the implementation of securitization on receivables arising from factoring operations as a funding source, it is necessary to consider the different approaches of Legislation in limited or unlimited determination of convertible assets and other characteristics determined for such assets. However, the practice of most developed countries is based on non-restricting these assets and assigning it to the will of the parties, provided that such assets meet all the necessary requirements for securitization.

Key Words: Securitization, Receivables, Originator, Assignment, Novation, Factoring True Sale, Sub-Participation.

چکیده

تبدیل به اوراق بهادار کردن، یک مکانیسم مالی است که غالباً واگذاری دارایی‌ها طی آن عملاً از طریق سه نهاد حواله حق، تبدیل تعهد (به اعتبار تبدیل دائن) و نهادی موسوم به مشارکت فرعی - که مختص حقوق کشورهای کامن لاس - انجام می‌پذیرد. با بررسی این سه نهاد در قوانین مختلف و تبیین انتقادات وارده به هر کدام، روشن می‌شود چنین انتقالی به صرف نظر از قالبی که طی آن صورت می‌گیرد، باید دارای اثر دور کردن خطر ورشکستگی بانی از مؤسسه واسط باشد که آن هم از طریق جداسازی منبع پرداخت از بانی و ورود مطالبات در دارایی واسط به نحو مؤثر امکان‌پذیر است. انتقالی که اصطلاحاً از آن تحت عنوان بیع حقیقی مطالبات یاد می‌شود، از جهتی شرکت‌های عاملی (فاکتورینگ) که مؤسساتی بانکی - اعتباری با هدف اولیه و اصلی تأمین اعتبار و نقدینگی برای تجار از طریق خرید مطالبات موجه قابل وصول آنها هستند، به دلیل عملیات پیش خرید نقدی دیون مؤجل مزبور، خود در معرض ریسک کاهش نقدینگی قرار می‌گیرند، امری که باعث شده این مؤسسات به نوبه خود در پی منابع تأمین نقدینگی باشند. بنابراین، جهت بررسی قابلیت تبدیل به اوراق بهادار کردن دیون ناشی از عملیات فاکتورینگ، به عنوان یک منبع تأمین نقدینگی، لازم است شرایط کلی دارایی‌های قابل تبدیل به اوراق بهادار و همچنین رویکرد قانونگذاران را در تعیین حصری یا تمثیلی این دارایی‌ها مدنظر قرار داد. با این حال رویه اغلب کشورهای پیشرفته در عدم حصر این دارایی‌ها و واگذاری آن به اراده طرفین عملیات است، مشروط بر اینکه دیون مزبور تمامی شرایط لازم جهت تبدیل شدن به اوراق بهادار را داشته باشند.

کلیدواژه‌ها: تبدیل به اوراق بهادار سازی، دارایی، مطالبات قابل وصول، عاملیت تجاری، فاکتورینگ.

مقدمه

دهه ۹۰ میلادی به دلیل عوامل متعددی که می‌توانست خطر جدی فقدان نقدینگی را برای بانک‌ها در پی داشته باشد، شاهد جهش مهمی در زمینه فعالیت‌های اعتباری و سرمایه‌گذاری بانکی در سطح جهانی شد. تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی توسط بانک‌ها، یکی از مهم‌ترین دستاوردهای این شرایط نوین بود که تأثیر آن در افزایش عملیات اعطای تسهیلات بانکی از یک سو و رشدی مشابه در حجم داد و ستد اوراق بهادار در بازار سرمایه از سوی دیگر، به روشنی نمایان بود.

تبدیل به اوراق بهادار کردن در شکل ساده و سنتی‌اش، عبارت است از توافقی که میان یک بانک (یا مؤسسه اعتباری) موسوم به بانی^۱ و یک مؤسسه متخصص موسوم به واسط یا ناشر^۲ که به هدف خاص و انحصاری انجام عملیات تبدیل به اوراق بهادار تأسیس شده، منعقد می‌شود. طی این توافق بانک مقداری از دارایی^۳ های تضمین شده (با پشتوانه مالی یا املکی یا رهنی و...)، خویش را که غالباً به صورت یک مجموعه از مطالبات مشابه (همگن)^۴ است، به این مؤسسه متخصص که با داشتن پشتوانه‌های اعتباری متعدد، از ریسک ورشکستگی به دور است^۵، می‌فروشد. مؤسسه واسط به منظور تأمین اعتبار

برای خرید این مطالبات، اقدام به انتشار اوراق بهادار (به پشتوانه این مطالبات) برای عرضه به عموم متقاضیان (سرمایه‌گذاران) می‌نماید. این مؤسسه همچنین برای تأمین اعتبار مزبور، ممکن است به استقراض بانکی ساده روی آورد.

- با مراعات این امر که سررسید پرداخت دیون توسط بدهکاران، مقدم یا همزمان با سررسید ایفای این وام‌های بانکی باشد.

- بانک بانی با انتقال این دارایی‌ها به واسط، درآمدهای آتی خود را به حال تبدیل کرده و توان مالی خود را پیش از سررسید این دارایی‌ها بهبود می‌بخشد.

تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی و مراحل آن

تبدیل به اوراق بهادار کردن معادل فارسی واژه Securitization است و اشاره به عملیات تبدیل مطالبات به اوراق بهادار قابل معامله دارد که مشتق از واژه Security به معنی ورقه مالی است. در اصطلاح اقتصادی عبارت است از «تبدیل کردن دین مؤجل در ذمه غیر، در فاصله میان ثبوت در ذمه و حال شدن آن - به اوراق بهادار قابل معامله در بازار ثانوی». (محمد رزق، ۲۰۰۴: ۱۲۴)

حقوقدانان تعاریف متعددی را برای تبدیل به اوراق بهادار کردن ارائه داده‌اند که اغلب این تعاریف صرفاً در برشمردن مزایای این تبدیل، خطرات آن و یا اطراف عملیات و سرمایه‌گذاران و یا انواع دارایی قابل تبدیل به اوراق بهادار کردن متمرکز هستند. تعاریف مزبور را می‌توان به نحو ذیل خلاصه کرد:

تبدیل به اوراق بهادار کردن عبارت است از جمع کردن یک دسته از دارایی‌های مالی همگن و تضمین شده در سبد طلب تضمین شده واحد و عرضه کردن آن در قالب اوراق بهادار به عموم (سرمایه‌گذاران) برای پذیره‌نویسی، از طریق یک مؤسسه متخصص (واسط)، به هدف کاهش ریسک تأخیر و عجز از ایفای این دارایی‌ها و نیز حفظ جریان نقدینگی بانی است.

برای شناخت مکانیسم تبدیل به اوراق بهادار کردن آن را در شیوه ساده و سنتی‌اش و بدون پرداختن به جزئیات سایر عملیات بانکی وابسته به آن، بررسی می‌کنیم.

بانک برای افزایش سرمایه یا هنگامی که نیاز به نقدینگی

۱. **بانی** مؤسسه‌ای است که نیازمند تأمین مالی می‌باشد و می‌تواند هر شرکتی باشد که در ترازنامه خود دارایی‌های مشخصی را ثبت کرده است. این دارایی‌ها باید قابلیت ایجاد جریان نقدی قابل پیش‌بینی و باثباتی داشته باشند و نه تنها باید به طور شفاف مشخص شده، بلکه باید از لحاظ قانونی قابلیت انتقال از بانی به مؤسسه واسط/ناشر SPV را نیز داشته باشند.

۲. **ناشر**: شخصی حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند (م ۱۲/۱ قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا / ۱۳۸۴). مراد از مؤسسه متخصص این است که این مؤسسه فقط برای فرایند تبدیل به اوراق بهادار سازی و انتشار اوراق بهادار مورد نظر تشکیل می‌شود. بنابراین، وظایف آن تنها به انجام این هدف خلاصه می‌شود و به همین دلیل بر آن عنوان ناقل با هدف خاص (SPV) Special Purpose Vehicle، شرکت با هدف خاص (SPC) Special Purpose Company و یا نهاد/موجودیت با تعهد خاص (SPE) Special Purpose Entity اطلاق می‌شود. در سازمان بورس ایران به آن **شرکت واسط** نیز می‌گویند.

۳. **دارایی‌ها** معمولاً تعهداتی مبنی بر پرداخت حساب‌ها و یا مطالبات قابل وصولی هستند که توسط بدهکاران به مؤسسه بانی تعهد شده‌اند که در این مقاله از آنها عموماً تحت عنوان «مطالبات» یاد می‌شود.

۴. یعنی به طور استاندارد بتوان آنها را با هم ادغام نمود، برای مثال وام‌های خرید مسکن که طی عقود اجاره به شرط تملیک و یا فروش اقساطی پرداخت می‌شوند و به راحتی قابل دسته بندی هستند.

۵. این مؤسسه از لحاظ قانونی مستقل از بانی به شمار می‌رود و از آنجایی که فعالیت این نهاد به انتشار اوراق بهادار محدود می‌شود، نمی‌تواند هیچ

گونه دارایی یا بدهی عمده دیگری داشته باشد که منجر به ایجاد ریسک ورشکستگی برای آن شود.

- هدف اصلی سرمایه‌گذارانی که اقدام به خرید اوراق بهادار منتشرشده توسط مؤسسه واسط می‌کنند، دریافت سود و منافع اوراق مزبور به صرف نظر از اعتبار بانک یا مؤسسه فروشنده مطالبات است.

- انتقال مالکیت مطالبات توسط بانی که آغازگر عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن به پشتوانه این اسناد مدیونیت است، وی را قادر می‌سازد که طی مدت زمانی کوتاه و پیش از فرارسیدن اجل مطالباتش، با واگذاری آنها به مؤسسه واسط- آن هم با تحمل هزینه‌ای کمتر از فرضی که مباشرت به انتشار اوراق بهادار و عرضه آن برای پذیرهنویسی و وصول عواید و سایر عملیات مرتبط با آن می‌توانست برایش در پی داشته باشد- بر جریان نقدینگی و تنوع منابع تأمین مالی خویش بیفزاید.

- لزوم توافق صریح و دقیق بانی و واسط بر وفق دادن میان تاریخ سررسیدهای مطالبات قابل وصول از بدهکاران و تاریخ استحقاق سرمایه‌گذاران بر عواید اوراق بهادار ناشی از مطالبات مزبور.

- لزوم توجه اطراف عملیات تبدیل به اوراق بهادار در وفق دادن میان ارزش سود تعیین شده بر مطالبات اصلی و ارزش سود مقررشده بر اوراق بهاداری که در مالکیت سرمایه‌گذاران است. با عنایت به موارد فوق‌الذکر، وجود ارکان اساسی ذیل در عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن لازم است:

۱. وجود رابطه مدیونیت میان بانی وام‌دهنده و (بدهکار) وام‌گیرنده؛

۲. تمایل بانی (وام‌دهنده) در از بین بردن این مطالبات از طریق انتقال آن به شخص دیگر؛

۳. اقدام انتقال‌گیرنده مطالبات (محال الیه (واسط)) به انتشار اوراق بهادار قابل داد و ستد در بازار بورس؛

۴. اوراق بهادار جدید دارای تضمینات عینی یا تضمینات مالی با جریان نقدی آتی قابل پیش‌بینی باشند؛

۵. لزوم وجود سرمایه‌گذارانی که به خریداری اوراق بهاداری که واسط اقدام به انتشار و وصول عواید آن در سررسیدهای مقرر می‌نماید، رغبت داشته باشند.

نهادهای حقوقی مختلف انتقال مالکیت دارایی‌ها (مطالبات) به مؤسسه واسط (SPV)

در عمل و در اغلب نظام‌های حقوقی، انتقال مالکیت مطالبات از بانک بانی به مؤسسه واسط طی دو نهاد حقوقی حواله و تبدیل تعهد انجام می‌شود. علاوه بر این دو روش، برخی از بانک‌های انگلیسی- آمریکایی شیوه سوم را - که مختص نظام حقوقی

دارد به یکی از سه طریق ذیل می‌تواند عمل کند: اقدام به پذیرهنویسی برای سهام جدید به هدف افزایش سرمایه یا روی آوردن به استقراض از سایر بانک‌ها و یا در نهایت اقدام به انتشار اوراق قرضه برای پذیرهنویسی عموم سرمایه‌گذاران که به عنوان یک وام گروهی (جمعی) همراه با سود ثابت و در سر رسیده‌های طولانی مدت است. (فتحی عثمان، ۲۰۰۲: ۳۰)

سهامداران بانک برای احتراز از تقسیم سود با سهامداران جدید امری که شیوه نخست به دنبال دارد و همچنین برای اجتناب از بار فشار بهره بالا و یا سرسیدهای کوتاه‌مدت برای بازپرداخت وام‌های بانکی که شیوه دوم به همراه دارد، تبدیل به اوراق بهادارسازی را بر دو روش دیگر ترجیح می‌دهند. (همان) طلبکاران در درجه نخست برای استیفای مطالبات خود، بر قدرت اعتباری بانک حساب می‌کنند و لذا هرگونه خللی که بر موقعیت اعتباری بانک وارد می‌شود و یا ممکن است ریسک ورشکستگی آن را در پی داشته باشد، می‌تواند به معنی عجز بانک از ایفای این مطالبات و یا حداقل منجر به تأخیر ایفا تا سررسیدهای نامشخصی شود.

با اشاره به نکات فوق، مزیت روی آوردن بانک‌ها به تبدیل به اوراق بهادار کردن جهت تأمین اعتبار که مبتنی بر جداسازی منبع ایفای مطالبات و اصل مبلغ مطالبات از دارایی بانک است، روشن می‌شود، اما چگونگی اجرای این عملیات را این‌گونه می‌توان خلاصه کرد:

- بانک اقدام به فروش برخی از مطالبات تضمین شده خود با قیمت نازل‌تری به یک مؤسسه واسط می‌کند. این مطالبات در ذمه این نهاد، که غالباً یک بانک متخصص در این فعالیت بوده و موسوم به مؤسسه واسط (SPV) است، منتقل می‌شوند و بدین ترتیب از ریسک ورشکستگی بانک بانی به دور می‌مانند.

- این دارایی‌ها معمولاً به شکل مطالبات قابل وصول با پشتوانه وام رهنی یا املاک و مستغلات، از مجموعه‌ای از مشتریان بانک که غالباً از دریافت‌کنندگان تسهیلات (وام گیرندگان) هستند می‌باشند، اسناد بیانگر مدیونیت آنها به بانک به همراه تضمینات آن به مؤسسه متخصص موسوم به (SPV) منتقل می‌شوند.

- مؤسسه واسط اوراق بهاداری را به هدف تأمین نقدینگی برای خرید مطالبات مزبور منتشر می‌کند و به همین جهت است که گاهی عنوان ناشر نیز بر آن اطلاق می‌شود. این مؤسسه اغلب برای تأمین مالی مزبور، به استقراض بانکی روی می‌آورد، با مراعات این امر که سرسید ایفای اصل مطالبات و منافع آن توسط بدهکاران قبل یا مقارن با سرسید ایفای قروض بانکی این مؤسسه باشد. (Kendall & Fishman, 1996: 35)

حق (دین/طلب) مورد حواله با تمامی تضمینات و اوصاف و دفاعیات و توابع آن به محال علیه منتقل می‌شود.

با این حال در عمل بسیاری از بدهکاران (گیرندگان تسهیلات) یا ضامین اقدام به وضع شروط محدودکننده‌ای در راه حواله دیون رهنی یا هر دارایی دیگری که پشتوانه دیون مورد حواله قرار گرفته، می‌نمایند؛ امری که طرفین عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن در صورت انتخاب نهاد حواله برای انتقال مطالبات قابل وصول باید آن را مد نظر قرار دهند. (فتحی عثمان، ۲۰۰۲: ۱۴۶)

مطالبات - یا هر تضمین دیگر ناظر به دارایی‌های محل تبدیل به اوراق بهادارکردن که از طریق حواله منتقل می‌شود - ممکن است متضمن نرخ بهره متغیر باشد، امری که به عنوان عامل جذب سرمایه‌گذاران در اوراق بهادار برای واسطه به شمار می‌رود. در چنین فرضی اگر طرفین تبدیل به اوراق بهادارسازی کماکان مایل به انتقال دارایی از طریق حواله باشند، باید بر یک حداقل نرخ سود توافق نموده و از آن حد پایین‌تر نروند تا بدین‌وسیله ایفای منافع (سود) و مخارج مهم سرمایه‌گذاران و ناشر تضمین شود. رویه بانکی در زمینه رهن املاک در بریتانیا نیز به همین سمت است. (Baums & Wymeersch, 1996: 111-114)

۱-۱. انتقال قانونی (مالکیت) و انتقال انصافی^۱ (حق انتفاع) دارایی

لازم به ذکر است که بسیاری از نظام‌های حقوقی انگلیسی - آمریکایی (کامن لا) میان دو حالت انتقال مالکیت قانونی^۲ که متضمن انتقال حق انتفاع و تصرف است که گاهی مالکیت تام یا کامل^۳ نیز نامیده می‌شود و انتقال انصافی (حق انتفاع) تمایز قائل می‌شوند. (فتحی عثمان، ۲۰۰۲: ۱۴۹)

1. Title in Equity

۲. Legal Title یا Legal Ownership: مالکیت قانونی، مالکیت شناخته‌شده و قابل اجرا در محاکم قانونی یا مالکیتی از لحاظ حق مالکیت و تصاحب در ظاهر کامل است، ولی شامل منافع اموال نمی‌شود و شخص دیگری می‌تواند برای انتفاع از آن ذینفع باشد. مالکیت قانونی در مقابل مالکیت ناشی از حقوق انصاف در نظام حقوقی عرفی. همچنین عنوان مالکیت که لزوماً منطبق با مالکیت ثبت شده و مستند قانونی (Title of Record یا Record Title) نیست و مالکیت در ظاهر درست و صحیح است. (آقایی، بهمن، ۱۳۸۸) فرهنگ حقوقی بهمن بر اساس Black's Law Dictionary، ج ۲، تهران: کتابخانه گنج دانش).

3. Perfect Title

کشورشان است - اتباع می‌کنند، این شیوه موسوم به «مشارکت فرعی» است که در ذیل مشروحاً به تحلیل این سه شیوه خواهیم پرداخت.

۱. انتقال دارایی‌ها در قالب حواله

حواله حق، توافقی است که به مقتضای آن طلبکار (محبیل)، حقی را که بر ذمه بدهکار خود (محال علیه) دارد به شخص دیگری (محتال) منتقل می‌کند که بدین ترتیب این شخص جانشین طلبکار اصلی در طلب مزبور می‌شود.

مطابق ماده ۳۰۳ از قانون مدنی مصر، اصل بر این است که حق شخصی یا همان طلب به صرف‌نظر از منشأ آن قابل حواله است، اعم از اینکه حق مزبور منجز، معلق بر شرط، مؤجل و یا حقی باشد که در آینده ایجاد می‌شود. بنابراین، این قاعده تا زمانی که یک نص صریح قانونی که حواله را منع کند موجود نباشد، پابرجاست؛ البته به استثنای فرض‌هایی که موضوع حواله حقوقی متکی بر شخصیت طلبکار است و یا در فرضی که طرفین توافق بر عدم حواله کرده باشند. این حواله در حق بدهکار نافذ نخواهد بود، مگر با قبول بدهکار یا با اعلان وقوع آن. لازم به ذکر است که حواله در فرض قبول آن توسط بدهکار، زمانی در مقابل ثالث قابل استناد است که تاریخ آن قبول معین باشد.

مطابق دیدگاهی در حقوق انگلیس (Borrows and Austin, 1996: 14) در فرض توافق طرفین عملیات تبدیل به اوراق بهادارکردن، مبنی بر انتقال دارایی از طریق حواله، مراعات یک دسته از قواعد اصولی به شرح ذیل ضروری است:

۱. لزوم اطمینان از عدم وجود هرگونه اسناد مرتبط با دارایی‌های موضوع عملیات تبدیل به اوراق بهادارسازی که حاوی قید یا شرط مانع حواله باشد، بنابراین، بدین منظور باید از سررسیدهای دیون و شروط مرتبط با آن اطمینان حاصل کرد؛

۲. دارایی‌های موضوع تبدیل به اوراق بهادار مطابق نظام

حقوقی صالح قابل حواله باشند؛

۳. ضرورت بررسی وجود شرط مبنی بر لزوم موافقت بدهکار بر حواله یا عدم آن در نظام حقوقی حاکم؛ به ویژه اگر نص‌های مزبور حاوی عباراتی مناقشه‌پذیر باشد، با در نظر گرفتن این امر که آیا در نتیجه توافق‌های صورت گرفته نسبت به دارایی‌های مزبور، تعهداتی بر عهده بانک بانی قرار می‌گیرد؛ یعنی اگر توافقات مزبور موجب تعهدات دوجانبه باشد، در این صورت وقوع حواله منوط به رضایت بدهکار می‌شود؛

۴. اگر مشخص شود قیود و موانعی بر سر راه بانی برای حواله موجود نیست، در این صورت به محض انعقاد عقد حواله،

بدهکار در ایفای در وجه بانک بانی از اهمیت بسزایی برخوردار است. به علاوه تخلف از شرط اخطار منجر به تبدیل حواله قانونی به حواله انصافی خواهد شد و در نهایت اینکه اخطار بدهکار از وقوع حواله، مانع تمسک وی به تهاوت در برابر محیل خواهد شد. (Creswell & PH Wood, 1982: 377) ضرورت اعلام به بدهکار، به منظور ایفا در وجه واسط به عنوان دائن جدید است و اینکه از ایفای مجدد همان حق جلوگیری شود.

۲. انتقال دارایی از طریق تبدیل تعهد

اگر حواله وسیله‌ای برای انتقال حق (دین) از بانی به واسط باشد، تبدیل تعهد یکی از مهم‌ترین اسباب انقضای آن حق از جانب بانی و ایجاد حق جایگزین جدید برای واسط به شمار می‌رود. قانونگذار مصری در ماده ۱/۳۵۴ قانون مدنی جهت تحقق تبدیل تعهد شرط کرده که یا صراحتاً بر آن توافق شود یا اینکه بتوان از اوضاع و احوال به وقوع آن پی برد و نمی‌توان وجود آن را مفروض شمرد.

مطابق ماده ۳۵۲ از همان قانون، تبدیل تعهد واقع می‌شود به اعتبار تبدیل موضوع تعهد، بدهکار و یا طلبکار. در عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی، بدون شک ما در برابر سومین فرض که تبدیل تعهد به اعتبار تبدیل طلبکار است و در آن واسط جانشین بانی می‌شود، قرار داریم. برای تحقق این حالت از تبدیل تعهد، رضایت بدهکار از یک سو و توافق بانک بانی و ناشر از جهت دیگر ضروری است تا ناشر، طلبکار جدید شود و مقتضی تبدیل تعهد، از بین رفتن تعهد سابق بدهکار با تمامی توابع آن و ایجاد یک تعهد جدید و جایگزین است که جز با از میان رفتن تعهد سابق محقق نمی‌شود. تضمینات تعهد سابق به تعهد جدید منتقل نمی‌شود، مگر در صورت تصریح قانون یا توافق اطراف و یا اینکه بتوان از اوضاع و احوال به قصد طرفین بر وجود آن پی برد و تضمینات عینی که بدهکار در تعهد اصلی ارائه داده در صورتی ابقا خواهند شد که بدهکار، بانی و واسط بر بقای آن توافق نمایند. (م ۳۵۷ قانون مدنی مصر) تضمینات شخصی تعهد سابق، همچون ضمانت یا کفالت، به تعهد جدید منتقل نمی‌شوند، مگر در صورت رضایت ضامنین و کفیل‌ها. (م ۳۵۸ قانون مدنی مصر) بنابراین حواله حق در حقوق مصر به عنوان وسیله‌ای برای انتقال مطالبات، از تبدیل تعهد متمایز است؛ زیرا حواله به توافق بانی (محیل) و واسط (محتال) و بدون رضایت بدهکار واقع می‌شود. علاوه بر این، حق مزبور با تمامی تضمینات خود از قبیل رهن و کفالت به عنوان توابع همان منتقل می‌شود، در

سؤالی که ممکن است در رابطه با مطالبات موضوع حواله مطرح شود این است که آیا مالکیت قانونی یا کامل این مطالبات به ناشر منتقل می‌شود یا آنچه واگذار می‌شود صرفاً حق انتفاع است که در فرض اخیر بانی صرفاً سند انصافی حق انتفاع به واسط اعطا می‌کند.

انتقال مالکیت قانونی یا مالکیت تام دارایی به مؤسسه واسط در این دسته از نظام‌های حقوقی قاعدتاً تضمینی قوی‌تر از سند انصافی حق انتفاع دارایی به شمار می‌رود؛ به ویژه در فرضی که ملائت بانک بانی مورد تردید بوده یا احتمال ورشکستی آن وجود داشته باشد. با این حال در عمل، تمایل اغلب بانک‌ها در بازار تبدیل به اوراق بهادار، به اکتفا نمودن بر اعطای سند انصافی حق انتفاع از دارایی است. (همان)

۲-۱. اخطار بدهکار از وقوع حواله Notice

حائز اهمیت است که مؤسسه واسط (ناشر / SPV) بدهکار را از وقوع حواله مطلع سازد، اعم از اینکه حواله مزبور قانونی یا انصافی^۱ باشد؛ زیرا اگر بدهکار از وقوع حواله مطلع نشود، به ایفای دین در وجه بانک بانی ادامه خواهد داد و در این صورت اگر بانی دین استیفا شده از بدهکار را در نتیجه اشتباه یا تقلب به واسط نپردازد، نمی‌توان بدهکار را ملزم به ایفای مجدد به این مؤسسه کرد. (همان)

در اغلب قانونگذاری‌ها حواله به دو نوع قانونی و انصافی تقسیم می‌شود. از جمله حقوق انگلیس که در ماده ۱/۳۶ از قانون احکام مالکیت مصوب سال ۱۹۲۵ شرایط حواله قانونی به ترتیب ذیل مقرر داشته است. (همان)

- حواله دست‌نوشته محیل باشد؛
 - محل حواله دین یا هر منقول دیگری باشد؛
 - تسلیم اخطار صریح و کتبی به بدهکار (یا امینی که دین در نزد او به امانت گذاشته شده است).
- بدین معنی که در صورت غیاب هر یک از شروط سه‌گانه مطابق قانون انگلیس، حواله مزبور به حواله انصافی تبدیل می‌شود که در اثر آن محتال (واسط/ ناشر) برای استیفای حق خود نمی‌تواند مستقلاً بر بدهکار اقامه دعوی کند، بلکه محیل نیز باید به همراه او وارد دعوی شود.
- شرط اخطار به بدهکار - به ویژه در حقوق انگلیس - آن هم همان‌گونه که پیشتر اشاره شد، به هدف جلوگیری از استمرار

به مقتضی این توافق، بانک مشارکت‌کننده - که در تبدیل به اوراق بهادار کردن، واسط SPV وظیفه آن را ایفا می‌کند، مبلغی را به بانی در ازای مطالبات اعطا می‌کند، مشروط بر اینکه بانی در سررسید و پس از استیفای مبلغی معادل از بدهکار - که غالباً وام‌گیرنده است - اصل اعتبار مزبور و منافع آن را به بانک مشارکت‌کننده مسترد کند. مطابق این مکانیسم، در فرض عدم ایفای دین از جانب بدهکار به بانی، بانک مشارکت‌کننده - واسط - حق رجوع به بانی نسبت به اعتبار اعطا شده را نخواهد داشت. (Reade Ryan, 1984)

برخلاف حواله و تبدیل تعهد که شرایط روابط میان محال الیه، طلبکار جدید و بدهکار، معین و مشخص است، از انتقادات وارده به نهاد مشارکت فرعی، فقدان هرگونه رابطه قراردادی میان بانک مشارکت‌کننده و بدهکار است که دارای آثار ذیل است (فتوحی عثمان، ۲۰۰۲: ۱۶۶-۱۷۱):

نخست: بانک مشارکت‌کننده (SPV) فاقد هرگونه حق انتفاع بر دین موضوع تبدیل به اوراق بهادار کردن است و اگر دین مزبور ناشی از قرض باشد، SPV از هیچ کدام از حقوق بانک بانی که از توافق «تسهیلات قروض» نشأت گرفته‌اند، برخوردار نمی‌شود.

دوم: در صورت تأخیر بدهکار - غالباً وام‌گیرنده - در ایفای دین و فواید آن در سررسید تعیین شده در قرارداد میان او و بانک بانی، بانک مشارکت‌کننده امکان اقامه دعوی مطالبه علیه این بدهکار را نخواهد داشت و این مؤسسه، به ویژه در حقوق انگلیس چاره‌ای جز اعتماد کردن به بانک بانی برای اقامه دعوی استرداد علیه بدهکار مزبور و در انتظار نتیجه نشستن را نخواهد داشت.

با این حال رویه معمول بانک‌ها این‌گونه است که مؤسسه مشارکت‌کننده امکان اتخاذ اقدامات مؤثر در روند دعوی را داشته باشد. همچنین این مؤسسه از حق اعتراض (Veto) نسبت به هرگونه اقدامات و تصرفات بانی در این زمینه برخوردار باشد تا بدین وسیله بانی پیش از اتخاذ هر تصمیم یا اقدام، به ویژه در زمینه اعطای تسهیلات بیشتر به بدهکاران، از جمله تمدید سررسید دین یا کاهش نرخ بهره آن، با این مؤسسه به مشورت بپردازد. (Maurice, 1987: 42)

سوم: احتمال دچار شدن بانک یا مؤسسه مشارکت‌کننده به ریسک اعتباری مضاعف که می‌توان آن را به نحو ذیل تفصیل نمود:

حالی که تبدیل تعهد بر انقضای تعهد اصلی و ایجاد تعهد جدید جایگزین مبتنی است و تضمینات ارائه‌شده از جانب بدهکار یا ثالث برای دین سابق به تعهد جدید منتقل نمی‌شود، مگر در صورت اشتراط.

در نظام حقوقی انگلیس تقریباً از همان قواعد سابق‌الذکر حقوق مصر تبعیت می‌شود، جز اینکه مانع اساسی انتقال دارایی‌ها از طریق تبدیل تعهد برای تبدیل به اوراق بهادار مطابق حقوق انگلیس، لزوم توافق تمامی اطراف تبدیل تعهد بر تغییر طلبکار است و از آنجایی که سیستم تبدیل به اوراق بهادار کردن اغلب مبتنی بر تجمیع مطالبات ناشی از وام‌های همگن است، این امر مستلزم توافق شمار زیادی از بدهکاران با طلبکار سابق (بانی) و دائن جدید (واسط) می‌باشد، امری که نوعی محدودیت بر سر راه بانک‌ها در اتخاذ این شیوه از انتقال ایجاد کرده است. (Rendell, 1983: 12)

به‌رغم مزایایی که نهاد تبدیل تعهد به عنوان شیوه واگذاری مطالبات به واسط دارد، این شیوه می‌تواند متضمن محدودیت‌هایی نیز باشد، از جمله انتقادات وارده به این نهاد این است که موفقیت تبدیل تعهد به عنوان شیوه انتقال دارایی - های موضوع تبدیل به اوراق بهادار کردن به نحو اساسی بسته به این است که دیون مزبور وام بانکی باشند، ولی در عمل بخش اعظم معاملات تبدیل به اوراق بهادار کردن معمولاً علاوه بر وام‌های بانکی متضمن مجموعه‌های گسترده و متنوعی از دارایی است و از جهتی بسیاری از بانک‌های متمایل بر تبدیل به اوراق بهادار کردن، رغبتی در وارد کردن طرف ثالثی (اعم از SPV یا شخص دیگری) در روابط میان خود و مشتریانشان ندارند. (فتوحی عثمان، ۲۰۰۲: ۱۶۳)

۳. مشارکت فرعی^۱

مشارکت فرعی سومین شیوه شناخته‌شده برای انتقال مالکیت دارایی‌ها از بانک بانی به ناشر جهت تبدیل به اوراق بهادار است. این نهاد مختص نظام های حقوقی انگلیسی-آمریکایی (کامن‌لا) و نوعی توافق تأمین اعتباری است که میان بانک بانی و بانک دیگری موسوم به بانک مشارکت‌کننده صورت می‌پذیرد.

۱. Sub-Partnership: شراکت فرعی. این نوع شراکت در واقع باعث شراکت عملی در کار تجاری نمی‌شود، بلکه یک نفر که خود حالت شریک دارد، فرد دیگری را در منافع یا زیان کار دخیل و سهیم نماید. (آقایی، بهمن، ۱۳۸۸)

بانی، به مؤسسه واسط است. به همین دلیل معمولاً مؤسسات واسط، از انجام هر نوع فعالیت دیگر، جز آنچه که ارتباط تنگاتنگی با عملیات تبدیل دارایی به اوراق بهادار دارد، ممنوع می‌باشند. تا بدین‌وسیله جریان نقدینگی این مؤسسات از تأثیر چنین فعالیت‌هایی محفوظ بماند. (فتوحی عثمان، ۲۰۰۲: ۲۴۱)

جداسازی بانی و واسط از یکدیگر برای تضمین اینکه مالکیت مطالبات قابل وصول محل عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن، به طور مؤثر از بانی به واسط انتقال یابند، ضروری است. با توجه به اینکه عرف و رویه بانکی در عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن بر این است که اداره مطالبات محل عملیات تبدیل با بانی باقی بماند، در این فرض دور کردن ریسک ورشکستگی و توقف بانی از واسط، محقق نمی‌شود مگر با حصول این اطمینان که مالکیت مطالبات مزبور به نحو مؤثر به واسط منتقل شده‌اند، عملی که در حقوق کامن لا از آن معمولاً تحت عنوان بیع "Sale" یاد می‌شود که به صرف‌نظر از قالبی که چنین انتقالی طی آن صورت می‌گیرد (اعم از حواله، تبدیل تعهد و یا مشارکت فرعی)، بیع حقیقی محسوب می‌شود. (همان: ۲۴۳)

بدین ترتیب مراد از بیع در این فرض از منظر حقوقی، بیعی است که اثر آن انتقال موضوع توافق از ذمه یک شخص به ذمه شخص دیگر به صرف‌نظر از عناوین مختلف آن در نظام‌های حقوقی است و وجه تسمیه بیع حقیقی برای تمایز این انتقال از سایر بیع‌های مشابه که با اهداف خاصی انجام می‌شوند. به همین دلیل ضروری است که هدف از انتقال اسناد مزبور، جلوگیری از امتداد آثار ورشکستگی بانی بر واسط یا به تعبیر برخی از حقوقدانان «بیع با مقاصد انتقال ورشکستگی»^۱ باشد، امری که باید از عبارات و سیاق توافق مبرم میان بانی و واسط استنباط شود؛ زیرا عدم وضوح چنین قصدی، ممکن است این تصور را ایجاد کند که توافق مزبور نوعی پیش پرداخت اعتبار یا وجوه به پشتوانه اسناد مدیونیت بوده و نه بیع مطالبات. (Schwarcz, 1990: 729)

۲-۲. معیارهای پیشنهادی برای تشخیص حقیقی بودن بیع در انتقال دارایی (مطالبات)

با روشن شدن اهمیت تبیین ماهیت حقوقی انتقال مطالبات از بانی به واسط و ضرورت تفکیک میان فرضی که انتقال حقیقی

۱- در فرض ورشکسته شدن بانی، مطالبات وصول شده از بدهکاران در جریان اقدامات تصفیه، به پرداخت مطالبات بانک مشارکت‌کننده تخصیص نخواهند یافت، بلکه برای پرداخت مطالبات هیئت عمومی طلبکاران منظور خواهد شد.

۲- ورشکستگی یا اعسار بدهکار می‌تواند منجر به تأخیر در وصول یا عدم امکان وصول مطالبات بانی شود، امری که به نوبه خود و به دلیل عدم وجود رابطه قراردادی میان مؤسسه مشارکت‌کننده و بدهکاران بانی، این مؤسسه را در معرض خطر جدی اعتباری قرار می‌دهد.

تقلیل اثرات ورشکستگی بانی بر عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن

۱. دور کردن خطر ورشکستگی از مؤسسه واسط (SPV)

در شرح مکانیسم تبدیل به اوراق بهادار کردن به ضرورت و اهمیت خروج مطالبات از دارایی بانی اشاره کردیم، آن هم از طریق فروش این دارایی‌ها به مؤسسه واسط، تا بدین‌وسیله مطالبات مزبور داخل در دارایی واسط شود تا در نتیجه در فرض ورشکستگی بانی، از جریانات تصفیه در امان بمانند. در واقع می‌توان گفت انتقال مالکیت دارایی‌های محل عملیات تبدیل به اوراق بهادار از طریق بیع، بهترین شیوه جهت جلب اطمینان مؤسسه واسط و پذیره‌نویسان اوراق بهادار صادره از این مؤسسه خواهد بود.

۲. ضرورت انتقال مطالبات از طریق بیع حقیقی

ابتدا ضروری است که میان فرض انتقال دارایی به مؤسسه واسط از طریق بیع حقیقی و میان واگذاری که مؤسسه بانی در ازای اخذ قرض از مؤسسه واسط انجام می‌دهد، تفکیک قائل شویم و سپس به مهم‌ترین معیارهایی که حقوقدانان برای حقیقی تلقی کردن بیع مزبور و تمایز آن از سایر انتقالات ارائه داده‌اند، خواهیم پرداخت:

۱-۲. بیع حقیقی و قرض تضمین‌شده

از مفاهیم مبنایی در عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن، ضرورت مصونیت مؤسسه واسط از ریسک توقف و ورشکستگی مؤسسه بانی است.

حائز اهمیت است که مؤسسه واسط از ریسک ورشکستگی احتمالی بانی مصون بماند، آن هم برای پرهیز از انتقال مسئولیت تعهدات خارج از چارچوب تبدیل به اوراق بهادار کردن

1. A Sale for Bankruptcy Purposes

سوم: استحقاق مازاد و عواید مطالبات

مطابق رویه حقوق کامن لا، تخصیص دادن هرگونه عواید مازاد خارج از چارچوب توافق به بانی که از مطالبات مورد انتقال ناشی می‌شوند، نشانه روشنی است که ماهیت توافق وام تضمین شده است و برعکس اگر طی قرارداد توافق شود که واسط پس از وصول حقوق سرمایه‌گذاران، حق استیفای هرگونه عواید مازاد مطالبات را، به حساب خود داشته باشد و یا اینکه بانی از هر گونه افزایش در ارزش دارایی‌ها محروم بماند، این امر انتقال مزبور را به بیع حقیقی نزدیک‌تر می‌کند. (فتحی عثمان، ۲۰۰۲: ۲۵۵)

چهارم: مکانیسم تعیین قیمت

دریافت قیمت اسناد مدیونیت پیش از سررسیدها-همان‌طور که پیش از این اشاره کردیم- دارای مزایای فراوانی برای بانی است. از جهت دیگر خرید این مطالبات با قیمت اسمی آنها، برای واسط ایجاد انگیزه نمی‌کند. در عمل مؤسسات مزبور اقدام به خرید مطالبات در ازای ثمن معین و با یک تنزیل ثابت می‌نمایند، امری که معامله را به «بیع حقیقی» نزدیک می‌کند.

از جهت دیگر چنانچه اعتبار اعطاشده از جانب واسط در توافق، بسان برخی از عقود تجاری، بر مبنای شاخص سود متغیر تعیین شده باشد، ما -غالباً- در مقابل «قرض تضمین شده» قرار داریم و نه «بیع حقیقی». (همان: ۲۵۶)

پنجم: قصد طرفین عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن

مراد از این مورد احراز قصد واقعی طرفین توافق است، امری که با بررسی نص قرارداد و نیز با رجوع به دفاتر بانک و واسط و آن دسته از اظهارات مالیاتی آنها - که صحت و دقت آنها متیقن باشد- امکان‌پذیر است. همچنین ممکن است خود طرفین صراحتاً در توافق وصف «پشتوانه دین» را استعمال کرده و یا از معامله مزبور به عنوان «وسیله تضمین» و یا بر عکس «بیع حقیقی» تعبیر کرده باشند.

ششم: اختلاط یا ادغام مبالغ دریافتنی (وصول شده) با دارایی بانک بانی

همان‌طور که پیش از این اشاره شد رویه غالب در عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن این‌گونه است که وصول مطالبات

- با مقاصد انتقال ورشکستگی- است و میان حالتی که واگذاری غیرناقل ملکیت و صرفاً در ازای اخذ قرض تضمین شده انجام می‌گیرد، حقوقدانان معیارهای متعدد و مختلفی برای تمیز این دو نوع انتقال از یکدیگر ارائه داده‌اند که به صرف نظر از تنوع آنها، همگی در یک چارچوب کلی مشترک هستند و آن هم بررسی اینکه بانی چه مقدار عملاً در ریسک‌های اقتصادی آتی و نیز در منافع مطالباتی که ادعای فروش آنها را دارد، سهیم است و متقابلاً اینکه آیا مؤسسه واسط در ریسک و فواید مزبور شریک است یا خیر که به صورت اجمالی به مهم-ترین این معیارها می‌پردازیم:

نخست: دامنه حق رجوع

مراد از این معیار بررسی دامنه امکان رجوع واسط به بانی برای استیفای حقوق ناشی از مطالبات مورد انتقال است. طبعاً هر اندازه دامنه این رجوع گسترده‌تر باشد، فرض حقیقی نبودن بیع مطالبات مذکور را برای محکمه تقویت می‌کند. با این حال هر حق رجوعی به معنی نفی وقوع بیع حقیقی نیست، بلکه در این راستا باید به بررسی ماهیت این رجوع و نیز آثار آن بر اطراف عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن پرداخت. (فتحی عثمان، ۲۰۰۲: ۲۵۰)

به عنوان مثال، اگر طی توافق، بانی تعهد نماید که مطالبات محل فروش، عاری از هرگونه موانع و محدودیت در انتقال است و جبران هر خسارتی که در فرض اخلاص به این تعهد به مؤسسه واسط وارد می‌شود را تضمین نماید. چنین تعهد و تضمینی ناظر به تضمین وصول مطالبات واگذار شده به واسط در سررسیدهای مقرر نبوده، بلکه بیانگر انتقال مالکیت مطالبات به واسط و به مقاصد مربوط به ورشکستگی یا همان «بیع حقیقی» است. (Smallman & Selby, 1995: 146)

دوم: حق بانک بانی در استرداد مبالغ قابل وصول

به نظر می‌رسد که این معیار نیز باید با توجه به سیاق قرارداد و توافق طرفین بررسی شود و چنانچه واسط در برابر این حق بانی، اختیار رد نداشته باشد، وجوهی که بانی برای اعمال حق استرداد یا بازخرید به این مؤسسه اعطا می‌کند، به جبران خسارت نزدیک-تر می‌شود تا ثمن. در این صورت توافق انتقال مطالبات، به قرارداد قرض تضمین شده نزدیک‌تر می‌شود تا عقد بیع.

- سیستم عاملیت، ریسک وصول مطالبات تجاری را از بازار تجاری به بازار بانکداری منتقل می‌کند، در حالی که عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن این ریسک را از بازار بانکداری به بازار سرمایه منتقل می‌کند.

- در سیستم عاملیت، عامل در مقابل مشتری (بدهکار)، طلبکار جدید می‌شود و بنابراین دین به همراه تمامی توابع از جمله منافع و اقساط آن به وی منتقل می‌شوند و طلبکار اصلی (صاحب اولیه صورت حساب‌ها) حق مطالبه هیچ یک از آنها را نخواهد داشت. در حالی که در عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن، مؤسسه واگذارکننده در جریان توافق، (اجرای عقد) حق مطالبه بخشی از فواید مالی برآمده از دیون مزبور را خواهد داشت.

با توجه به اختلافات جوهری فوق‌الذکر میان این دو سیستم، هم نظر قائل بر مطابقت عقد عاملیت و تبدیل به اوراق بهادار کردن و هم نظری که عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن دیون تجاری را یک نوع پیشرفته‌تر از عاملیت تجاری می‌داند، قابل رد هستند.

بررسی امکان اجرای عملیات تبدیل به اوراق بهادار بر مطالبات موضوع عقد عاملیت تجاری (فاکتورینگ)

با روشن شدن وجوه افتراق دو سیستم عاملیت و تبدیل به اوراق بهادار کردن به عنوان دو مکانیسم مشابه در ظاهر ولی متمایز در عمل، پرسشی که پی پاسخگویی آن هستیم، امکان در هم آمیختن این دو سیستم، یا به تعبیری دقیق‌تر قابلیت واگذاری مجدد دیون خریداری شده توسط عامل به مؤسسه تبدیل به اوراق بهادار کردن و اقدام این اخیر به صادر کردن اسناد یا سهامی به پشتوانه این دیون و یا تبدیل کردن آنها به اوراق بهادار قابل داد و ستد در بازار سرمایه است.

نخستین مسئله‌ای که با آن مواجه می‌شویم، قابلیت‌سنجی دیون تجاری موضوع عقد عاملیت در تبدیل شدن به اوراق بهادار قابل داد و ستد در بازار بورس یا سرمایه است و اینکه مؤسسه عاملیت تا چه اندازه از شرایط قانونی لازم برای واگذاری مجدد دیون به قصد تبدیل آنها به اوراق بهادار، برخوردار است و دیگر اینکه تا چه مقدار سیستم تبدیل به اوراق بهادار کردن با ماهیت دیون خریداری شده طی عقد فاکتورینگ سازگاری دارد.

حال برای تبیین امکان تبدیل مطالبات موضوع عقد عاملیت به اوراق بهادار، یعنی انتقال مجدد این حقوق (دیون) از بازار بانکداری - که سابقاً و به موجب عقد عاملیت از بازار تجاری به این بازار منتقل شده بودند - به بازار سرمایه، لازم

از بدهکاران، توسط بانی انجام شود، حال چنانچه این وجوه وصول شده مطابق توافق با دارایی‌های مؤسسه بانی ادغام شوند، این احتمال وجود دارد که مؤسسه مزبور در آنها در جهت سرمایه‌گذاری یا اعطای اعتبار و یا ایفای دیون خود و ... تصرف کند. در این صورت، توافق طرفین به قرارداد اعطای قرض تضمین شده نزدیک‌تر می‌شود؛ زیرا اگر واسط چنین اختلاطی را تجویز کند، این امر متناقض با مفهوم بیع خواهد بود.

عاملیت تجاری (فاکتورینگ) و تبدیل به اوراق بهادار کردن

به نظر برخی حقوقدانان عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن، ترکیبی است از عقد عاملیت تجاری (فاکتورینگ) یا همان عمل خرید دیون تجاری موضوع صورت حساب‌های مؤسسات تجاری از سوی مؤسسات مالی متخصص و سپس انتقال مالکیت این حقوق (مطالبات) به مؤسسه اعتباری دیگری که همان مؤسسه تبدیل‌کننده به اوراق بهادار است، می‌باشد تا منتقل‌الیه به پشتوانه این مطالبات اقدام به صدور اوراق بهادار نماید. (الملحم و الکندری، ۲۰۰۴: ۱۴۳)

در حالی که برخی دیگر از حقوقدانان، این دو نهاد تبدیل به اوراق بهادار کردن و خرید دیون تجاری را با هم ادغام می‌کنند، از آن جهت که انتقال صورت حساب‌ها در عاملیت به همانند شیوه مشارکت فرعی در انتقال مالکیت دارایی بانک یا مؤسسه بانی است. (عبدالله، ۱۹۹۵: ۴۵-۴۶)

به‌رغم تشابه ظاهری میان عملیات عاملی و تبدیل به اوراق بهادار کردن بانکی، این دو مکانیسم دارای وجوه اختلاف متعددی هستند که مهم‌ترین آنها را می‌توان در موارد ذیل خلاصه کرد (فتحی عثمان، ۲۰۰۲: ۲۰۳-۲۰۷):

- فعالیت‌ها در عقد عاملیت تجاری (فاکتورینگ) به نحوی اساسی مبتنی بر انتقال مالکیت حقوق (دیون) تجاری از بایع یا طلبکار اصلی به مؤسسه عاملی است. در صورتی که مکانیسم تبدیل به اوراق بهادار کردن، انواع بسیاری از اسناد مدیونیت را پوشش می‌دهد از جمله مطالبات تجاری.

- در عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن، مؤسسه واگذار کننده مطالبات، حق اداره سبد (بسته دیون) را پس از انتقال آن به مؤسسه تبدیل به اوراق بهادار کردن برای خود محفوظ می‌دارد، در حالی که در عقد عاملیت اداره سبد دیون موضوع فاکتورها حتی پس از حلول عامل محل طلبکار اصلی، در اختیار مشتری این مؤسسه (صاحب مطالبات)، باقی می‌ماند.

است به ویژگی‌های دارایی‌های (مطالبات) مزبور بپردازیم.

۱. خصایص دارایی‌های موضوع عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن

دارایی‌های موضوع عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن دارای یک دسته از ویژگی‌هایی هستند که به جذب سرمایه‌گذاران کمک می‌کنند. مهمترین آنها را می‌توان به شرح ذیل خلاصه کرد (همان: ۷۸-۸۰):

- ۱- این دارایی‌ها را می‌توان به دلیل داشتن پشتوانه‌های عینی یا مالی، جهت تسویه معاملات تجاری و غیره استفاده کرد.
- ۲- امکان تقسیم شدن به بخش‌های بسیار کوچک‌تر حین تبدیل به نقدینگی.
- ۳- قابلیت تعیین ارزش نقدی هر کدام از این بخش‌های دارایی‌ها به صورت مستقل در سررسید.
- ۴- امکان بازیابی اصل هزینه‌های سرمایه‌گذاری شده در این دارایی‌های واگذار شده و تبدیل شده.
- ۵- ضرورت انطباق میان تاریخ سررسیدهای مطالبات قابل وصول از بدهکاران و تاریخ استحقاق سرمایه‌گذاران جدید بر عواید اوراق بهادار ناشی از مطالبات مزبور.
- ۶- لزوم داشتن پشتوانه‌های عینی یا پشتوانه مالی با بازدهی ثابت و معین.
- ۷- قابلیت این دارایی‌ها در تبدیل شدن به دارایی‌هایی از نوع دیگر.

پیشرفت روزافزون عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن بانکی و راهیابی آن به بازارهای مختلف تجاری و سرمایه‌گذاری، باعث ایجاد اختلاف نظرها در قانونگذاری‌های مختلف نسبت به دارایی‌ها یا حقوق قابل تبدیل شدن به اوراق بهادار شده است و در این رابطه دو رویکرد مختلف به وجود آمدند (الملحم و الکندری، ۲۰۰۴: ۱۴۳):

رویکرد نخست: تعیین حصری حقوق (دیون) قابل تبدیل به اوراق بهادار کردن

نظر به ریسک بالایی که عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن بانکی در بر دارد، برخی قانونگذاری‌ها اقدام به برشمردن و ذکر حصری دیون قابل تبدیل به اوراق بهادار کردن پرداخته‌اند. از کشورهایی که به همین سمت حرکت کرده کشور شیلی است که قانونگذار این کشور دیون قابل تبدیل به اوراق بهادار کردن را منحصر به موارد معین در آیین‌نامه‌ای که در این

زمینه صادر می‌شود، کرده است و با این شیوه انعطاف بیشتری برای همگامی با تغییرات احتمالی بازار از خود نشان داده است تا بدین وسیله دیونی را که احتمالاً در آیین نامه مذکور نیامده- اند را در آینده مشمول سازد و بدین ترتیب بتواند به صرف اصلاح آیین‌نامه مزبور و مشمول ساختن موارد تازه آنها را قابل تبدیل به اوراق بهادار کردن سازد. (همان)

رویکرد دوم: عدم تعیین حصری دارایی‌ها یا دیون قابل تبدیل به اوراق بهادار کردن

مبنای طرفداران این رویکرد بر اصل آزادی اراده‌ها است و این همان شیوه‌ای است که اغلب قانونگذاری‌ها اتخاذ کرده‌اند.

طرفداران این دیدگاه بر مبنای این توجیه که تبدیل به اوراق بهادار کردن اساساً رابطه‌ای تعاقدی میان دو طرف است که عبارت‌اند از مؤسسه تبدیل به اوراق بهادار کردن و سرمایه‌گذاران و از آنجا که این قرارداد از نوع الحاقی یا تحمیلی نیست؛ بدین معنی که طرف ضعیف‌تری در این توافق یا به نوعی تحمیل شرایط از یکی از طرفین بر دیگری وجود ندارد، لذا قانونگذار بهتر است تعیین دارایی‌های مزبور را به مؤسسات تبدیل به اوراق بهادار کردن سپرده تا سرمایه‌گذاران هر دسته از سهام و اوراق بهادار با پشتوانه این دارایی‌ها را که خود مناسب تشخیص می‌دهند، خریداری نمایند. بر مبنای این رویکرد، اصل و قاعده عام بر این است که تمامی حقوق و دارایی‌ها قابل تبدیل به اوراق بهادار کردن هستند.

بسیاری از قانونگذاری‌ها به ویژه کشورهایی که از سیستم پیشرفته‌تری جهت حمایت دیون و وصول آنها با شیوه‌های ساده‌تر و سریع‌تری برخوردارند، از این شیوه تبعیت می‌کنند. قانونگذار آرژانتینی نیز به نوبه خود اصل آزادی اراده‌ها را در این راستا ملاک عمل قرار داده و اختیار تعیین دارایی‌هایی را که طرفین جهت تبدیل به اوراق بهادار مناسب می‌بینند به خود آنها واگذار کرده است و این قانونگذار صرفاً به حصر استثنائات اکتفا کرده است. (همان: ۱۷۶) لذا مطابق قانون این کشور اصل آن است که تمامی دیون قابل تبدیل به اوراق بهادارسازی هستند جز آنچه قانونگذار صراحتاً استثنا کرده باشد.

لازم به ذکر است به‌رغم اینکه بسیاری از قانونگذاری‌ها از این رویکرد تبعیت می‌کنند، اخذ به این شیوه همیشه مطلق نیست. به عنوان مثال قانونگذار فرانسوی با وجود تعیین حصری دیون قابل تبدیل به اوراق بهادار کردن، مجموعه‌ای از شرایط را برای دیون مزبور برشمرده است. (فتحی عثمان، ۲۰۰۲: ۷۹-۸۰)

در حقوق ایران و با توجه به فقدان نص قانونی در زمینه تعیین حصری دارایی‌های قابل تبدیل به اوراق بهادارسازی می‌توان قائل شد که از همین رویکرد تبعیت شده است. بنابراین، با توجه به انطباق حقوق محل عقد عاملیت با خصیصه‌های اصلی دارایی‌های قابل تبدیل به اوراق بهادار، اصل آزادی اراده‌ها، رجوع به فقه و با در نظر داشتن سیستم بانکی بدون ربا در ایران، می‌توان گفت مطالبات و دارایی‌ها قابل تبدیل به اوراق بهادار هستند. به استثنای آن دسته از دارایی‌های حاصل از معاملاتی همچون سلف که فاقد توجیه فقهی و یا ناشی از قرض‌الحسنه که فاقد توجیه اقتصادی است. (موسویان، ۱۳۸۹: ۸۷-۹۸)

بحث و نتیجه‌گیری

اغلب واگذاری‌های مطالبات به نهاد واسط (SPV) در عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن، عملاً طی سه نهاد حواله حق، تبدیل تعهد (به اعتبار تبدیل دائن) و نهاد موسوم به مشارکت فرعی - که مختص حقوق کشورهای کامن لاس - انجام می‌گیرند. با بررسی این سه نهاد و تبیین مزایا و انتقادات وارده به هر کدام، روشن شد که دور کردن خطر ورشکستگی و توقف بانی از واسط، محقق نمی‌شود مگر با انتقال مالکیت دارایی‌های مزبور به واسط از بانی به واسط. چنین انتقالی به صرف نظر از قالبی که طی آن صورت می‌گیرد (اعم از حواله، تبدیل تعهد و یا مشارکت فرعی)، باید حقیقی محسوب شود. بدین ترتیب منظور از بیع در این فرض، انتقالی است که اثر آن جداسازی منبع پرداخت از بانی و انتقال مطالبات به دارایی واسط به نحو مؤثر است. گاه در عملیات تبدیل به اوراق بهادارسازی، میان فرضی که انتقال دارایی‌ها از طریق بیع حقیقی صورت گرفته و فرضی که توافق مزبور مبتنی بر «اعطای وام تضمین شده» از جانب واسط به بانی به پشتوانه اسناد مدیونیت است، خلط می‌شود. لذا به منظور تفکیک میان این دو فرض، علاوه بر رجوع به معیارهای متعددی که حقوقدانان برای تمایز میان این دو شیوه ارائه داده‌اند، لازم است قصد واقعی طرفین در ضمن قرارداد را مد نظر قرار داد.

با این حال، در عملیات کنونی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، به ندرت اتفاق می‌افتد که طرفین توافق، تصریح بر انتقال مطالبات در چارچوب بیع حقیقی نمایند و غالباً بر آن هستند که قرارداد را بر مبنای نوعی موازنه میان اهمیت انتقال مطالبات طی نهاد بیع حقیقی - به مقاصد انتقال ریسک ورشکستگی - و میان سایر منافع و انگیزه‌های تجاری سرمایه-

قانونگذار فرانسوی در ماده ۸ از لایحه اجرایی ۱۵۸-۸۹ قانون ۲۳ دسامبر ۱۹۸۸ شرایط ذیل را برای دیون قابل تبدیل به اوراق بهادار کردن مقرر کرده است:

۱- دارایی‌های پشتوانه این دیون باید در نزد مؤسسه اعتباری، صندوق سپرده یا امانت یا نزد شرکت‌های بیمه قرار داشته باشند.

۲- دیون یک مجموعه (سبد) باید همگن باشند.

۳- نباید دیون محل تبدیل به اوراق بهادارسازی توقیف شده، غیر قابل تصرف و یا با مالکیت مشکوک یا محل تنازع باشد.

با توجه به خصایص برشمرده شده توسط قانونگذار فرانسوی روشن می‌شود که تمامی این شرایط بر حقوق (مطالبات) تجاری موضوع عقد عاملیت (فاکتورینگ) انتقال یافته به عامل، منطبق است. بدین ترتیب که این حقوق (دیون) در نزد مؤسسه عاملیت - که یک مؤسسه اعتباری است - نگهداری می‌شوند، همگن و از یک نوع، یعنی از نوع تجاری هستند، دیون مزبور قابل تصرف بوده و مالکیت بدهکار نسبت به آن به وسیله صورت حساب محرز است و مالکیت آنها نیز مورد تنازع نمی‌باشد و الا مؤسسه عاملیت اساساً اقدام به خرید آنها نمی‌کرد.

از جهت دیگر حقوق تجاری محل عقد عاملیت (فاکتورینگ) علاوه اینکه دارای جریان‌های مالی قابل پیش‌بینی در شکل سودها و حق‌العمل‌های مربوطه است، به دلیل محرز بودن در صورت حساب‌ها دارای وصف قابلیت وصول (دریافتنی) هستند که با پشتوانه انتقال مالکیت به مؤسسه عاملیت - که از هر رهن یا ضمان عینی یا شخصی فراتر است - برخوردار می‌باشد.

بنابراین، از آنجایی که قانونگذار فرانسوی دائیت اصلی نسبت حقوق و دیون محل تبدیل به اوراق بهادار کردن را شرط نکرده، مؤسسه عاملیت می‌تواند دیون خریداری شده از غیر را تبدیل به اوراق بهادار کند؛ زیرا قانونگذار فرانسوی از لفظ مالکیت برای دیون موضوع واگذاری استفاده نکرده، بلکه از لفظ حيازت^۱ جهت تعیین دیونی که مؤسسه بانی می‌تواند برای عملیات تبدیل به اوراق بهادار کردن واگذار کند، استعمال کرده است. (Le Hir, 1994: 40) این ویژگی به خصوص با دیون محل عقد عاملیت که به عامل از تاجر (طلبکار اصلی) انتقال یافته‌اند، مطابقت دارد.

1. détenues

دوره ۲، شماره ۴.

- Baums (Theodor) & Wymeersch (E.) (1996). *Asset Backed Securitization in Europe*. Pub. Kluwer Law.
- Borrows, Jane Sidley & Austin (1996). *Legal and Regulatory Consideration*. Euromeny / DC Gardner Work Book. Euromoney Pub. Plc.
- Creswell (A.); M. Blaire, H. Hill & PH Wood (1982). *Encyclopedia of banking law Butterworth*.
- Frank J. Fabozzi (1988). *The Handbook of Mortgage Backed Securities*. Pub, Mc Grew – Hill.
- Gilmer (Wesley) (1986). *The Law Dictionary*. 6th Ed. Anderson Pub Co. Cincinnati.
- Herzog, Asa S. & Lawrence P. King, (1989). *Bankruptcy Code, Collier Pamphlet*. Matthew Bender.
- Hughes, J. & Palache, R. (1984). "Loan Participations". *Some English Law Consideration*, I.F.L.R.
- Kendall (Leon T.) & Fishman (Michael J.) (1996). *A Primer on Securitization*. Pub. MI Press.
- Le Hir (CH.) (1994). *Le fond commun de créances*. La Revue Banque éditeur.
- Maurice Allen (1987). "Asset Sales, an Analyze of Risk for Buyers and Sellers". *Journal of International Banking Law*.
- Reade Ryan (1984). *U. S Participation Agreement*. I.F.L.R.
- Rendell Ed. (1983). *International Financial Law Review*. Euromoney, Pub., 2nd ed.
- Ruse, Christina & Elana Katz (1991). *Heinemann International Students Dictionary*. New Hampshire.
- Schwarcz, L. Steven (1990). "Structured Finance: the new way to Securitization Assets". *Cardozo Law Review*, Vol. 11.
- Smallman (Joseph) & Selby (Michael J.P.) (1995). *Asset-Backed Securitization*. 7th Issue. Union of Arab Banks.

گذاران و بانی، تنظیم نمایند و به منظور دستیابی به چنین تعادلی، جایگاه و رتبه اعتباری بانی را مد نظر قرار می‌دهند؛ زیرا ممکن است برخی از سرمایه‌گذاران تصریح بر بیع بودن انتقال مطالبات را در فرضی که بانی دارای رتبه اعتباری بالایی است غیر ضروری و بی تأثیر بدانند و بر عکس چنانچه مؤسسه مزبور از نظر اعتباری ضعیف باشد، چنین تصریحی برای آنها حائز اهمیت باشد.

در بررسی قابلیت تبدیل به اوراق بهادارسازی حقوق و دارایی‌های موضوع عقد عاملیت روشن کردیم که دو دیدگاه و رویکرد مختلف در این زمینه وجود دارد: دیدگاهی قائل به حصری بودن دارایی‌های قابل تبدیل کردن به اوراق بهادار است و دیدگاهی که قائل به عدم تعیین دیون مزبور است. در نتیجه این رویکرد امکان تبدیل به اوراق بهادار کردن تمامی دارایی‌ها - به صرف نظر از نوع آنها - را می‌دهد، مشروط بر اینکه تمامی شرایط لازم جهت تبدیل شدن به اوراق بهادار را داشته باشند.

با بررسی ویژگی‌هایی خاص و اساسی دارایی‌های مالی قابل تبدیل به اوراق بهادار، روشن کردیم که حقوق موضوع عقد عاملیت (فاکتورینگ) نیز از تمامی این شرایط برخوردار هستند. بنابراین، تا زمانی که نصی مبنی بر تعیین حصری دیون قابل تبدیل به اوراق بهادار کردن یا استثنای صریح دیون تجاری موضوع عقد عاملیت وجود نداشته باشد؛ برای رجوع مؤسسات عاملی به این عملیات و واگذاری حقوق خریداری شده از تجار و تبدیل آنها به اوراق بهادار به پشتوانه این دیون منعی متصور نمی‌باشد.

منابع

- امین عبد الله، خالد (۱۹۹۵). *الخلفیه العلمیه و العملیه للتوريق*. بیروت، لبنان: اتحاد المصارف العربیه.
- الملحم، احمد عبدالرحمان؛ الکندری، محمود أحمد (۲۰۰۴). *الحقوق التجاریه و عملیات التوريق*. لجنه التألیف والتعریب و النشر.
- فتحی عثمان، حسین (۲۰۰۲). *التوريق المصرفی للدیون*. بیروت، لبنان: اتحاد المصارف العربیه.
- فضلی، هشام (۲۰۰۴). *الاستثمار الجماعی فی الحقوق الآجله (التوريق)*. مصر: دار الفكر الجمعی.
- محمد رزق، عادل (۲۰۰۴). *الاستثمارات فی البنوك و المؤسسات الماليه*. مصر: دار طیبه.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۸۹). «تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا». *نشریه پول و اقتصاد*,