

دراسة تحليلية لتجربة المملكة المغربية في مجال عمليات التوريق (التسنيدي)

د/بن علقمة مليكة - جامعة سطيف 1

المخلص:

كان القانون 10/98 أول قانون متعلق بعمليات توريق (تسنيدي) قروض الرهن العقاري والمؤسس كذلك لسوق الرهن العقارية بالمغرب، حيث توسعت إمكانيات التمويل عن طريق هذا النوع من القروض، لذا فلقد جاء هذا القانون في إطار إصلاح نظام تمويل السكن الذي يعد جزءاً من الإستراتيجية الرامية لتعزيز الشراكة بين القطاع العام والخاص.

يهدف هذا البحث إلى إبراز أهم محاور التجربة المغربية في ميدان عمليات التسنيدي من حيث الجانب القانوني والمؤسسي من خلال استعراض مختلف العمليات التي تنفيذها خاصة بعد تعديل القانون 10/98 وصدور القانون 06/33 والتي مست أوصولا أخرى غير قروض الرهن العقاري؛ حيث يتم تحويلها عن طريق شركة مستقلة تسمى صناديق التوظيفات الجماعية للتسنيدي (FPCT) إلى أوراق مالية والتي يتم إنشاؤها بمبادرة من مؤسسة إقراض (المؤسسة البادئة أو المتنازلة) ومؤسسة "مسيرة- مؤتمنة" كصندوق الإيداع والتدبير، هذا بالإضافة إلى التطرق لمختلف الأطراف المتدخلة في هذا النوع من العمليات بإتباع منهج وصفي تحليلي وعرض مختلف الاحصائيات ذات الصلة بموضوع البحث.

تم التوصل من خلال هذا البحث لمجموعة من النتائج المهمة كالوقوف على أهمية عمليات التسنيدي للمصارف المغربية والتي عكست الأهداف المرجوة من إجراءاتها خاصة من حيث عمليات إعادة التمويل وتمكينها من إدارة ميزانيتها بشكل أفضل وتحسين مختلف النسب الاحترازية، كما أن وجود سوق أوراق مالية نشطة ومتطورة بالمغرب زاد من أهميتها.

الكلمات المفتاحية: تسنيدي؛ المغاربية للتسنيدي، أسواق مالية، صناديق التوظيف الجماعي

للتسنيدي.

Résumé:

La loi 10/98 était la première loi concernant les opérations de titrisation et le constituant du marché hypothécaire au Maroc, et qui a élargie les opportunités du financement par ce genre de crédits.

Cette loi était promulguée dans le cadre d'amendement du système de financement d'habitat qui est un fragment important dans la stratégie de renforcement de partenariat entre le secteur public et le secteur privé.

Cette recherche vise à mettre en évidence les plus importants axes de l'expérience marocaine dans le domaine des opérations de titrisation en termes de plan juridique et institutionnel à travers divers processus de leur mise en œuvre surtout après la modification de la loi 98/10 et la promulgation de la loi 33/06 qui a touché d'autres actifs, Ces Fonds sont constitués par l'initiative d'une société cédante et une entreprise gestionnaire/dépositaire comme la Caisse de Dépôts et de Gestion (CDG), en plus il faut citer les différents intervenants dans ce genre d'opérations en suivant Une approche descriptive analytique et la présentation des différentes statistiques sur le sujet de la recherche.

Un ensemble de résultats a été atteint par cette recherche concernant l'importance des opérations de titrisation pour les banques marocaines qui reflète les objectifs souhaités notamment en termes de refinancement et la Gestion efficace de leurs bilan afin de mieux gérer et d'améliorer les différents ratios prudentiels, en plus L'existence d'un marché des valeurs mobilières actif et développé au Maroc a prouvé l'importance des opérations de titrisation.

Mots clés : titrisation ; Maghreb titrisation ; marchés financier ; Fonds de placement collectif en titrisation

مقدمة:

كان المغرب قد أتاح المجال بناءً على توصية من البنك العالمي وصندوق النقد الدولي في سنة 2002 لما يسمى بتسنيدي الديون الرهنية، وهي تقنية تقضي بتحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، وبعد سلسلة من المشاورات بين مجلس الأخلاقيات للقيم المنقولة والمجموعة المهنية للبنوك والبنك المركزي والجمعية المهنية لشركات البورصة وفدرالية شركات التأمين والوكالة الوطنية للمحافظة العقارية ووزارة المالية، تبين أن من الضروري تعديل قانون رقم 98/10 المتعلق بتسنيدي الديون الرهنية ليشمل مجالات أوسع لتخضع لعمليات التسنيدي وليس فقط الديون الرهنية المتعلقة بالسكن.

ويهدف القانون إلى جعل نشاط تسنيدي الديون رافعة من روافع الاستثمار بالمغرب وفق أدوات عمل ميسرة ومضمونة، بحيث يقوم صندوق توظيف جماعي للتسنيدي بتملك ديون مؤسسة أو مجموعة مؤسسات برغبة منها بواسطة إصدار حصص وعند الاقتضاء سندات ديون والعنصر الجوهري الذي أتى هو توسيع نطاق الديون التي يمكن تسنيدها، ليشمل مؤسسات القروض وما يندرج تحتها والمؤسسات العمومية وشركات الدولة والأشخاص المعنويين المفوض إليهم أو الحائزين على إجازات استغلال المرافق العامة والمقاولات التي تنظمها مدونة التأمينات، في حين كان الحق في تسنيدي الديون محولا فقط لمؤسسات الائتمان فيما يخص الديون الرهنية المترتبة على شراء أو بناء سكن فردي .

من خلال ما سبق، نسعى من خلال هذه الورقة البحثية الإجابة على التساؤل الرئيسي التالي:

ما هي أهم المستجدات التي شهدتها الإطار القانوني والتنظيمي لعمليات

تسنيدي الديون بالمغرب؟

تندرج تحت هذا التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية :

- ما هي أهم التغييرات التي أحدثتها القانون 06/33 على عمليات التسنيدي بالمغرب؟
- ما هي الطبيعة القانونية لصناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي؟
- ما هي مبررات تطور عمليات التسنيدي بالمغرب كأداة تمويلية متطورة؟

أهداف البحث: يهدف البحث إلى تسليط الضوء على مختلف المستجدات التي عرفتها تقنية التسنيدي أو التسنيدي بالمغرب، سواء من حيث تطور الإطار القانوني المنظم لهذا النوع من العمليات، و من خلال

أيضا حصر لمختلف العمليات التي تمت في هذا المجال، هذا بالإضافة إلى محاولة معرفة مكانة عمليات التسنيد في تنشيط الاقتصاد المغربي من خلال توسع حقل تطبيقه لعدة أصول غير تلك المرتبطة بديون الرهن العقاري خاصة وأن بورصة دار البيضاء تعد من بين أهم وأقدم البورصات العربية.

منهجية البحث: تم تقسيم البحث إلى المحاور التالية:

المحور الأول: لمحة تاريخية عن تطور عمليات التوريق بالمغرب

المحور الثاني: تعديل القانون الخاص بالتسنيد بالمغرب

المحور الثالث: الأطراف المتدخلة في عمليات التسنيد بالمغرب

المحور الرابع: التغطية ضد المخاطر والتنازل عن الديون والمعايير المحاسبية المطبقة

المحور الخامس: تجربة القرض العقاري والسياحي بالمغرب

المحور السادس: تجربة البنك الشعبي المركزي

المحور الأول: لحة تاريخية عن تطور عمليات التوريق بالمغرب

تمت أول عملية تسنيد بالمغرب من طرف القرض العقاري والسياحي (CIH)^(*) خلال سنة 2001 وبمساهمة أول شركة مغربية للتسنيد المسماة "المغربية للتسنيد" (Maghreb Titrization) (MT).

أولا: يلخص الجدول الموالي التطور التاريخي للتسنيد بالمغرب.

الجدول رقم (1): التطور التاريخي للتسنيد بالمغرب

التاريخ	الحدث
سبتمبر 1999	تبي قانون رقم 10/98 المتعلق بتسنيد قروض الرهن العقاري
ماي 2000	مرسوم تطبيق قانون رقم 10/98
مارس 2001	نشر القرار الوزاري احدد للقواعد المحاسبية المطبقة على صندوق التوظيف الجماعي للتسنيد
أفريل 2001	الإنشاء القانوني لشركة المغاربة للتسنيد (MT)
فيفري 2002	نشر القرار الوزاري المتعلق باعتماد المغاربة للتسنيد كمؤسسة مسيرة- مؤتمنة
أفريل 2002	إصدار أول صندوق بمبلغ 500 مليون درهم لصالح القرض العقاري والسياحي
فيفري 2003	إمضاء اتفاقية مساعدة تقنية لتزكيب وإدارة صندوق مشترك للديون مع الشركة العنصرية للتسنيد Société Moderne de Titrization (SMT) التابعة لمصرف الإسكان التونسي.
جوان 2003	إصدار صندوق آخر بمبلغ 1 مليار درهم لحساب القرض العقاري والسياحي
ماي 2006	إمضاء اتفاقية تنظيم أول عملية تسنيد بتونس مع مصرف تونس العربي الدولي (BIAT)
أكتوبر 2006	إمضاء توكيل هيكلية سندات في أفريقيا الغربية
مارس 2007	إمضاء التوكيل الثاني لتزكيب عملية تسنيد مع مصرف تونس العربي الدولي (CREDIMMO II)
مارس 2008	تحقيق دراسة خاصة لوضع حيز التطبيق لعمليات التسنيد بزمان دول من منطقة الاتحاد الاقتصادي والنقدي لغرب إفريقيا
ديسمبر 2008	إصدار ثالث صندوق لتسنيد بالمغرب لصالح القرض العقاري والسياحي
أكتوبر 2010	نشر نصوص تطبيق القانون 06/33
جانفي 2012	عملية سكن لصالح 11 بنكا شعبيا إقليميا
فيفري 2013	نشر القانون رقم 119-12 المعدل للقانون 06/33 المتعلق بتسنيد الأصول والذي سمح أيضا بالقيام بإصدار الصكوك داخل وخارج المغرب
جوان 2013	إصدار أول صندوق (TITRIT) في إطار برنامج تسنيد ديون تجارية لصالح (ONEE)
ديسمبر 2013	إصدار أول صندوق (FT IMMOVERT) لأصول عقارية متنازل عنها من قبل القرض الفلاحي للمغرب
أفريل 2014	إصدار رابع صندوق لديون رهن عقاري لصالح القرض العقاري والسياحي
جويلية 2014	إصدار ثاني صندوق (TITRIT) إصدار لاحق لبرنامج تسنيد ديون تجارية لصالح (ONEE)
ديسمبر 2014	إصدار صندوق (FT IMMOLV) لأصول عقارية متنازل عنها من قبل (Label Vie)
ماي 2015	إصدار صندوق FT IMMOVERT COMPARTIMENT II لأصول عقارية متنازل عنها من قبل القرض الفلاحي للمغرب
جويلية 2015	ثالث إصدار لصندوق (TITRIT) إصدار لاحق 2 لبرنامج تسنيد ديون تجارية لصالح (ONEE)

Source : www.maghrebititrization.ma/jsp/qui_somme/présentation.jsp

(*) - Crédit Immobilier et Hôtelier.

ثانيا: التعريف بالمغربية للتسنيدي (Maghreb Titrisation): تعد شركة مغفلة برأس مال يقدر بـ 5.000.000,00 درهم، حيث تعود 24,33% منه للقرض العقاري والسياحي و 26,33% لصندوق الإيداع والتدبير (CDG)^(*). تعتبر كأول شركة مغربية متخصصة في الهندسة المالية والودائع وفي إدارة أو تدبير كل صناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي، وقد تم إنشاء (MT) في أبريل 2001، حيث تعد اليوم كرائدة في مجال التسنيدي بالمنطقة وهي شركة متخصصة في التركيب المالي والقانوني لهذا النوع من الصناديق وتتكفل كذلك بإدارة هذه الأخيرة⁽¹⁾؛ هناك ثلاث مهام أساسية للمغربية للتسنيدي وهي مُنظِم (arrangeur) ومُسير/مُؤمِّن (gestionnaire/dépositaire) إضافة إلى الاستشارة⁽²⁾، وقد تم إنشاؤها من قبل القرض العقاري والسياحي بالاشتراك مع كل من صندوق الإيداع والتدبير⁽³⁾ وشركة الترقية والمساهمة للتعاون الاقتصادي (Proparco) وصندوق الاستثمار (UPLINE) الذي تأسس سنة 1992 والشركة المغربية للوساطة في البورصة (M.S.IN) والتي تم إنشاؤها سنة 1995؛ وتعد "المغربية للتسنيدي" أول شركة تسنيدي بشمال إفريقيا والعالم العربي⁽⁴⁾.

طورت المغربية للتسنيدي من نشاطها على المستوى الدولي، إلى جانب نظام مالي يسمح بتشكيل صناديق تسنيدي ديون في ثمانية دول لمنطقة الاتحاد الاقتصادي والنقدي لغرب إفريقيا. يوضح الشكل الموالي أهم المساهمين في (MT).

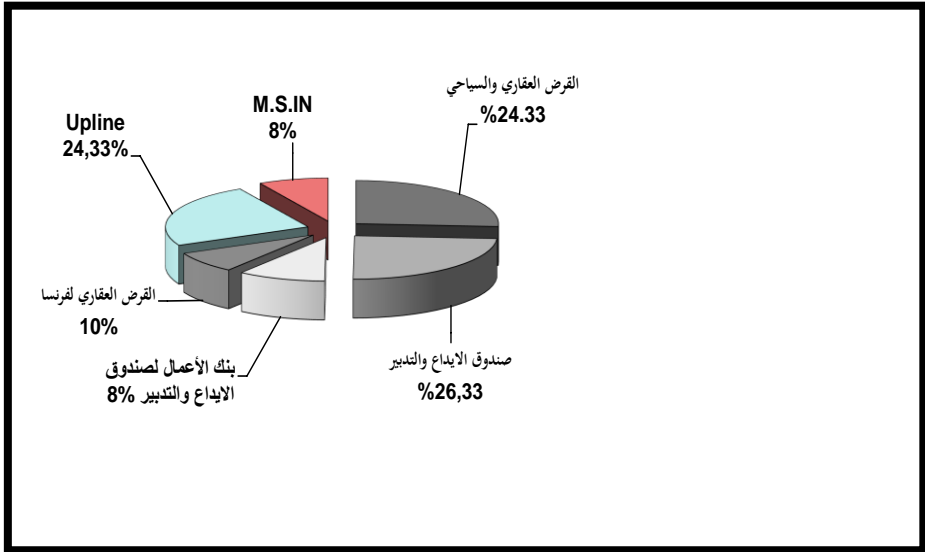
(*)- Caisse de Dépôts et de Gestion.

⁽¹⁾ - طبقا لقرار وزير الاقتصاد والمالية والخوصصة رقم 11.02 الصادر في 2 يناير 2002، الجريدة الرسمية، المملكة المغربية، 21 فبراير 2002، عدد 4980، ص: 364

⁽²⁾ - www.maghrebtitrisation.ma/jsp/qui_somme/présentation.jps.

⁽³⁾ - تعد مجموعة صندوق الإيداع والتدبير مجموعة رائدة في المملكة المغربية، كما تعد فاعلا أساسيا في تعبئة الادخار والمعاشات وتديرها في نفس الوقت، وهي بمثابة قاطرة حقيقية لتحديث القطاع المالي وللتنمية القطاعية بالمغرب، يتدخل صندوق الإيداع والتدبير بكيفية نشيطة؛ علاوة على الاستثمارات المباشرة التي يقوم بها في الاقتصاد المغربي بواسطة فروع وهيناته وهو ما جعله فاعلا اقتصاديا كبيرا متعدد الاختصاصات وأول مستمر مؤسسي في المغرب، كما يساهم في حركة تحديث القطاع المالي من خلال التجديد في مجال الأدوات المالية والمساهمة في نجاح مشروع القطب المالي للدار البيضاء (Casablanca finance city) المركز المالي القادم للعاصمة الاقتصادية الذي ينتظر منه أن يصبح مركزا ماليا وقطبا إقليميا.

⁽⁴⁾ - www.maghrebtitrisation.ma/intervention_de_Hicham Karzazi – directeur général de Maghreb Titrisation, "La titrisation enjeux et opportunités", p : 5.

الشكل رقم (1): المساهمون بشركة (M_T)

Source: www.maghrebitrisation.ma/jsp/qui-sommes/index.jsp

المحور الثاني: تعديل القانون الخاص بالتسنيدي بالمغرب

أولاً: أهم ما تضمنته مختلف التعديلات

جاء مشروع التعديل في مطلع نوفمبر 2002 وتم نشره في سنة 2009 مع الأخذ بعين الاعتبار تحولات المحيط الاقتصادي والمالي، حيث انخفضت حصيلة عمليات الخوصصة وتم انتهاج سياسة الورشات الكبرى، كما انخفضت أيضا السيولة المصرفية وطبقت نظم احترازية أكثر تشددا وارتفعت التمويلات عن طريق الدين الخاص.

كما تم تعديل هذا القانون مرة أخرى خلال سنة 2013، حيث تم إدخال إمكانية إصدار "صكوك إسلامية" من قبل صناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي⁽⁵⁾، كما شهد تعديلا جديدا بعد الإصدار في الجريدة الرسمية بتاريخ 2014/9/11 للقانون رقم 05-14 المعدل والمتمم للقانون 33/06 المتعلق بتسنيدي الأصول كما تم تغييره وتتميمه بالقانون 119-12، والذي وسع نطاق الأصول المقبولة في عملية التسنيدي، بالإضافة إلى محيط المؤسسات المبادرة التي ستشمل أيضا

(5) طبقا للظهير رقم 1.13.47 الصادر في مارس 2013 بتنفيذ القانون رقم 119.12 المعدل والمتمم للقانون 33/06 المتعلق بتسنيدي الديون والقانون 24.01 المتعلق بعمليات الاستحفاظ بالمغرب، الجريدة الرسمية المغربية، عدد رقم 6184، 2013/9/5، ص: 5920.

الدولة وفروعها، كما يهدف هذا التعديل إلى توضيح قواعد سير أقسام صناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي وقواعد سيولتها وتنسيق إجراءات منح رأي بالموافقة لشهادات الصكوك مع أحكام القانون البنكي الجديد، إضافة إلى امتثال النص لمقتضيات القانون رقم 89-39 الذي يسمح بنقل المقاولات إلى القطاع الخاص⁽⁶⁾.

1- التسنيدي هي "العملية المالية المتمثلة بالنسبة لصندوق توظيف جماعي للتسنيدي في إصدار سندات وانجاز العمليات التالية":

أ. تملك بشكل دائم أو مؤقت أصولا مؤهلة لدى مؤسسة أو مجموعة مؤسسات مُبادرة؛

ب. أو منح قروض لمؤسسة أو لمجموعة مؤسسات مُبادرة بهدف تمويل تملك أو حيازة أصول مؤهلة، تستفيد من ضمانات متعلقة بهذه الأصول؛

ج. أو ضمان مخاطر قرض أو تأمين؛

د. السندات التي يمكن لصندوق توظيف جماعي للتسنيدي إصدارها هي الحصص والأسهم وسندات الدين وشهادات الصكوك⁽⁷⁾؛

2- تم توسيع حقل التطبيق للتسنيدي ليشمل كل الديون الحالية والمستقبلية لمؤسسات الإقراض والمؤسسات العامة وفروع الدولة والوكلاء المستفيدين من رخص أو إجازات الخدمات العامة وشركات التأمين وإعادة التأمين؛

3- مرونة قواعد عمل صناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي: حيث يتكون الصندوق من أقسام وقابليته لإعادة التعبئة ووجود العديد من المتنازليين (multi-cédants) وإمكانية اكتتاب الأشخاص الطبيعيين وإلغاء التصنيف المسبق والتسجيل وتعزيز أمن المستثمرين عن طريق الحماية ضد إفلاس المتنازل ومشاكل الفوائد وفصل مهام شركة الإدارة والشركة المؤمنة ومراقبة مجلس القيم المنقولة ووجود جزاءات عقابية من خلال الدور الجديد لمجلس القيم المنقولة في مجال مراقبة صناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي، بالإضافة إلى مجالات ووسائل التدخل⁽⁸⁾؛

(6) - التقرير السنوي لمجلس القيم المنقولة، 2014، ص: 50.

(7) الظهير رقم 1.13.47، مرجع سابق، المادة 6، ص: 5920.

(8) - conférence titrisation, **titrisation au Maroc, bilan et perspectives**, Maghreb Titrisation, groupe CDG, 2011, p : 30.

4- كان الهدف الأساسي لمشروع التعديل هو البحث عن التوازن بين مرونة القواعد وأمن السوق وحماية المستثمرين، وذلك عن طريق الفصل بين نشاط الإدارة ونشاط المؤتمن والترخيص لهيكلية الإدارة وتحديد الكيانات التي يمكن أن تؤدي وظيفة المؤتمن ووجود رقابة صارمة على المعلومات وتوسيع قائمة العقوبات التي يمكن أن يصدرها مجلس القيم المنقولة⁽⁹⁾.
يوضح الجدول الموالي توسيع مجالات عمليات التسنيدي بالمغرب:

الجدول رقم (2): تطبيق حفل التسنيدي حسب نوع المؤسسات

التدفقات النقدية المستقبلية	الديون التجارية	قروض للعملاء	مؤسسات الإقراض والمصارف وشركات التأجير وشركات الفوترة الخارجية وشركات الإقراض من نوع COSO وجمعيات القرض المصغر
تسديدات القروض وتسديدات الإجارة وعمولات محصلة وتخفيض الرسم على القيمة المضافة	الفوترة الخارجية	عقار، تجهيز، استهلاك، تأجير عقاري/للمنقولات، القرض المصغر، محافظ أوراق الدين القابلة للتداول	مؤسسات الإقراض والمصارف وشركات التأجير وشركات الفوترة الخارجية وشركات الإقراض من نوع COSO وجمعيات القرض المصغر
رقم الأعمال المستقبلي ورسم العبور ومصدر التناكر وحقوق النقل وتسديد الفواتير والإتاوات وتخفيض الرسم على القيمة المضافة	حسابات العملاء	قروض للموظفين	مؤسسات عمومية
تسديدات الفواتير والإتاوات وتخفيض الرسم على القيمة المضافة	حسابات العملاء	قروض للموظفين	أصحاب الرخص أو الامتياز
أقساط التأمين		رهونات نقدية وقروض للموظفين ومحافظ أوراق الدين القابلة للتداول	شركات التأمين وإعادة التأمين

Source : conférence titrisation, **titrisation au Maroc, bilan et perspectives**, Maghreb Titrisation, groupe CDG, 2011, p : 20.

أصبحت هناك فرصا كبيرة متاحة في سوق التسنيدي بالمغرب، خاصة مع عمليات تسنيدي ديون القروض العقارية السكنية وتسنيدي ديون القروض العقارية التجارية والقروض الاستهلاكية وتسنيدي قروض السيارات وبطاقات الائتمان، بالإضافة إلى تسنيدي قروض المؤسسات وأوراق المديونية وتسنيدي فيما بين المصارف أو حقوق الدفع المتنوعة وتسنيدي ديون التجارة الخارجية (فوترة خارجية عن طريق التسنيدي) وتسنيدي النشاطات؛ لعل من بين الأسباب الرئيسية التي أدت إلى تشجيع عمليات التسنيدي بالمغرب هي احتياجات التمويل المحلية المهمة سواء كانت عقارية أو الهياكل القاعدية أو تجهيزات أو سياحة... الخ ووجود ادخار مؤسساتي مهم (شركات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وقطاع التأمينات والقطاع المصرفي وصناديق أخرى) بالإضافة إلى الشروع في إنشاء شركات تسنيدي جديدة⁽¹⁰⁾؛

(9) - Ibid, p : 21.

(10) - حيث أنشأ البنك المغربي "التجاري وفا بنك" شركة تسنيدي أسماها "التجاري للتسنيدي".

ثانيا: أهم العمليات التي تمت بعد صدور التعديلات الجديدة

تم إجراء 8 عمليات تسنيد جديدة بعد صدور القانون الجديد للتسنيد بالمغرب، من بينها واحدة تعلق بتسديد ديون تجارية حالية ومستقبلية قام بها المكتب الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب (ONEE)^(*) والتي سمحت له بتمويل دورة الاستغلال وخزنته بشروط تحفيزية، وسمي الصندوق (FPCT TITRIT) والذي تم إصداره في 24 جوان 2013، كما تمت ثاني عملية له في 24 جويلية 2014 وذلك بتسديد حوالي 493 مليون من الديون التجارية الحالية و4 أشهر من الديون المستقبلية على مبيعاته للكهرباء أي بمجموع حوالي 1,26 مليار درهم، وبمعدل فائدة ثابت 4,13% وكان تاريخ الإهلاك للحصص في 30 جويلية 2015، أما ثالث إصدار لصندوق (TITRIT) إصدار لاحق 2 لبرنامج تسنيد ديون تجارية لصالح (ONEE) فقد تم في جويلية 2015⁽¹¹⁾.

يوضح الجدول الموالي ملخص العملية الأولى:

الجدول رقم (3): (FPCT TITRIT)

أنواع السندات والحصص	عدد السندات والحصص	المبلغ الاسمي الإجمالي	معدل الفائدة	تاريخ الإهلاك	سعر الإصدار
سندات	10.000	مليار درهم	4,96% (*)	2014/6/23	100%
حصص	1	50.000 درهم	غير محدد	2014/6/23	100%
حصص	1	50.000 درهم	4,96%	2014/6/23	100%
المجموع		1000.100.000,00	-	-	-

Source : note d'information, FPCT TITRIT, 14 juin 2013, N VI/ TI / 001/ 2013, p : 1.

(*)- ثابت تبعا لمعدل أذونات الخزينة 52 أسبوع من المنحنى الثانوي ل 11 جوان 2013، أي 4,21 % زائد علاوة مخاطرة تقدر ب 75 نقطة أساس.

بالنسبة للمنظم والمسير كانت المغاربية للتسنيد، أما المؤدع ومُنظّم التوظيف فلقد كان صندوق الإيداع والتدبير والمؤسسة البادئة فكانت المكتب الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب؛

(^)- Office National de l'Electricité et de l'Eau potable.

(11)- www.maghrebtrisation.ma/jsp/qui_somme/présentation.jsp

كما قامت مجموعة "Label Vie" والتي تمتلك شبكة أسواق كبرى (أسواق ممتازة)، والتي أنشأت سنة 1986 بتسنيدي جزء من أصولها العقارية -حوالي 20 أصل- بمبلغ قدر بحوالي 457 مليون درهم.

الجدول رقم (4): (FT IMMO LV)

(FT IMMO LV)	اسم الصندوق
2014/12/23	تاريخ الإصدار
أصول عقارية	طبيعة الأصول
456 800 000 درهم	مبلغ العملية
"Label Vie"	المتنازل
المغاربة للتسنيدي	المنظم وشركة التدبير
البنك المركزي الشعبي و CDG CAPITAL	هيئة التوظيف

Source :

www.Maghrebitrisation.ma/servlet/immolv/servletsnapshotFonds?tache=pages_napsho

تم إطلاق صندوق آخر من قبل المغاربة للتسنيدي في 2013/12/20، والإصدار الجديد خاص بالقرض الفلاحي المغربي، حيث تمت تسمية الصندوق بـ (FT IMMOVERT) بقيمة 534 مليون درهم، يوضح الجدول الموالي أهم خصائصه:

الجدول رقم (5): (FT IMMOVERT)

(FT IMMOVERT)	التسمية
مستثمرون مؤهلون	الطبيعة
AV/TI/001/2013	رقم التأشير
20/12/2013	تاريخ التأشير
المغاربة للتسنيدي	الشركة المسيرة
القرض الفلاحي المغربي	المتنازل
CDG Capital	المؤتمن

Source : www.cdvm.gov.ma/instruments-financiers/opc/ft-immovert-compartment-i

كما تم خلال شهر ماي 2015 إصدار صندوق ثاني (FT IMMOVERT) (COMPARTIMENT II) لأصول عقارية متنازل عنها من قبل القرض الفلاحي للمغرب. يوضح الجدول الموالي تطور جاري القيم لدى الوديع المركزي الخاصة بصناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي ما بين 2012-2014

الجدول رقم (6): جاري القيم لدى الوديع المركزي الخاصة بصناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي ما بين 2012-2014

2014		2013		2012		صناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي
جاري القيم	عدد القيم احتفظ	جاري القيم	عدد القيم احتفظ	جاري القيم	عدد القيم احتفظ بما	
مليار درهم	بما	مليار درهم	بما	مليار درهم	مليار درهم	
5	30	3,9	27	3,1	24	

المصدر: التقرير السنوي لمجلس القيم المنقولة، 2014، ص: 37.

ثالثا: رهانات وآفاق القانون الجديد للتسنيدي بالمغرب

مما لاشك فيه أن التجربة المغربية في مجال التسنيدي ستساهم في تطوير ودفع هذا النوع من العمليات بمختلف أنواعها ليس فقط بالمغرب ولكن بالمغرب العربي ككل، ولما لا في دول أخرى وهو ما تحقق فعلا مع كل من مصرف الإسكان ومصرف تونس العربي الدولي بتونس في إطار عملية تسنيدي مست قروض الرهن العقاري السكنية (RMBS). لقد كان لمجلس القيم المنقولة دورا كبيرا في إعداد القانون 33/06، بالإضافة إلى دوره في مجال مراقبة صناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي وذلك عن طريق الفصل بين نشاط الإدارة والنشاط الخاص بالمؤتمن وتحديد الهيئات التي يمكن أن تؤدي هذا الدور؛ وممارسة رقابة صارمة على المعلومات وتوسيع قائمة العقوبات التي يمكن أن يصدرها المجلس؛

حماية الادخار، وذلك من خلال:

- 1- وضع إطار قانوني وتنظيمي متجانس ومتوازن؛
 - 2- نوعية المتدخلين: لا بد من ترخيص مسبق لمؤسسة التدبير أو التسيير ووضع نظام خاص بالمؤتمن (المصارف المعتمدة وصندوق الودائع والتدبير والمؤسسات التي مقرها الاجتماعي بالمغرب والتي لها كموضوع الودائع والقروض والضمان وإدارة الصناديق أو عمليات التأمين وإعادة التأمين والتي تظهر على قائمة محددة من قبل الإدارة بعد استشارة مجلس القيم المنقولة)؛
- وجود رقابة مستمرة على الوثائق ورقابة في عين المكان أثناء عمليات التسنيدي على كل من المؤسسات المسيرة والمؤسسات المؤتمنة والمؤسسات البادئة والمؤسسات ماسكة الحسابات، والحرص على فهم أو ضبط المخاطر المرتبطة بهيئة الاستثمار؛
- اعتماد المؤسسة المسيرة: يجب على كل شركة تجارية وقبل ممارسة مهنة مؤسسة مسيرة لصندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي أن تكون معتمدة مسبقا من قبل الإدارة بعد استشارة مجلس القيم المنقولة، حيث يضمن هذا الأخير أن الشركة طالبة الاعتماد ومسيروها يستوفون الشروط القانونية

لممارسة هذا الدور (المقر الاجتماعي ورأس المال الأدنى... الخ)؛ كما أنها تقدم ضمانات كافية فيما يتعلق بميكلها التنظيمي ووسائلها التقنية والبشرية وخبرة مسيرتها وتمتع بالاستقلالية لتقييم تطور الديون المملوكة من قبل صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي والذي يسير الضمانات المرتبطة بالصندوق إذا كان ذلك ضروريا.

يكون سحب الاعتماد بطلب من المؤسسة المسيرة أو باقتراح من مجلس القيم المنقولة عندما لا تتوفر شروط الاعتماد في هذه المؤسسة أو هي محل عقاب تأديبي أو انضباطي، كما أعطى القانون مجلس القيم المنقولة مجموعة مؤهلات في مجال مراقبة المعلومات (مدونة معلومات والتقرير السنوي والنشر... الخ)، حيث تحدد مدونة المعلومات كل العناصر الضرورية لإعلام المكتبتين في الحصص أو الديون والمصدرة من قبل صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي الخاضعة لاستشارة مجلس القيم المنقولة وتأثيره إذا كانت هناك دعوة عامة للدخار، تحرر هذه المدونة وفقا لنموذج محدد من قبل مجلس القيم المنقولة⁽¹²⁾؛

تعد منتجات التسنيدي حديثة في المشهد المالي المغربي، لذا من بين الصعوبات التي تواجهها هو ضعف السيولة، حيث أن المبلغ الإجمالي للدين الخاص بضعف بصفة عامة، هذا بالإضافة إلى غياب الإحصائيات الرسمية حول سيولة المنتج وكيفية التسعير وذلك بالأخذ بالحسبان الاهتلاكات واحتمال المصادفات حول التدفقات المستقبلية.

هناك مجموعة من الإجراءات المرافقة الضرورية من أجل تطوير عمليات التسنيدي بالمغرب ومنها، تعميم برامج التكوين على كل المستويات وتحديد موقع صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي على المستوى التنظيمي واستخدام ضمانات إضافية في إطار عمليات اتفاقيات إعادة الشراء والمراجعة في حالة الارتفاع ونسب امتلاك حصص الصندوق في المحافظ (تجانس بين النسب ومستوى المخاطرة الحقيقية للأداة)؛ بالإضافة إلى إمكانيات تسنيدي الأخطار التأمينية (تسنيدي حقوق على المؤمن لهم أو محفظة تأمين على الحياة وتسنيدي حقوق على مُعيد التأمين أو حقوق مُعيد التأمين على المؤمن).

(12) - كما حدد الأمر الوزاري لوزارة الاقتصاد والمالية رقم 2562-10 الصادر في 6 سبتمبر 2010 في الجريدة الرسمية للمملكة المغربية، عدد رقم 5884 لـ 21 أكتوبر 2010، ص: 4759، المادة الأولى: "رأس المال الأدنى للمؤسسات المسيرة لصناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي والذي يجب أن يساوي على الأقل 2 مليون درهم".

المحور الثالث: الأطراف المتدخلة في عمليات التسنيدي بالمغرب

تتدخل في إطار عمليات التسنيدي بالمغرب عدة أطراف سيتم التطرق إليها، وهذا بالإضافة إلى قواعد عملها.

أولاً: نظام إدارة صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي

يتضمن مجموعة من القواعد الأساسية، ومنها⁽¹³⁾:

أ- إمكانية امتلاك الصندوق لديون جديدة وشروط تعويض أو استبدال الشركة المسيرة مع ضرورة إخطار مجلس القيم المنقولة، وكل تعديل على نظام الإدارة يخضع لاعتماد جديد؛
ب- يجب أن يوضع التقرير السنوي تحت تصرف كل حامل حصة بعد 3 أشهر من إقفال الدورة، والذي يحتوي على وثائق محاسبية مصادق عليها، إلى جانب تقرير لجرد الأصول مصادق عليه من قبل المؤمن والذي يُمكن من معرفة تطور أصول الصندوق خاصة في مجال إعسار المدينين وتحقق الضمانات وخسائر الديون الصعبة، ترسل نسخة لمجلس الإدارة ونسخة لمجلس القيم المنقولة؛

ج- يحدد مجلس القيم المنقولة الطرق التي من خلالها تلجأ المؤسسة المسيرة للإشهار أو الإعلان عن نشاطها المتعلق بالصندوق الذي تديره، حيث وبدون المساس بالعقوبات الجزائية المنصوص عليها من قبل القانون، فإن مجلس القيم المنقولة مؤهل قانوناً لإصدار عقوبات تأديبية ضد المؤسسات المسيرة والمؤسسات المؤتمنة والتي تخالف القانون 06/33، ومن بينها الإنذار والتوبيخ والعقوبات النقدية وفقاً لجدول ملحق بالنظام العام لمجلس القيم المنقولة^(*)؛

د- إمكانية إدراج صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي في سوق الأوراق المالية، حيث لا بد وأن تدخل حيز التنفيذ المعاملات بالاتفاق (de gré à gré)؛

هـ- يتم التنازل عن الأصول لمرة واحدة أو على أساس دوري - إمكانية إعادة التعبئة⁽¹⁴⁾؛

(13)- ظهير شريف رقم 1/08/95 الصادر في 20 أكتوبر 2008 بتنفيذ القانون رقم 06/33 المتعلق بتسنيدي الديون، ص:12.

(*)- إذا كانت العقوبات التأديبية المنصوص عليها ضد المؤسسات المسيرة دون أثر، يمكن أن يقترح مجلس القيم المنقولة على الإدارة إما منع أو تخفيض ممارسة بعض العمليات من قبل المؤسسة المسيرة وإما سحب الاعتماد منها.

(14)- أبرز مثال حول تسنيدي التدفقات المستقبلية هو العملية التي قامت بها سلطة دبي للكهرباء والماء (DEWA) Dubai Electricity and Water Authority والتي تم التمويل فيها عن طريق تسنيدي المداخيل المستقبلية للكهرباء والماء والناجحة عن محافظة محددة العملاء، وهي متوقعة لمدة 9 سنوات ولمدة قصوى 29 سنة ابتداءً من حيز تطبيقها في أوت 2007؛ مبلغها الحالي 2 مليار دولار ومن الممكن أن يرتفع تبعاً للاحتياجات واحتياطي حجم الديون المحددة للعملية. واليوم إعادة التمويل مؤمنة خاصة على

و- تتضمن عملية التسنيدي بموجب القانون 06/33 في حصول صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي، الحصول على ديون المؤسسة أو مؤسسات بائدة عن طريق إصدار حصص والتي لا بد من تحديد خصائصها ودرجتها وتاريخ استحقاقها وفتحها المختلفة؛ ويتم إنشاء هذا الصندوق بمبادرة متصلة لمؤسسة مسيرة وأخرى مؤتمنة واللذان تضعان نظام تسييره؛ كما يمكن أن يمتلك هذا الصندوق بشكل جزئي أو كلي الديون الموجودة الحالية أو المستقبلية، أين المبلغ أو تاريخ الاستحقاق محددين أو غير محددين⁽¹⁵⁾؛

ز- يمكن للصندوق أيضا الاكتتاب مباشرة في إصدار أوراق المديونية والتي تمثل حق دين على الهيئة المصدرة، وقابلة للتداول عن طريق الاكتتاب بحساب أو عن طريق العرف باستثناء الأوراق التي تعطي دخل مباشر أو غير مباشر لرأس مال الشركة، ويتعلق الأمر خصوصا بالسندات وأوراق الدين القابلة للتداول المسيرة من قبل القانون 94/35 المتعلق ببعض أوراق المديونية القابلة للتداول (شهادات الإيداع وسندات الخزينة... الخ)؛

ح- يحدد الحد الأدنى لمبلغ رأس مال مؤسسات تدبير صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي، كما تحصر قائمة المؤسسات التي يحق لها مزاوله مهام مؤسسة الإيداع بقرار من الوزير المكلف بالمالية بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة⁽¹⁶⁾.

ثانيا: المؤسسة المسيرة (المدبرة) والمؤسسة المؤتمنة: يفصل القانون المتعلق بالتسنيدي بالمغرب بين مهام المؤسسات المسيرة والمؤسسات المؤتمنة:

أ- المؤسسة المسيرة هي "شركة تجارية معتمدة مسبقا من قبل الإدارة بعد استشارة مجلس القيم المنقولة والتي تتوفر فيها بعض الشروط خاصة رأس المال وتمثل بعض الضمانات"، يكمن دور

مستوى الأسواق المالية للأوراق التجارية (ABC) والمصنفة من قبل "ستاندر أند بورز" و"موديز" و"فيتش"، كما أنها تستفيد من ضمان حكومة دبي والتي تضمن بعض المخاطر الخاصة (كمخاطرة الأداء).

⁽¹⁵⁾ - صدر قرار عن وزير الاقتصاد والمالية رقم 832.14 في 2014/8/4 والقاضي بتحديد الحالات والكيفيات التي يجوز من خلالها لصندوق توظيف جماعي للتسنيدي تفويت الأصول المؤهلة قبل تحاية عملية التسنيدي والديون غير المستحقة وغير الحال أجلها التي تملكها من مؤسسة أو عدة مؤسسات مبادرة في إطار عملية التسنيدي المنصوص عليها في القانون 33.06 المتعلق بتسنيدي الأصول. ج، ر، عدد 6303، 2014/10/27، ص: 7435-7436.

⁽¹⁶⁾ - المادة (2) والمادة (5) من المرسوم رقم 2-08-530 الصادر في 17 من رجب 1431 هـ (30 يونيو 2010) بتطبيق القانون 33/06 المتعلق بتسنيدي الديون، المغير والمتمم للقانون رقم 35/94 المتعلق ببعض سندات الديون القابلة للتداول والقانون رقم

01-24 المتعلق بعمليات الاستحفاظ، ص: 1.

المؤسسة خاصة في القيام بالتنازل عن الديون وتسيير صندوق التوظيف الجماعي للتسديد وإصدار حصص وأوراق مديونية أخرى لصالح الصندوق والتسديد للمؤسسة المتنازلة بسعر التنازل عن الديون؛ ويبلغ رأس المال الأدنى للمؤسسات المسيرة أو المديرية 2 مليون درهم⁽¹⁷⁾؛

ب- المؤسسة المؤتمنة: يمكن أن تكون مصرفا معتمدا أو صندوقا للودائع والتدبير أو كل مؤسسة تظهر في قائمة محددة وموضوعة من قبل الإدارة بعد استشارة مجلس القيم المنقولة، والتي يكون مقرها الاجتماعي بالمغرب ولها كموضوع الودائع أو الإقراض أو الضمان أو إدارة الصناديق أو عمليات التأمين وإعادة التأمين، ودورها الاحتفاظ بالأصول وحراستها ولا بد أن تُضمّن وظائف المؤسسة المسيرة والمؤتمنة من قبل مؤسسات أخرى ومختلفة عن المؤسسة البادئة؛

ج- يخضع مشروع تنظيم الإدارة لمشورة مجلس القيم المنقولة عندما لا يكون هناك نداء عام للادخار، وللترخيص أو الاعتماد إذا كان هناك نداء عام للادخار، كما أدخل القانون الجديد عقوبات تأديبية والتي يمكن أن يصدرها مجلس القيم المنقولة كالتوبيخ أو الإنذار ضد كل من المؤسسة المسيرة والمؤتمنة في حالة عدم إتمام التزاماتها⁽¹⁸⁾.

ثالثا: الأوراق المالية المصدرة من قبل صندوق التوظيف الجماعي للتسديد

يصدر الصندوق حصصا مشابهة للقيم المنقولة طبقا للمادة 3 من الظهير 1-93-211 المتعلق بسوق الأوراق المالية، حيث يمكن أن يصدر سندات الخزينة القابلة للتداول بالشروط المنصوص عليها في القانون 35/94 المتعلق ببعض أوراق المديونية القابلة للتداول، أو سندات أين التسديد مضمون عن طريق التدفقات المالية المتولدة عن طريق جزء من أصول الصندوق.

1- يمكن أن ينص نظام تسيير الصندوق على إنشاء أقسام داخله ولكل واحد منها نظامه الخاص ويخضع لمحاسبة منفصلة وذلك خلال مدة عمله، وإمكانية إنشاء قسم جديد يكون بمبادرة مشتركة من المؤسسة المسيرة والمؤتمنة، وكل قسم ينتج عنه إصدار حصص مثلة لأصول الصندوق

(17)- الأمر الوزاري رقم 351/01 الصادر في فيفري 2001 المحدد للقواعد المحاسبية المطبقة على صندوق التوظيف الجماعي للتسديد، الصادر في الجريدة الرسمية رقم 5884، 2010/10/21، المادة 1، ص: 10.

(18)- هناك جزاءات عقابية أخرى: غرامة نقدية من 200000 إلى 1000000 درهم بالنسبة لمسيري مؤسسة بادئة والذين قاموا وعن قصد بامتلاك مؤسسة تسيير الصناديق المشتركة للتوظيف أو شركة استثمار برأس مال متغير حصصا لصناديق التسديد تتجاوز السقف القانوني للامتلاك المساوي ل 5% من قيمة الحصص لهذا الصندوق أو غرامة مالية من 5000 إلى 50000 درهم بالنسبة لأعضاء مجلس إدارة المؤسسة المسيرة الذين سمحوا باقتطاع عمولات تتجاوز المستويات المحددة من قبل نظام التسيير.

والتي قد تكون بفئات مختلفة وبفئات فرعية، تمثل حقوقا مختلفة على كل أو جزء من أصول الصندوق أو القسم؛

2- يمكن أن يكتب في الحصاص أو أوراق المديونية المصدرة من قبل الصندوق من قبل كل شخص طبيعي أو معنوي وهذا وفقا للأحكام التشريعية والتنظيمية والقانونية وكذا القواعد الاحترازية للتوظيف، ويتعلق الأمر خصوصا بالصناديق المشتركة للتوظيف وشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير التي ليس بإمكانها امتلاك إلا 5% من قيمة حصاص الصندوق، أما تلك المصدرة في إطار تسنيدي محفظة ديون مشكوك في تحصيلها فلا يمكن الاكتتاب فيها أو امتلاكها إلا من قبل بعض المستثمرين المحددين خاصة المستثمرين المؤهلين والمستثمرين غير المقيمين باستثناء الأشخاص الطبيعيين⁽¹⁹⁾؛

3- من بين أهم ما جاء به القانون الجديد للتسنيدي بالمغرب أيضا، هو إمكانية امتلاك الصندوق ديون جديدة (إمكانية إعادة التعبئة) وإصدار حصاص جديدة بعد الإصدار الأولي، لا بد وأن ينص على امتلاك هذه الديون الجديدة في نظام تسيير الصندوق أو على مستوى التنظيمات الخاصة المتعلقة بكل قسم، ولا بد أن تمثل نفس الخصائص من أجل ضمان مستوى مماثل من الأمان والممنوح لحاملي الحصاص الأولية؛

المحور الرابع: التغطية ضد المخاطر والتنازل عن الديون والمعايير المحاسبية المطبقة

هناك العديد من الآليات والتي يمكن أن يلجأ إليها صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي من أجل التغطية ضد المخاطر المحتملة من جهة، كما حدد القانون كيفية التنازل عن الديون وطرق تخصيص السيولة للصندوق.

أولا: التغطية ضد المخاطر: لا بد وأن يقوم الصندوق بالتغطية ضد المخاطر الناتجة عن الديون المؤرقة عن طريق إحدى الآليات التالية⁽²⁰⁾:

أ- الضمانات المرتبطة بالديون المؤرقة خاصة رهونات العقارية؛

ب- فارق القيمة الذي يوافق التنازل للصندوق بمبلغ الديون يفوق مبلغ الحصاص وأوراق المديونية المصدرة؛

(19) - ظهير شريف رقم 1/08/95 الصادر في 20 أكتوبر 2008 بتنفيذ القانون رقم 06/33 المتعلق بتسنيدي الديون، ص: 5-

6.

(20) - المرجع السابق، ص: 25.

- ج- إصدار حصص وعند الاقتضاء أوراق مديونية خاصة مُوجَّهَةٌ لتحمل المخاطر المالية أولاً؛
 د- الحصول على ضمانات من مؤسسات الإقراض المعتمدة؛
 هـ- الحصول على قروض من المؤسسات البادئة؛
 و- كل آلية أخرى نُص عليها في نظام التسيير أو التدبير؛

ثانياً: التنازل عن الديون وتخصيص السيولة للصندوق : يتم التنازل عن الديون لصالح الصندوق عن طريق الاستلام الوحيد للمؤسسة المسيرة بقائمة أو لائحة والتي من خلالها يمكن التحويل الآلي للديون وذلك بمبادلة الطرف المقابل المحدد باللائحة، ومع ذلك لا يتم تحويل الضمانات أو الرهونات أو الكفالات والديون إلا إذا نص عليها صراحة نظام التسيير واللائحة⁽²¹⁾؛

يحدد نظام إدارة الصندوق شروط ومعايير الإدارة والتوظيف وتخصيص السيولة للصندوق والتي يمكن توظيفها في القيم التالية⁽²²⁾:

- أ- القيم المصدرة من قبل الخزينة وأوراق المديونية المضمونة من قبل الدولة؛
 ب- الدوائع المنفذة لدى مؤسسة إقراض معتمدة طبقاً للتشريع المعمول به؛
 ج- أوراق المديونية القابلة للتداول؛
 د- حصص صناديق التوظيف الجماعي في التسنيدي باستثناء حصصه الخاصة؛
 هـ- الحصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة في أسواق الأوراق المالية أو النقدية؛

يملك مجلس القيم المنقولة سلطتي الرقابة المستمرة والتحقق وذلك بموجب القانون 06/33 على كل من صناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي والمؤسسات البادئة والمؤسسات المؤتمنة والمسيرة وماسكو حسابات التخصيص الخاصة بالصناديق وماسكو حسابات الحصص وأوراق المديونية المصدرة من قبل صناديق التسنيدي.

كما لا بد أن تضع المؤسسات المسيرة وقبل إنشاء صناديق التسنيدي لدى مجلس القيم المنقولة وثيقة معلومات خاصة بها وذلك طبقاً لنموذج نمطي مقترح من قبل المجلس، والذي تم وضعه تحت

(21)- يمكن لصناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي قصد تغطية المخاطر المترتبة عن الديون التي تمتلكها الحصول على ضمانات تمنحها مؤسسات الائتمان المعتمدة ومقاولات التأمين وإعادة التأمين وهذا طبقاً لقرار وزير الاقتصاد والمالية رقم 2563.10 الصادر في 2010/9/6.

(22)- ظهير شريف رقم 1/08/95 الصادر في 20 أكتوبر 2008 بتنفيذ القانون رقم 06/33 المتعلق بتسنيدي الديون، مرجع سابق، ص: 26.

مسؤولية المؤسسات البادئة من أجل توظيف الأوراق المالية المصدرة من قبل الصندوق بالقرب من المستثمرين.

ثالثا: المعايير المحاسبية المطبقة على تسنيدي الديون بالمغرب

تم وضع المعايير المحاسبية المطبقة على صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي حاليا أو المعالجة المحاسبية لعمليات التسنيدي بواسطة الأمر الصادر عن وزارة الاقتصاد المالية والخصوصة والسياحة المغربية رقم 01/351 والصادر في فيفري 2001، هذا الأخير يحدد المعايير المحاسبية المطبقة على تسنيدي ديون الرهن العقاري.

تتكون أصول ميزانية الصندوق أساسا من الديون المؤرقة والمسجلة بقيمتها الاسمية، ويشكل الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الشراء انخفاض أو فائض والذي يسجل في جانب الأصول للميزانية والذي سيكون محل عرض أو نشر وفقا للطرق المحددة عن طريق نظام تسيير الصندوق، والطريقة الأنسب لهذا العرض هي تلك المتعلقة بالنسب الاكتوارية أو الحسابية والتي لا بد من إعادة فحصها مع كل قرار محاسبي تبعا لكل التعثرات المحققة، الانخفاض الناتج عن فائض القيمة يسجل في جانب الخصوم، حيث يتحقق الانخفاض عندما تصبح عدم التغطية الكلية أو الجزئية لدين محتمل وذلك عن طريق تشكيل مؤونة للمخاطر والتكاليف، أما عندما يصبح الدين غير قابل للتحويل فإن مبلغه يحمل للتكاليف.

تسجل الحصص والسندات المصدرة من قبل الصندوق بقيمتها الاسمية وتقدم منفصلة في جانب الخصوم للميزانية، ويظهر الفرق مقارنة بسعر الإصدار في الميزانية في بند فارق الإصدار، ومصاريف الإصدار المتحملة من قبل الصندوق تسجل في جانب الأصول في بند مصاريف أولية (إعدادية)، حيث تمتلك هذه المصاريف بطريقة خطية طيلة مدة عمل الصندوق؛ أما التسيقات المنفذة للصندوق من قبل المؤسسة المكلفة بالتحويل يتم تسجيلها محاسبيا في ديون الخزينة.

تبعا للإصلاح الجديد للإطار القانوني للتسنيدي، يتم حاليا التحضير لمشروع معايير محاسبية جديدة من قبل المجلس الوطني للمحاسبة بالمغرب، والذي يهدف إلى توسيع الإطار المحاسبي الحالي وذلك بالأخذ بعين الاعتبار مستجدات تم إدخالها بموجب القانون 06/33 المتعلق بالتسنيدي، خصوصا:

- 1- إمكانية اللجوء للاقتراض وتوسيع الديون القابلة للتسنيدي: ديون مشكوك فيها وديون القرض الإيجاري والديون المستقبلية... الخ)؛
 - 2- إمكانية التنازل عن ديون تحت ظروف معينة وإمكانية تشكيل أقسام داخل الصندوق؛
 - 3- أما القواعد المحاسبية المطبقة على المؤسسات البادئة، يعالج التسنيدي على مستوى المخطط القانوني المحاسبي كتنازل، وبالتالي فإن الديون المتنازل عنها تختفي من ميزانية المتنازل منذ استلام "لائحة التنازل"، وتقتصر المعايير المحاسبية الدولية تحليلا على عدة مراحل من أجل تحديد إذا ما كان الأصل المالي سيتم إدراجه محاسبيا أم لا تبعا للتنازل، والمراحل الأساسية هي (23):
 - أ. تحديد إذا ما كان كل الأصل تم تحويله؛
 - ب. فحص إذا ما كانت حقوق تحصيل غالبية التدفقات المالية للأصول المحولة والمزايا المرتبطة بها تم تحويلها مع الأصول المتنازل عنها؛
 - ج. تحديد إذا ما كانت أغلبية المخاطر المرتبطة بالأصول تم تحويلها كذلك؛
 - د. تحديد إذا ما كانت الرقابة المرتبطة بالأصول تم تحويلها.
- عندما تجتمع هذه الشروط، يمكن للهيئة المتنازلة عدم التسجيل المحاسبي للأصول المحولة، أما على مستوى قواعد التوطيد لابد وأن يأخذ بادئ العملية بالحسبان بعض المعايير من أجل تحديد إذا ما كان على هيئة التسنيدي أن تدمج التوطيد في أي حالة وإظهار الأصول المؤرقة في ميزانيتها المؤرقة؛

المحور الخامس: تجربة القرض العقاري والسياسي بالمغرب

ظل القرض العقاري والسياسي الذي تم إنشاؤه سنة 1920 لمدة طويلة المصرف المغربي الاختصاصي في القروض المرتبطة بالتشجيع العقاري والسياسي ويطمح اليوم ليكون مصرفا شاملا حقيقيا، وهو مشروع يندرج فيه اقتناء 34% من رأس مال المغاربة للتأجير و 46% من رأس مال صوفاك للقرض، كما أنه يعد تابعا لمجموعة صندوق الإيداع والتدبير.

تم في إطار عمليات التسنيدي بالمغرب إطلاق أربعة صناديق للتوظيفات الجماعية للتسنيدي من قبل القرض العقاري والسياسي بمساهمة المغاربة للتسنيدي ويتعلق الأمر بـ (CREDILOG1) و(CREDILOG2) و(CREDILOG3) و(CREDILOG4).

(23)- Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM), la titrisation, janvier 2011, p : 27.

أولاً: صندوق (CREDILOG1): تم تنظيم أول عملية تسديد لقروض الرهن العقاري بالمغرب من قبل القرض العقاري والسياحي في إطار عملية إعادة هيكلته، كما جاءت هذه العملية لتعزيز النظام المالي حيث يعد التسديد أداة لعصرنة السوق المالية، ويمنح إمكانيات جديدة للتوظيف بالنسبة للمستثمرين، كما يعد أداة لتمويل قطاع أساسي في الاقتصاد وهو قطاع السكن.

تم إنشاء صندوق (CREDILOG1) في 16 أبريل 2002 بامتلاكه 4689 قرصاً بمبلغ اسمي قدر بحوالي 520.007.176,04 درهم^(*)، وتمت تسوية امتلاك هذه القروض عن طريق ناتج الإصدار لأربع فئات (P1) و (P2) و (S) و (R)، حيث كلا من (P1) و (P2) هي حصص ذات أولوية، أما (S) فهي الحصص التابعة و (R) هي الحصص المتبقية والمكتتبة من قبل القرض العقاري والسياحي والتي سيتم التسديد لها عند أجل الاستحقاق عن طريق تخصيص عائد التصفية⁽²⁴⁾.

تسديدات الديون (رأس المال + الفوائد) تودع في هذا الصندوق، وبعد التسديد للمستثمرين وشركة التسيير، يعيد الصندوق إيداع المبلغ المتبقي للمتنازل تبعاً للتسديدات ويصبح بذلك مالكا للديون (تدفقات نقدية وضمانات وامتيارات... الخ)؛ كما تضمن المؤسسة المتنازلة تغطية الديون وتحول للصندوق كل التدفقات المالية (آجال الاستحقاق والتسديدات المسبقة) المرتبطة بالديون ويكون التسديد دورياً وفقاً لفئة الأوراق المالية المملوكة؛ فارق الفائدة الموجود بين مبلغ الفوائد المستحقة على القروض المورقة من جهة ومبلغ الفوائد المدفوعة لحاملي الأوراق المالية والعمولات المستحقة من طرف الصندوق من جهة أخرى تغذي تدريجياً صندوق الاحتياط.

هناك العديد من تقنيات تعزيز الائتمان والتي تهدف إلى تقوية آليات تغطية مخاطر عجز المدينين والتي يمكن استخدامها، كالضمانات الخارجية أو الداخلية أو إصدار حصص متبقية أو حصص تابعة، بالإضافة إلى فارق القيمة وصندوق الاحتياط، كما يمكن لصندوق التوظيف

(*) - تم بيع الديون لهيئة ذات غرض خاص وكانت عبارة عن قروض متوسطة وطويلة الأجل ذات أسعار فائدة ثابتة ومضمونة عن طريق رهونات من الدرجة الأولى لصالح صناديق التوظيف الجماعي للتسديد والتي قامت بمقابلها بإصدار أوراقا مالية تباع للمستثمرين.

(24) - **Note d'Information, CREDILOG1**, Avril 2002, p : 5.

الجماعي للتسنيدي اللجوء لتمويل احتياجه مؤقتة للسهولة عن طريق اللجوء لإقتراضات نقدية حُدِد سقفها بـ 10% من الأصول الصافية للصندوق أو إحدى أقسامه في بداية السنة (25)؛

سمحت هذه العملية للقرض العقاري والسياحي بتحسين نظام المعلومات وتأهيل سلاسل المعالجات وتقوية الجهاز والتغطية وإعطاء فعالية أفضل للمكتب الخلفي بالإضافة إلى تقوية روح الفريق، كما يحمل التسنيدي العديد من المزايا لبادئ العملية بحيث منحه حلا جديدا لإعادة التمويل دون إسهامات للأموال الخاصة وبأقل تكلفة مقارنة بالاقتراض فيما بين المصارف أو إصدار قرض سندي، وهذا راجع لوجود علاوة مخاطر أقل، ومن جهة أخرى فإن تسنيدي المصرف لجزء من محفظة قروضه سوف يحدث دخولا للخزينة مقابل خروج جزء من التزاماته من الميزانية، فبالإضافة لتسهيلات التمويل فقد حول القرض العقاري والسياحي جزءاً من مخاطره نحو أطراف أخرى وحسن بذلك النسب الاحترازية؛

تم إصدار الحصص لصالح أول صندوق للتوظيفات الجماعية للتسنيدي في 22 أبريل 2002 والذي سمي بـ (CREDOLOG1) (*) وقد قام بعملية الإصدار كل القرض العقاري والسياحي والمغربية للتسنيدي، وتم بذلك ميلاد سوق الرهن العقاري المغربية، ولقد كان لشركة (MT) هدف وحيد وهو امتلاك قروض الرهن العقاري المتنازل عنها من قبل (CIH) لإصدار ولمرة واحدة قيمة منقولة تسمى "حصصا" مثلة للقروض المذكورة سابقا في أربع فئات متميزة بمبلغ 500 مليون درهم؛ حصص ذات الأولوية (parts prioritaires) (P1) متوسط أجلها يقارب 3 سنوات وتمثل 73% من الإصدار وحصص ذات الأولوية (P2) متوسط أجلها يقارب 9 سنوات وتمثل 21% من الإصدار والحصص الثانوية التابعة (S) ومتوسط أجلها يقارب 5 سنوات وتمثل 5% من الإصدار والحصص الثانوية المتبقية (part secondaire résiduelle) (R) والمكتتب فيها من قبل القرض العقاري والسياحي (26).

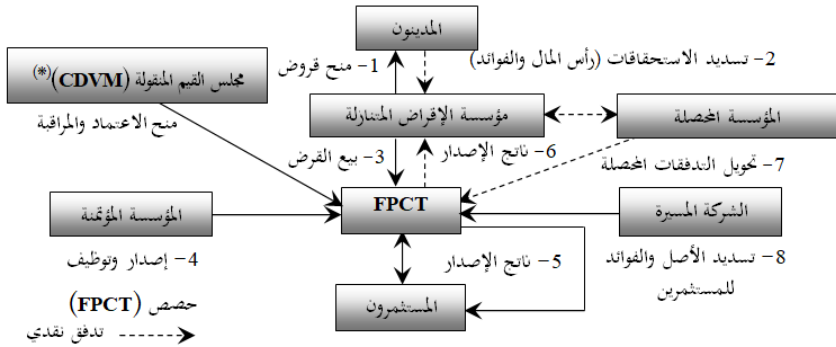
(25) - يمكن تجاوز هذا السقف في حالتين: (*) - إذا نص نظام تسيير الصندوق صراحة على سقف أعلى، (*) - بمبادرة من الصندوق بشرط أن يحظ بقبول مجلس القيم المنقولة. ويقصد بأصل صافي: "رأس المال المتبقي المستحق للديون التي لم يحن أجل استحقاقها بعد"، وهذا طبقا للقرار الوزاري رقم 2564/10 الصادر في سبتمبر 2010 والمحدد لسقف الاقتراضات النقدية، المادة 1 و2.

(*) - CREDILOGE أو القرض العقاري الممنوح للأفراد وهو من بين المنتجات المقدمة من قبل القرض العقاري والسياحي إلى جانب التمويل المسبق ومخطط ادخار - سكن (ISKANE).

(26) www.maghrebititrisation.ma/servlet/ServletDocumentation?tache=Selection&idType=2

يوضح الشكل الموالي مراحل عمليات التسديد بالمغرب.

الشكل رقم (2): مراحل عملية التسديد بالمغرب



(*)- Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières.

Source: www.maghrebitrisation.ma/jsp/qui-sommes/index.jsp.

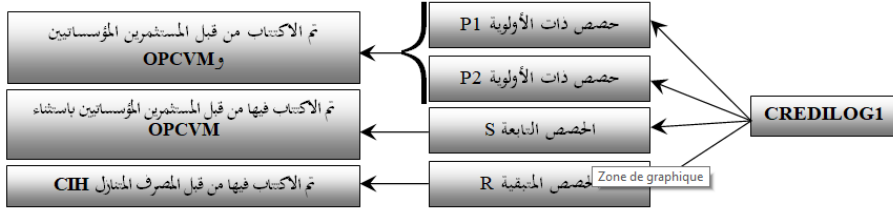
وفقا للقانون المغربي المتعلق بالتسديد، فإنه لا يمكن أن يكتب في حصص (FPCT) إلا من قبل المستثمرين المؤسساتيين كهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ومؤسسات الإقراض وهيئات التقاعد والمعاشات وشركات التأمين... الخ، أما الأشخاص الطبيعيون فقد تم استبعادهم من قبل القانون ولكن بإمكانهم الاكتتاب بشكل غير مباشر في هذه المنتجات المالية عن طريق هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (27)؛

ضمت عملية التسديد بالإضافة للقرض العقاري والسياحي كلا من صندوق الإيداع والتدبير والصندوق المركزي للقرض العقاري لفرنسا (CCCIF) و (UPLINE) و (M.S.IN) و (Proparco) وهذه الأخيرة تم إنشاؤها سنة 1977 وهي شركة ترقية ومساهمة للتعاون الاقتصادي وممثلة من قبل الوكالة الفرنسية للتنمية ويتمثل دورها في إيجاد مساهمات (من 5% إلى 20%) في رأس مال المؤسسات على مدة متوسطة تقدر بـ 5 سنوات، والهدف من هذه المساهمة هو تشجيع خلق وتطوير فروع لها في عدة مناطق ومن بينها الدول الإفريقية (28)؛ يوضح الشكل الموالي هيكل الإصدار وكيفية الاكتتاب في حصص الصندوق (1 CREDILOG).

(27)- Idem.

(28)- Samia Oulounis, **Gestion financière internationale**, Alger, O.P.U, 2005, p : 74.

الشكل رقم (3): هيكلية الإصدار لصندوق (CREDILOG 1)



المصدر: من إعداد الباحثة انطلاقا من معطيات شركة المغربية للتسديد.

أما عن نسب الاكتتاب فقد جاءت على الشكل التالي، تم الاكتتاب في الحصص ذات الأولوية (P1) بـ 18% من قبل مؤسسات الإقراض و 20% من قبل هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة و 38% من قبل شركات التأمين وصناديق التقاعد و 24% من قبل المستثمرين المؤسساتيين الآخرين، وتم الاكتتاب في الحصص (P2) بصورة واسعة من قبل هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة بـ 41% وشركات التأمين وصناديق التقاعد بـ 50%؛ وأما الحصص التابعة (S) فقد تم الاكتتاب فيها بـ 60% من قبل مؤسسات الإقراض⁽²⁹⁾.

يستخدم معدل التقييم (taux de valorisation) لتقييم القروض المملوكة من قبل الصناديق، وتكمن الفكرة في ضمان معدلات تفضيلية لمؤسسات الإقراض المانحة للقروض وإمكانية التنازل عنها بسعر أعلى من قيمتها الاسمية.

يوضح الجدول الموالي هيكلية الإصدار لصندوق (CREDILOG1)

الجدول رقم (7): هيكلية الإصدار لصندوق (CREDILOG1)

نوع الحصص	عدد الحصص	المبلغ	معدل الفائدة	أجل الاستحقاق	متوسط الأجل (سنة)
P1	3650	365.000.000,00	6.22%	سبتمبر 2008	2.84
P2	1080	108.000.000,00	7.32%	مارس 2016	8.8
S	250	25.000.000,00	6.3%	مارس 2016	4.67
R	1	2.000.738,57	-	-	-
المجموع	4981	500.000.738,57			

Source: www.maghrebitrisation.ma/credilog1_évolution.jsp

تواصلت تغذية صندوق الاحتياط حتى بلغ عتبة 25 مليون درهم والناتجة عن الفرق بين التسديدات المنفذة من قبل المقترضين بمعدل 12.7% والتسديدات المنفذة من قبل الصندوق للمستثمرين بمعدل

⁽²⁹⁾www.maghrebitrisation.ma/servlet/ServletDocumentation?tache=Selection&idTy pe=2

6.64% والتكاليف المتعلقة بتسييره، وبالموازاة مع ذلك فقد تمت تغطية الصندوق ضد مخاطر التعثر عن التسديد للمقترضين من خلال الضمانات المرتبطة بالقروض وصندوق الاحتياط وعن طريق إصدار الحصة المتبقية والتي تتحمل أولاً خطر التعثر عن التسديد، إضافة إلى التسيقات التقنية من قبل المصرف المتنازل؛ وشكلت (Proparco) ضماناً للحصص التابعة للصندوق عن طريق التزامها بالتسديد لها عند حلول آجال استحقاقها⁽³⁰⁾؛

كان الهدف بالنسبة لصندوق (CREDILOG1) هو وضع هيكل ذات نوعية جيدة مماثلة لسندات الخزينة حيث تم إتباع معايير التصنيف (AAA) من أجل الوصول لمنتج ذا إمضاء جيد⁽³¹⁾، وكانت أولى الضمانات المقدمة للمستثمرين هو استفادة القروض برهن من الدرجة الأولى⁽³²⁾ وبهذا الضمان الحقيقي فقط يمتلك الصندوق تغطية بأكثر من 150%، ثم تأتي الضمانات المالية والتي على رأسها صندوق الاحتياط بـ 25 مليون درهم والذي من الممكن أن يصل إلى 40 مليون درهم، إضافة إلى خط تسيق تقني في حالة وجود احتياج في السيولة ويسقف قدر بـ 30 مليون درهم والذي يمكن استعماله في أية لحظة، أما ثالث ضمان فيتعلق بهيكله الحصص المصدرة بين حصص ذات أولوية والتي لها الأولوية على التسديدات والحصة المتبقية والتي تمثل حماية إضافية للمستثمرين، وإلى جانب هذا يظهر ضمان (Proparco) التي تمنح إمضاءً دولياً للحصص التابعة⁽³²⁾؛

ثانياً: صندوق (CREDILOG2): تم إطلاق ثاني صندوق والذي سمي بـ (CREDILOG2) خلال سنة 2003 وبمبلغ 1 مليار درهم وهو ذا هيكله مشابهة لـ (CREDILOG1) لكن دون ضمان خارجي من قبل (Proparco)، وتتلخص هيكله إصدار (CREDILOG2) في الجدول الموالي⁽³³⁾:

⁽³⁰⁾- Idem.

⁽³¹⁾-www.maghrebitrisation.ma/credilog1_évolution.jsp

(³)- عقد رهن يضمن للذي يملكه الأولوية على الأصل المرهون في حالة تعثر المقترض عن التسديد.

⁽³²⁾-www.maghrebitrisation.ma/credilog1_évolution.jsp

⁽³³⁾-www.maghrebitrisation.ma/Securization "The North African experience" Asset Backed Finance, Dubai Conference 15-19/5/2005, p: 10.

ثالثا: صندوق (CREDILOG3): تم إنشاء ثالث صندوق في 22 ديسمبر 2008، وخصص هذا الإصدار للمستثمرين المؤسساتيين وفقا للقانون المغربي، وتتلخص هيكلية الإصدار للصندوق في الجدول الموالي:

الجدول رقم (9): هيكلية الإصدار لصندوق (CREDILOG3)

نوع السندات والحصصة	عدد السندات والحصصة	المبلغ الاسمي الإجمالي	المبلغ الاسمي الوحدوي	معدل الفائدة %
A1	12 750	1.275.000.000,00	100.000,00	4,83
A2	1 500	150.000.000,00	100.000,00	5,42
B	740	74000.000,00	100.000,00	5,39
R	1	1.000.888,46	1.000.888,46	
الجموع	14 991	1.500.000.888,46		

Source : Communiqué de presse/CDVM, décembre 2008, p : 1.

رابعا: صندوق (CREDILOG4): تم إطلاق الصندوق الرابع للقرض العقاري والسياحي في 30 أبريل 2014، تم تشكيله انطلاقا من التنازل عن ديون رهن عقاري قدرت بحوالي المليار و200 مليون درهم والذي كان عبارة عن قرض سندي وحُصِصَت العملية للمستثمرين المؤسساتيين ومؤسسات الإقراض وهيئات التوظيف الجماعي بمبلغ 960 مليون درهم، والباقي والمقدر بحوالي 240 مليون درهم فكانت عبارة عن حصص متبقية (R1 و R2 بمبلغ 140 و100 مليون درهم على التوالي) تم الاكتتاب فيها من قبل القرض العقاري والسياحي، ويلخص الجدول الموالي بعض البيانات المتعلقة بالصندوق.

الجدول رقم (10): (FT CREDILOG IV)

رمز المؤتمن المركزي	Ma0000050320	نسبة الكوبون	4,42%
الفئة	FPCT	نسبة تعزيز الائتمان	20%
رأس المال الأولي	12000 12 996,18	المعدل المتوسط المرجح	8,7%
رقم الاعتماد	AG/ / 001/2014	المدة المتوسطة المرجحة المتبقية	184 شهر
تاريخ الاعتماد	25/04/2014	تاريخ الاستحقاق	2022/4/10

Source : www.cdvm.gov.ma/instruments-financiers/opc/ft-credilog-IV

رصيد الصناديق في 2015/06/30 موضح في الجدول المبسط التالي:

الجدول رقم (11): رصيد الصناديق في 2015/06/30

الرصيد لغاية 2015/06/30 مليون درهم	FPCT
تمت تصفيته	CREDILOG1
تمت تصفيته	CREDILOG2
713,4	CREDILOG3
908,3	CREDILOG4

Source: Communication financière résultats au 30/06/2015, p : 4

ملاحظة: صدر قرار لوزير الاقتصاد والمالية بالمغرب باعتماد شركة "التجاري للتسنيدي" Attijari "titrisation" لمزاولة مهمة مؤسسة تسيير صناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي بناءً على طلب الاعتماد الذي قدمته الشركة بتاريخ 16 ديسمبر 2013⁽³⁵⁾، وعلى طلب منح الاعتماد المقدم من طرف مقاولو التأمين وإعادة التأمين "كوفاس المغرب" وبعد موافقة مجلس القيم المنقولة بتاريخ 19 مارس 2014 فُرر اعتماد شركة "التجاري للتسنيدي" لمزاولة مهمة مؤسسة تسيير الصناديق الجماعية للتسنيدي.

كما تم بناء على طلب الاعتماد الذي قدمته BMCE capital titrisation بتاريخ 2015/8/4 وبعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة بتاريخ 2015/10/20 تقرر اعتمادها لمزاولة مهمة مؤسسة تدير صناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي⁽³⁶⁾.

يلخص الجدولين المواليين بعض البيانات التعريفية الخاصة "بالتجاري للتسنيدي" و "BMCE capital titrisation".

الجدول رقم (12): التجاري للتسنيدي

التجاري للتسنيدي	التسمية
التسنيدي أو التسنيدي	الموضوع الاجتماعي
11 400 000.00 درهم	رأس المال الاجتماعي
2014/11/25	تاريخ أول اعتماد
قرار وزاري رقم 4246-14	رقم الاعتماد
شارع الحسن الثاني 163 الدار البيضاء	العنوان

Source : www.ammc.ma/entreprises-de-marché/societes-de-gestion/attijari-titrisation

⁽³⁵⁾ - قرار وزير الاقتصاد والمالية رقم 4246.14 الصادر في 25 نوفمبر 2014، الجريدة الرسمية المغربية، عدد رقم 6322، 1 يناير 2015، المادة الأولى، ص: 171.

⁽³⁶⁾ - قرار لوزير الاقتصاد والمالية رقم 4072.15 الصادر في 2015/12/7، ج ر، عدد 6430، 2016/1/14، ص: 338.

الجدول رقم (13): BMCE capital titrisation

التسمية	BMCE capital titrisation
الموضوع الاجتماعي	التسنيدي أو التسنيدي
رأس المال الاجتماعي	2 000 000.00 درهم
تاريخ أول اعتماد	2015/12/07
رقم الاعتماد	قرار وزاري رقم 4072-15
العنوان	63 شارع المولاي يوسف

Source : www.ammc.ma/entreprises-de-marché/societes-de-gestion/bmce-capital-titrisation

المحور السادس: تجربة البنك الشعبي المركزي

بعد غياب دام ثلاث سنوات، عرف سوق التسنيدي بالمغرب انطلاقة حقيقية سنة 2012، بعد إعلان أربع هيئات رغبتها بالتنازل عن ديونها بمبلغ قدر بحوالي 6 مليار درهم، والبدية كانت مع "البنك الشعبي" بعملية وصل مبلغها لمليار درهم، وبعدها جاء دور كل من "الديوان الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب" والقرض الفلاحي المغربي" و"البنك العقاري والسياحي" و"التجاري وفا بنك" والعملية الخاصة به في طور المصادقة من قبل مجلس القيم المنقولة.

كما أن الدراسات جد متقدمة من أجل وضع حيز التطبيق لآلية تسنيدي الديون البتولية المملوكة على صندوق المقاصة، وقد فتحت عملية البنك الشعبي الطريق أمام مصارف ومؤسسات عامة أخرى خاصة وأن العمليات التي تتم هيكلتها من قبل المغاربية للتسنيدي تتسم بالشفافية ومؤمنة خاصة ما تعلق بالأصول المرجعية أو محل العقد⁽³⁷⁾.

أولاً: وصف عام للعملية: تمت تسمية صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي لهذه العملية بـ

(FPCT SAKANE)، حيث كانت المغاربية للتسنيدي المؤسسة المنظمة والمستشار المالي للبنك

الشعبي بالإضافة إلى كونها المؤسسة المسيرة لهذا الصندوق، وكانت هذه العملية هي الأولى من

نوعها بعد دخول القانون الجديد حول التسنيدي محل التطبيق، كما وُصفت بأنها عملية ناجحة.

يدخل هذا الصندوق في إطار إستراتيجية التنوع لمصادر التمويل لمجموعة البنك الشعبي وتمت

هيكله الصندوق بطريقة تسمح بتعظيم أمان المستثمرين، حيث يتكون جانب أصوله من ديون رهن

عقاري مملوكة من قبل 11 بنكاً شعبياً إقليمياً، ويتعلق الأمر بديون سليمة ذات معدل ثابت مغطاة

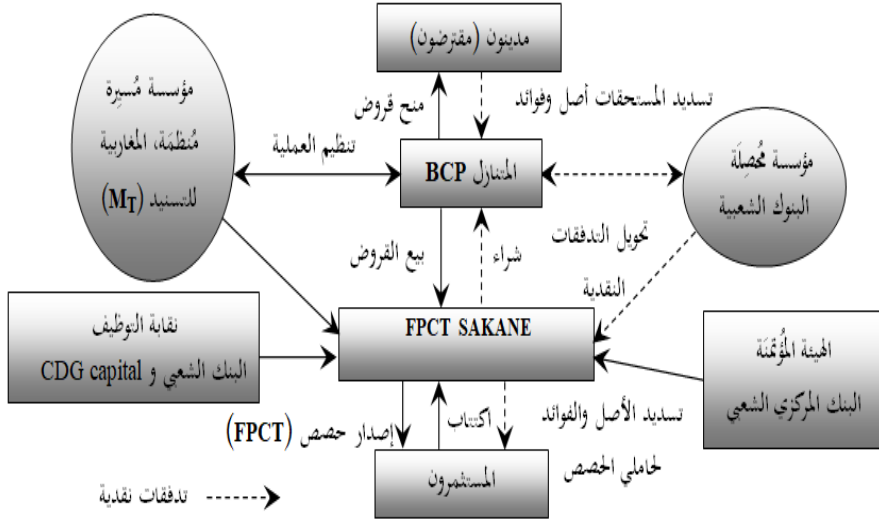
(37)-

www.maghrebtitrisation.ma/servlet/ServletDocumentation?tache=Selection&idType=

بشكل خاص برهونات من الدرجة الأولى والتي يستفيد منها كل قرض مُورق وتأمينات استغلال؛ ولتمويل هذا الامتلاك أصدر الصندوق ثلاث فئات من السندات للمستثمرين المؤسساتيين، سندات ذات أولوية "B" و "A" وسندات تابعة "S" بالإضافة إلى حصص متبقية تم الاكتتاب فيها من قبل البنوك الشعبية الجهوية⁽³⁸⁾، كما استفادت هذه السندات من العديد من آليات التغطية سيتم ذكرها لاحقا.

يمكن توضيح الأطراف المتدخلة في العملية من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (5): الأطراف المتدخلة في عملية التسديد للبنك الشعبي



CDG capital: مصرف الأعمال لصندوق الإيداع والتدبير، مؤسسة تابعة 100% لهذا الأخير، مهمته تدبير الموجودات وفعلا مرجعا لمصرف الاستثمار بالمغرب، كما يساهم في تطوير الأسواق المالية وفي التدبير الجيد للادخار الوطني وذلك عبر تشكيلة من 50 هيئة للتوظيف الجماعي بالقيم المنقولة مطابقة للمعايير الدولية⁽³⁹⁾.

المصدر: من إعداد الباحثة.

(38)-FPCT SAKANE, **Extrait de note d'information**, janvier 2012, p : 4.

(39)-إصدارات صندوق الإيداع والتدبير، مجموعة وائدة في مغرب متنامي، من أجل مغرب المستقبل، مرجع سابق، ص: 10.

يوضح الجدول الموالي أهم خصائص الصندوق:

الجدول رقم (14): (FPCT SAKANE)

تسمية الصندوق	سكن
المنطقة	المغرب
فئة الأصول	رهن عقاري سكني (RMBS)
المصدر	صندوق توظيف جماعي للتسنيدي سكن
مبلغ العملية	مليار درهم
المُنظّم	المغربية للتسنيدي
وتيرة الاهتلاك	فصلية
نقابة التوظيف	المصرف المركزي الشعبي، مصرف الأعمال لصندوق الإيداع والتدبير CDG capital
وتيرة دفع الفوائد	فصلية
شركة التسيير	المغربية للتسنيدي
تسمية بلومبارغ	سكن 1 SAKANI
المُحصيل	المصرف المركزي الشعبي
مراقبي الحسابات	Price Waterhouse
رقم الترخيص	AG/TI/001/2012
رقم التأشيرة	VI/TI/001/2012
رمز المؤنن المركزي	MA 0000050122

Source : www.cdvm.gov.ma/instruments-financiers/opc/Sakane.

كانت فترة الاكتتاب خلال الفترة الممتدة من 25 إلى 27 جانفي 2012، وتم إنشاء الصندوق في 30 جانفي 2012، يوضح الجدول الموالي الخصائص العامة للسندات المُصدّرة.

الجدول رقم (15): خصائص السندات المُصدّرة في إطار (FPCT SAKANE)

نوع السندات	عدد السندات	المبلغ الاسمي الإجمالي	المبلغ الاسمي الوحدوي	معدل الفائدة
سندات A	5000	500 000 000	100 000	4,45%-4,35%
سندات B	4150	415 000 000	100 000	4,60%-4,50%
سندات S	500	50 000 000	100 000	5,11%-5,01%
الحصص المتبقية	11	35002 283,24	غير مسجلة	غير مسجلة
الاجموع	9661	1000 002 283, 24	-	-

Source : FPCT SAKANE, **Extrait de note d'information**, janvier 2012, p : 3.

ثانيا: أهداف العملية: قرر مجلس إدارة البنك المركزي الشعبي بتاريخ 23 ديسمبر 2009، وضع حيز التنفيذ برنامج تسنيدي للديون المملوكة من قبل المصرف وتشكيل صندوق التوظيف

الجماعي للتسنيد سكن، وقد تم تحديد معدلات الإصدار بالتشاور بين البنك الشعبي والمغربية للتسنيد ونقابة التوظيف.

كان الهدف الأساسي من هذه العملية هو تنويع مصادر التمويل بالنسبة للبنك الشعبي، وتحتك الأوراق المالية المصدرة من قبل الصندوق تدريجيا مع اهتلاك الديون المتنازل عنها والتي تشكل جانب الأصول للصندوق والذي ينتهي بالإطفاء الفعلي لآخر دين متنازل عليه؛ إلا في حالة التصفية المسبقة والتي قد تكون عندما يصبح رأس المال المتبقي المستحق للديون المملوكة من قبل الصندوق أقل من 10% من رأس المال المتبقي المستحق للديون بتاريخ الإصدار الأولي⁽⁴⁰⁾؛

تمت عملية التنازل عن طريق "قائمة تنازل" وفقا للاتفاقية، والديون ناتجة عن قروض ممنوحة من قبل البنك الشعبي للأفراد خاصة لتمويل امتلاك وإنشاء مساكن فردية، هذه القروض مضمونة عن طريق رهونات من الدرجة الأولى بمعدل ثابت وتحتك عن طريق أقساط شهرية ثابتة؛ بعد التنازل عن الديون لصالح الصندوق، تبقى مسيرة إما من قبل البنك الشعبي طبقا لاتفاقية التحصيل التي تم إمضاؤها مع المغربية للتسنيد أو من قبل كل هيئة تنوب عنه طبقا للقانون 33/06، كما يمكن للصندوق وبعد هذا الإصدار امتلاك قيم خزينة أو الاكتتاب في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة النقدية أو السندية أو تنفيذ ودائع لأجل لدى المصارف فقط، وهذا في إطار توظيف سيولة متوفرة مؤقتا خاصة حساب الاحتياط وهذا طبقا للتنظيم المعمول به⁽⁴¹⁾؛

يوضح الجدول الموالي معطيات إحصائية وتاريخية متعلقة بالديون المتنازل عنها للصندوق بتاريخ التنازل الأولي.

(40)- FPCT SAKANE, Extrait de note d'information, op.cit., p : 6.

(41)- طبقا للمادة 27 من القانون 06/33.

الجدول رقم (16): معطيات إحصائية وتاريخية متعلقة بالديون المتنازل عنها

المؤشرات	
التاريخ	2011/12/31
عدد الديون	3358
المبلغ الإجمالي للديون بليون درهم	1000 002 283,24
رأس المال المتبقي المستحق الأدين للديون	27 983,00
رأس المال المتبقي المستحق الأقصى للديون	5 260 332,00
رأس المال المتبقي المستحق المتوسط للديون	2 97 797,00
المعدل المتوسط	6,45%
المعدل المتوسط المرجح	6,30%
المدة المتوسطة	209 شهر
المدة المتوسطة المرجحة	210 شهر
المدة الدنيا	59 شهر
المدة القصوى	300 شهر
المدة المتوسطة المتبقية	161 شهر
المدة المتبقية المرجحة	169 شهر
معدل خضوع مخزون القروض للرسم على القيمة المضافة	98,5%
معدل التغطية للرهن العقاري بتاريخ المنح	142,40%
معدل التغطية للرهن العقاري بتاريخ الاختيار	171,50%

Source : FPCT SAKANE, **Extrait de note d'information**, janvier 2012, p : 5.

يوضح الجدول توزيع القروض المختارة حسب موضوعها

الجدول رقم (17): توزيع القروض المختارة لعملية التسنيدي حسب موضوعها

موضوع القرض	العدد	رأس المال المتبقي المستحق بليون درهم	نسبتها من المبلغ الإجمالي %
شراء مسكن جديد	2518	781 926 363,17	78,19
شراء مسكن قديم	472	97 293530,37	9,73
إنشاء سكن	259	91 112 448,78	9,11
أخرى	109	29 669 940,91	2,97
المجموع	3358	1000 002 283,23	100

Source : FPCT SAKANE, **Extrait de note d'information**, janvier 2012, p :6.

بالإضافة إلى المعطيات السابقة، فإن 82,65% من القروض المختارة كانت موجهة لعملاء محليين، في حين أن 17,35% كانت موجهة لمغاربة مقيمين بالخارج. ثالثا: التعزيز الائتماني للحصص المصدرة: تستفيد الحصص "A و B" ذات الأولوية من تدفقات التسديد للديون المتنازل عليها، لها أمد وأجل متوسط على التوالي 4,48 سنة و 5,13 سنة بالنسبة للسندات "A" و 4,65 سنة و 5,53 سنة للسندات "B"، أما السندات "S"

فهي سندات تابعة لتدفقات التسديد للديون المتنازل عليها؛ مقارنة بالسندات "A" و "B" للسندات "S" أمد وأجل متوسط تقديريين على التوالي 10,85 سنة و 14,6 سنة، توجه هذه السندات لمستثمرين مؤهلين بموجب القانون الخاص بعمليات التسديد⁽⁴²⁾.

يمكن للبنك الشعبي المركزي الاكتتاب في سندات "صندوق سكن"، سواء "A" أو "B" أو "S"، أما الحصص المتبقية "R" فقد تم الاكتتاب فيها من قبل البنوك الشعبية الجهوية أو الإقليمية والتي تتحمل أولاً مخاطر التعثر عن التسديد. تم تغطية حاملي الحصص ضد مخاطر التعثر أو الإعسار للمدينين عن طريق الآليات والضمانات التالية⁽⁴³⁾:

فارق أسعار الفائدة: الموجود بين الفوائد المستحقة على المدينين ومجموع الكوبونات المدفوعة لحاملي الحصص المصدرة والضمانات المرتبطة بالديون المتنازل عنها من قبل البنك الشعبي (رهونات من الدرجة الأولى وتأمينات الوفاة والعجز وكل الكفالات الأخرى أو الضمانات المرتبطة بالديون المتنازل عنها وحساب الاحتياط الذي تم إنشاؤه من قبل الصندوق في حدود المسموح به قانوناً وإصدار حصص متبقية والتي تتحمل أولاً مخاطر التعثر للمدينين وتسيقات السيولة لصالح الصندوق من قبل مصرف السيولة طبقاً لاتفاقية خط السيولة أما بالنسبة لحاملي السندات "A" و "B" تضاف للتغطيات السابقة إصدار سندات تابعة والتي تتحمل مخاطر التعثر للمقترضين قبل السندات "A" و "B"، كما تمثل الضمانات الحقيقية للحقوق المتنازل عليها لصالح الصندوق معدل تغطية للرهن العقاري بحوالي 171% بتاريخ الإصدار الأولي أو الابتدائي؛ يمكن أن يتنازل البنك الشعبي في كل تاريخ لإعادة التعبئة لصالح الصندوق على ديون إضافية إذا ما تم احترام الشروط السابقة لعملية إعادة التعبئة، وهي⁽⁴⁴⁾

❖ استجابة الديون لمعايير الأهلية؛

❖ لا توجد أي حالة للإهلاك المسرع؛

❖ لا يسبب التنازل عن هذه الحقوق لفائدة الصندوق أي تراجع في مستوى الحماية الممنوح لحاملي الحصص المصدرة سابقاً؛

(42) - FPCT SAKANE, Extrait de note d'information, op.cit., p : 7.

(43) - FPCT SAKANE, Extrait de note d'information, janvier 2012, p : 8.

(44) - Ibid, p : 4.

❖ صلاحية خطة السيولة وعمله طبقا لاتفاقية خط السيولة؛

❖ لا يمكن التنازل عن أي دين من قبل البنك الشعبي بعد نهاية فترة إعادة التعبئة.

يوضح الجدول الموالي وضعية حساب الاحتياط في 2016/01/16

الجدول رقم (18): وضعية حساب الاحتياط في 2016/01/16

الاسم	رصيد الاحتياطي	سقف الاحتياطي
حساب احتياط	20 000 000	20 000 000

Source: www.maghrebtitrisation.ma/servletssnaphsotfonds?tache=pagesnaphsot&idclass=1&c=6

رابعا: الشروط المتعلقة بالحصص المصدرة: تشبه الأوراق المالية المصدرة من قبل صندوق التوظيف الجماعي للتسديد القيم المنقولة⁽⁴⁵⁾، ويتم الاكتتاب في السندات بالقرب من المؤتمن المركزي (Maroclear)، حدد تاريخ الاهتلاك النهائي للسندات A في 2023/07/16 مستند على نسبة سنوية للتسديد المسبق في حدود 5% ومعدل تعثر سنوي ب 0,637% على محفظة الديون المتنازل عنها، أما السندات B فحدد تاريخ اهتلاكها النهائي في 2025/07/16، أما بالنسبة للسندات S فقد حدد في 2028/01/16.

يمكن أن يصدر الصندوق مقابل كل امتلاك جديد للديون فئات جديدة من السندات بسعر التكافؤ، كما تم إصدار الحصص بسعر التكافؤ دون علاوة إصدار أما توظيفها فهو مضمون عن طريق نقابة التوظيف، حيث كانت الحصص "A" و "B" محل عرض عام، أما الحصص "S" فلقد تم الاكتتاب فيها من قبل مستثمرين مؤهلين وكل حصة متبقية كانت محل توظيف خاص من قبل البنك الشعبي ويتبع الأجل المتوسط الفعلي للحصص المصدرة التسديد المسبق وحالات عدم التسديد التي قد تمس الديون المتنازل عنها، كما يتبع أي ظهور لحالات اهتلاك مسرع أو استخدام الصندوق لإمكانية التصفية المسبقة عن طريق التنازل عن الحقوق المتنازل عنها المتبقية في جانب أصوله.

تم احتساب معدلات الإصدار على أساس منحى الكوبونات الصفرية والتي توافق المنحنى الثانوي لمعدلات أذونات الخزينة والتي تم تسجيلها في 2011/12/22، كما تم تحديد المكتبتين في الحصص المصدرة كما يوضح الجدول الموالي:

(45) - طبقا للمادة 3 من الظهير المتضمن القانون رقم 211-93-1 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

الجدول رقم (19): تحديد المكتتبين

وثائق ملحقه	فئة المكتتب
مستخرج من السجل التجاري يتضمن الموضوع الاجتماعي والذي يسمح بتأسيس أهليتهم كمستثمرين مؤهلين	مستثمرون مؤهلون خارج هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة
<p>❖ بالنسبة لصناديق التوظيف الجماعي: صورة طبق الأصل من قرار الاعتماد؛</p> <p>❖ بالنسبة لشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير: مستخرج من السجل التجاري</p>	هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة للقانون المغربي

Source : FPCT SAKANE, **Extrait de note d'information**, janvier 2012, p : 2.

مركزة طلبات الاكتتاب لدى المصرف المرشد (chef de file) والتي تتم في ملف الكتروني، ثم توطين مختلف ملفات الاكتتاب ورفض الاكتتابات التي لم تحترم شروط الاكتتاب المحددة ومن ثم تخصيص السندات المصدرة، وعند انتهاء فترة الاكتتاب، تتم عملية التخصيص وفقا لطريقة المزايدة على الطريقة الفرنسية (adjudication à la française) والتي تتم كما يلي:

❖ تضبط نقابة التوظيف المزايدات بالأسعار الأكثر انخفاضا داخل المجال المقترح؛

❖ يحدد بالنسبة لكل فئة من السندات المعدل المحدد للمزايدة والموافق لمعدل الكوبون الأعلى للطلبات المقتطعة، تتم المزايدات المقتطعة كلها بالمعدل المحدد سواء بمعدل الكوبون الأعلى المقتطع.

خاتمة:

بدأت آلية التسنيدي تكتسب أهمية كبيرة في الأسواق المالية العربية، كما أصبحت مؤحرا أساسيا لعملية الإصلاح في النظام المالي لمختلف الدول وأصبحت ثورة في صناعة الخدمات المالية والمصرفية لما لها من أبعاد مصرفية واقتصادية وإستراتيجية، يعد إيجاد بيئة ملائمة لعمليات التسنيدي أمرا ضروريا لإنجاحها، ومما لاشك فيه أن الخصائص التي يتميز بها النظام المالي المغربي وخاصة على صعيد النظام المصرفي والسوق المالية قد ساعد على إرساء قواعد عمليات التسنيدي بالمغرب، هذا بالإضافة إلى الإطار القانوني الملائم والذي ألم بكل المسائل التي قد تطرح على مستوى هذه العمليات خاصة مع وجود هيئة متخصصة في الهندسة المالية والتسنيدي كالمغربية للتسنيدي.

تم من خلال هذا البحث التوصل لمجموعة من النتائج وبالتالي الخروج ببعض التوصيات والتي يمكن حصرها في النقاط التالية:

- تعد تجربة شركة المغربية للتسديد تجربة رائدة والتي اكتسبت خبرة دولية من خلال العمليات التي قامت بها سواء في المغرب أو بالخارج خاصة بتونس مع كل من بنك الإسكان وبنك تونس العربي الدولي وفي دول افريقية أخرى؛

- حققت المصارف المغربية والتي أجرت عمليات تسديد مختلفة من حيث الأصول المؤرقة نتائج إيجابية عكست الأهداف المرجوة من إجراء مثل هذه العمليات، خاصة من حيث عمليات إعادة التمويل وتمكينها من إدارة ميزانيتها بشكل أفضل وتحسين مختلف النسب الاحترازية؛

- سهل وجود سوق أوراق مالية نشطة ومتطورة بالمغرب من إجراء عمليات التسديد والتي من المتوقع أن تفسد أصولاً أخرى وليس فقط قروض الرهن العقاري والديون التجارية؛

- من المتوقع أن تنتعش إصدارات الصكوك الإسلامية بالمغرب خاصة مع تعديل القانون 06/33 المتعلق بعمليات التسديد، وقد تزامن تطور اللوائح التنظيمية للصيرفة الإسلامية مع قيام بنك المركزي المغربي بوضع خطة إصدار تراخيص للمصارف الإسلامية بداية من سنة 2016؛

- ستساهم تقنية تسديد الديون في الرفع من نسبة التمويل لدى المؤسسات المالية بالمغرب؛

- ضرورة إعادة النظر في النظام الأساسي لكل الأطراف المتدخلة في هذا النوع من العمليات خاصة ما تعلق بنوعية الحصص المصدرة والضمانات المرتبطة بها، هذا بالإضافة إلى توسيع فئة المستثمرين المؤهلين قانوناً للاستثمار في حصص صناديق التوظيف الجماعي للتسديد؛

- لا بد من تبني آلية واضحة لإعلام المدينين بعملية التنازل أو التفويت كما أسماها المشرع المغربي لديوتهم لصالح الصناديق من أجل إضفاء المزيد من الشفافية على هذا النوع من العمليات.

المراجع:

- 1- قرار وزير الاقتصاد والمالية والخصوصية رقم 11.02 الصادر في 2 يناير 2002، الجريدة الرسمية، المملكة المغربية، 21 فبراير 2002، عدد 4980.
- 2- www.maghrebtitrisation.ma/jsp/qui_somme/présentation.jsp.
- 3- [www.maghrebtitrisation.ma/intervention de Hicham](http://www.maghrebtitrisation.ma/intervention_de_Hicham_Karzazi) Karzazi – directeur général de Maghreb Titrisation, "La titrisation enjeux et opportunités.
- 4- ظهير رقم 1.13.47 الصادر في مارس 2013 بتنفيذ القانون رقم 119.12 المعدل والمتمم للقانون 33/06 المتعلق بتسنيدي الديون والقانون 24.01 المتعلق بعمليات الاستحفاظ بالمغرب، الجريدة الرسمية المغربية، عدد رقم 6184، 2013/9/5.
- 5- التقرير السنوي لمجلس القيم المنقولة، 2014.
- 6- conférence titrisation, **titrisation au Maroc, bilan et perspectives**, Maghreb Titrisation, groupe CDG, 2011.
- 7- www.maghrebtitrisation.ma/jsp/qui_somme/présentation.jsp
- 8- الأمر الوزاري لوزارة الاقتصاد والمالية رقم 10-2562 الصادر في 6 سبتمبر 2010 في الجريدة الرسمية للمملكة المغربية، عدد رقم 5884 ل 21 أكتوبر 2010
- 9- ظهير شريف رقم 1/08/95 الصادر في 20 أكتوبر 2008 بتنفيذ القانون رقم 06/33 المتعلق بتسنيدي الديون.
- 10- قرار عن وزير الاقتصاد والمالية رقم 832.14 في 2014/8/4 والقاضي بتحديد الحالات والكيفيات التي يجوز من خلالها لصندوق توظيف جماعي للتسنيدي تفويت الأصول المؤهلة قبل نهاية عملية التسنيدي والديون غير المستحقة وغير الحال أجلها التي تملكها من مؤسسة أو عدة مؤسسات مبادرة في إطار عملية التسنيدي المنصوص عليها في القانون 33.06 المتعلق بتسنيدي الأصول. ج ر، عدد 6303، 2014/10/27.
- 11- المرسوم رقم 2-08-530 الصادر في 17 من رجب 1431 هـ (30 يونيو 2010) بتطبيق القانون 33/06 المتعلق بتسنيدي الديون، المغير والمتمم للقانون رقم 35/94 المتعلق ببعض سندات الديون القابلة للتداول والقانون رقم 01-24 المتعلق بعمليات الاستحفاظ،

12- الأمر الوزاري رقم 351/01 الصادر في فيفري 2001 المحدد للقواعد المحاسبية المطبقة على صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي، الصادر في الجريدة الرسمية رقم 5884، 2010/10/21.

13- ظهير شريف رقم 1/08/95 الصادر في 20 أكتوبر 2008 بتنفيذ القانون رقم 06/33 المتعلق بتسنيدي الديون.

14- ظهير شريف رقم 1/08/95 الصادر في 20 أكتوبر 2008 بتنفيذ القانون رقم 06/33 المتعلق بتسنيدي الديون.

15- Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM), **la titrisation**, janvier 2011.

Note d'Information, CREDILOG1, Avril 2002.

16- www.maghrebtitrisation.ma/servlet/ServletDocumentation?tache=Selection&idType=2

Samia Oulounis, **Gestion financière internationale**, Alger, O.P.U, 2005, p : 74.

17- www.maghrebtitrisation.ma/servlet/ServletDocumentation?tache=Selection&idType=2

18- www.maghrebtitrisation.ma/credilog1_évoluation.jsp

19- www.maghrebtitrisation.ma/credilog1_évoluation.jsp

20- www.maghrebtitrisation.ma/Securization "The North African experience" Asset Backed Finance, Dubai Conference 15-19/5/2005.

21- **Note d'Information, CREDILOG 2**, Juin 2003.

22- قرار وزير الاقتصاد والمالية رقم 4246.14 الصادر في 25 نوفمبر 2014، الجريدة الرسمية المغربية، عدد رقم 6322، 1 يناير 2015.

23- قرار لوزير الاقتصاد والمالية رقم 4072.15 الصادر في 2015/12/7، ج ر، عدد 6430، 2016/1/14.

24- www.maghrebtitrisation.ma/servlet/ServletDocumentation?tache=Selection&idType=2

25- FPCT SAKANE, **Extrait de note d'information**, janvier 2012

26- إصدارات صندوق الإيداع والتدبير، مجموعة رائدة في مغرب متنامي، من أجل مغرب المستقبل، 2014.

27- FPCT SAKANE, **Extrait de de note d'information, janvier 2012.**