

مدخل إلى توريق الحقوق المالية، مع الإشارة إلى التنظيم القانوني للتوريق، وتطبيقه على مصر
د/ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح

مدخل إلى توريق الحقوق المالية، مع الإشارة إلى التنظيم القانوني للتوريق، وتطبيقه في مصر

دكتور/ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح (✉)

١/ مقدمة البحث

١/١ هدف البحث، وموضوعه، وأهميته :

يهدف هذا البحث من ناحية إلى التعريف بالجوانب المختلفة لنشاط التوريق بما في ذلك صورته المشروعة إسلامياً، كما يهدف من ناحية أخرى إلى عرض التنظيم القانوني لهذا النشاط، ونماذج تطبيقية له في مصر، وفي هذه الحدود يتحدد موضوع البحث في «مدخل إلى توريق الحقوق المالية، مع الإشارة إلى التنظيم القانوني للتوريق، وتطبيقه في مصر».

وتنبع أهمية هذا البحث من أهمية نشاط التوريق ذاته، والذي يرجى من ورائه تحقيق العديد من المنافع للمنشآت البادئة بالتوريق، والمستثمرين، والمنشآت الوسيطة والعناصر المساعدة، والاقتصاد القومي. وحتى تسلك مصر هذا الطريق بنجاح فإنه يتوجب الإحاطة بالجوانب المختلفة لهذا النشاط، وشروط نجاحه، كما يتوجب الاستفادة من تجارب الدول التي سبقتنا، في هذا المضمار. وفي الوقت ذاته ينبغي الإحاطة بالصور المشروعة إسلامياً من التوريق، والوعي بمحدوده حتى لا يترك آثاراً سلبية.

وهذا البحث يرجى له أن يقدم إسهاماً متواضعاً في هذا الصدد كمقدمة لأبحاث أخرى أكثر تطوراً تعرض لتجارب الدول المتقدمة وسبل الاستفادة منها، وتهيئة البيئة الملائمة لنجاح التوريق وتطويره، وتجنب مضاره.

٢/١ منهج البحث:

بمشيئة الله تعالى ، سنتبع منهجاً استقرائياً للمصادر الخاصة لهذا البحث ، واستخلاص الأفكار الجوهرية المتعلقة بالجوانب المختلفة للتوريق ، وتنظيمه القانوني ، ونماذج من تجاربه التطبيقية في مصر .

٣/١ خطة البحث:

في ضوء ما تقدم فقد قسمنا البحث إلى فصلين ، وذلك إلى جانب المقدمة ، ونتائج البحث ، وتوصياته ، ومراجعته ، وكما يلي :

مقدمة البحث : تشمل هدف البحث ، وموضوعه ، وأهميته ، ومنهج البحث وخطة .

الفصل الأول : التعريف بنشاط التوريق ، ويتكون هذا الفصل من ثلاثة مباحث :

المبحث الأول : التوريق ، المصطلح والمفهوم ، الأقسام ، والأركان .

المبحث الثاني : نشأة التوريق ، وأساليبه ، وصوره المشروعة إسلامياً .

المبحث الثالث : مزايا التوريق ، وشروط نجاحه .

الفصل الثاني : التوريق في مصر ، التنظيم القانوني ، ونماذج تطبيقية ، ويتكون هذا الفصل من مبحثين :

المبحث الأول : التنظيم القانوني للتوريق في مصر .

المبحث الثاني : نماذج تطبيقية .

نتائج البحث وتوصياته .

مراجع البحث .

مدخل إلى توريق الحقوق المالية، مع الإشارة إلى التنظيم القانوني للتوريق، وتطبيقه على مصر
د/ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح

٢/ الفصل الأول: التعريف بنشاط التوريق

١/٢ المبحث الأول

المصطلح، والمفهوم، الأقسام، والأركان

١/١/٢ المصطلح:

هناك ثلاثة مصطلحات شائعة هي: التسنيد (نسبة إلى السند)، والتصكيك (نسبة إلى الصك)، والتوريق (نسبة إلى الورقة المالية)، وتستخدم هذه المصطلحات للدلالة على نفس المفهوم. ونحن نفضل استخدام المصطلحين الثاني والثالث للذات يدلان على إمكان استخدام أوراق مالية مختلفة كمحل لعملية التوريق، بدلاً من استخدام المصطلح الأول (التسنيد) والذي قد يوحي بقصر هذا المحل على السندات، ذات العائد الثابت المحدد سلفاً، فقط.

٢/١/٢ المفهوم:

رغم اتفاق جوهر عملية التوريق إلا أن هناك العديد من التعاريف المختلفة لها، ومنها:

١. التوريق عبارة عن تجميع مجموعة من القروض أو المستحقات الآجلة، والتي تتميز بمستوى مناسب من الجدارة الائتمانية، في مجمع واحد، وإعادة توزيعها بين المستثمرين حيث يشتري هؤلاء المستثمرون هذه المحفظة من القروض أو المستحقات الآجلة في شكل سندات^(١).

٢. التوريق هو العملية التي بواسطتها يتم تجميع القروض والمستحقات المتجانسة، بضماناتها، وإعادة بيعها في شكل سندات مضمونة^(٢).

التوريق عبارة عن تجميع موجودات متشابهة ذات طبيعة غير سائلة، ونقل حيازتها إلى مؤسسة ذات غرض خاص تقوم بدورها بإصدار أوراق مالية لها حق في

1) http://en.wikipedia.org/wiki/Life_Insurance_Securitization

2) Ibid.

هذه الموجودات بعد الحصول على تصنيف ائتماني. وباختصار فإنها عملية تحويل تدفقات نقدية مستقبلية إلى تدفقات نقدية حالية^(١).

٣. التوريق أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بمحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية تقليلا للمخاطر وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية. ولذلك يتمثل مصطلح «التوريق» في تحويل القروض أو المدفوعات المستحقة الآجلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول، فتحول هذه الديون أو المستحقات إلى مقرضين آخرين^(٢).

٣/١/٢ أنواع التوريق، وأركانها:

يتضح من هذه التعاريف أن التوريق، في جوهره، هو عملية تحويل قروض مضمونة، أو حقوق مؤجلة أخرى، غير سائلة في الحاضر، إلى أوراق مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية. غير أن هذه العملية يمكن أن تتم من خلال أسلوبين، يشكلان نوعين للتوريق^(٣):

النوع الأول: التوريق الداخلي، وهو أن تقوم المؤسسة الأصلية المالكة الدائنة بالقروض، أو المستحقات المؤجلة الأخرى، بنفسها، بعملية التوريق ودونما توسط مؤسسة أخرى للقيام بهذه العملية. وفي هذه الحالة فإن محفظة التوريق تدخل ضمن ميزانية هذه المؤسسة الأصلية وتظهر في قوائمها المالية، ويكون لحاملي السندات حق الرجوع على هذه المؤسسة وكذا الضمانات الضامنة لهذه القروض^(٤).

(١) السعيد ناصر، ونصري دياب، «تسديد الموجودات، سوق وفرص جديدة في لبنان»، مجلة الجيش اللبناني، ٢٢ سبتمبر ٢٠٠٧م.

e's cache of <http://www.lebarmy.gov.lb/article.asp?ln=ar&id=1245>

(٢) عبد الخالق سعيد، «توريق الحقوق المالية»، البوابة القانونية، شركة خدمات المعلومات التشريعية ومعلومات التنمية.

http://www.tashreat.com/view_studies2.asp?id=214&std_id=42

(٣) عثمان، حسين فتحي، «التوريق المصرفي للديون، الممارسة والإطار القانوني».

(٤) الأهلي الاقتصادية، «ماليون في ندوة: «البنوك».. التوريق هام لتعزيز كفاءة الدورة المالية»، ٢٥ يوليو، ٢٠٠٧.

http://www.e-ahli.net/Fron_P/Banks_V.asp?N_ID=393

مدخل إلى توريق الحقوق المالية، مع الإشارة إلى التنظيم القانوني للتوريق، وتطبيقه على مصر
د/ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح

والنوع الثاني: التوريق الخارجي، وهو أن تقوم المؤسسة الأصلية بهذه العملية من خلال مؤسسة وسيطة تشتري الديون والمستحقات بضمانتها، وتتولى هذه المؤسسة الوسيطة عملية إصدار الأوراق المالية على ذمة هذه الديون والمستحقات وبضماناتها نفسها. وفي هذه الحالة فإن محفظة التوريق تدخل ضمن أصول المؤسسة الوسيطة، وتظهر في قوائمها المالية، ويكون حق الرجوع لحاملي السندات على محفظة التوريق^(١).

وفي ضوء أنواع التوريق هذه يتبين أن التعاريف الواردة في المسلسل رقم ١، من البند ٢/١/١ يمكن أن تكون تعاريف عامة تشمل كلا من التوريق الداخلي والخارجي لأنها لم تربط عملية التوريق بالضرورة بوجود مؤسسة وسيطة. وفي بحثنا سيكون حديثنا، على وجه العموم، عن التوريق الخارجي دون التوريق الداخلي. وحتى يمكننا أن نتفهم كيف تشور الحاجة إلى التوريق، ونحدد أركانه دعنا نفترض أن هناك بنكا في حاجة إلى قدر من السيولة، في هذه الحالة يمكن لهذا البنك أن يسلك سبيلا من ثلاث:

١. الاقتراض من البنوك الأخرى.
٢. طرح أسهم زيادة لرأس المال للاكتتاب العام.
٣. طرح سندات مديونية للاكتتاب العام، فيطرح، مثلاً قرصاً جماعياً مقابل فائدة ثابتة، ولأجل طويلة.

وقد يجد البنك أن المساهمين لا يرغبون في إضافة ملاك جدد يشاركونهم ملكية البنك وأرباحه. وقد يجد، أيضاً، أن الاقتراض من البنوك الأخرى قد يكون بتكلفة عالية، وبفائدة مركبة. ولذلك فقد يجد البنك أن الخيار الثالث هو الخيار الأنسب لأنه الأقل تكلفة، أو لأسباب أخرى سيرد ذكر جانب منها، ومن ثم يفعل البنك هذا الخيار من خلال عملية توريق خارجي، فيبيع البنك حزمة متجانسة من قروضه، أو مستحقاته النقدية الأخرى، فيما يعتبر محفظة ائتمانية، يمكن أن تحصل

(١) الأهلي الاقتصادية، «ماليون في ندوة: «البنوك».. التوريق هام لتعزيز كفاءة الدورة المالية»، ٢٥ يوليو، ٢٠٠٧.
http://www.e-ahli.net/Fron_P/Banks_V.asp?N_ID=393

على درجة مرتفعة من التصنيف الائتماني، يبيعها بضمائنها إلى مؤسسة متخصصة في التوريق، من المستبعد تعرضها للإفلاس من خلال دعمها ائتمانياً، بحيث تدخل هذه الأصول في الذمة المالية لهذه المؤسسة، وتبتعد عن مخاطر إفلاس البنك الراغب في التوريق.

ويترتب على هذه الحوالة انتقال هذه الأصول إلى المنشأة المتخصصة المشتري لها، وتصدر هذه المنشأة سندات بقيمة تعادل قيمة الأصول محل التوريق وبضمائنها نفسها. وهكذا يمكن للبنك أن يحصل على السيولة الآن، ويتكفد أقل مما لو أصدر هو هذه الأوراق، أو اقترض من البنوك الأخرى.

وإذا ما اختار البنك هذا الخيار الأخير فإنه ينبغي أن يتفق مع مؤسسة التوريق على المواءمة بين تواريخ استحقاق المدفوعات النقدية المنتظرة من أصول المحفظة محل التوريق، وتواريخ استحقاقات المشتري لأوراق هذه المحفظة.

ويمكن في ضوء ما تقدم أن نحدد أركان عملية التوريق الخارجي فيما يلي :

١. وجود مؤسسات راغبة في التوريق لتحقيق السيولة لجانب من أصولها غير السائلة، ومن ثم توفير مصدر تمويل قد يكون أقل تكلفة، وهذا بالإضافة إلى تخفيف عبء المخاطر التي تتحملها وذلك بنقل هذه المخاطر إلى شركة التوريق، ومن ثم إلى مستثمرين. وغير ذلك من المزايا المرجوة من عملية التوريق، والتي سيأتي تبين لأهم جوانبها.

٢. وإلى جانب المؤسسات الراغبة في التوريق ينبغي أن يتوفر المستثمرون الذين يرغبون في شراء الأوراق المالية، وتيسر لهم القدرة على الاكتتاب.

٣. وبين المؤسسات الراغبة في التوريق والمستثمرين ينبغي أن توجد مؤسسات التوريق التي ترغب في شراء الأصول والتدفقات النقدية المؤجلة بضمائنها، وتولي عملية التوريق المستندة إلى هذه الأصول. وتوفر مجموعات من الأصول، أو ما يسمى بالحفظة الائتمانية، التي تصلح لأن تكون محلاً مناسباً للتوريق بأن تستوفي بعض الخصائص مثل :

مدخل إلى توريق الحقوق المالية، مع الإشارة إلى التنظيم القانوني للتوريق، وتطبيقه على مصر
د/ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح

- أ . التميز بالتجانس من حيث تاريخ الاستحقاق، ودرجة التصنيف الائتماني .
 - ب . تحقيق عائدات مناسبة .
 - ج . لا تعاني من نسب تعثر في الأداء .
 - د . ذات حجم اقتصادي مناسب، حتى يمكن تقليل التكلفة المتوسطة للتوريق، والتي تتضمن فيما تتضمن تكاليف الاستشارات القانونية والتمويلية، وتكاليف الدعاية والإعلان، وتكاليف الإصدار .
- هذا ويمكن أن تتكون المحفظة الائتمانية من أية أصول أو مستحقات مؤجلة تستوفي هذه الخصائص، ومن ذلك :
- أ . قروض مضمونة برهن عقاري .
 - ب . قروض سيارات .
 - ج . أقساط إيجار تمويلي .
 - د . إيرادات بطاقات ائتمان .
- ٤ . توفر السوق المالية المنظمة والمستقرة، والتي يمكن أن تستوعب الإصدارات المختلفة، وتيسرها، وتعززها، وتحفظ حقوق كافة المتعاملين . وذلك من خلال بنية مؤسسية قوية وكاملة تتضمن، فيما تتضمن، وجود هيئة إدارية فعالة للسوق، ومؤسسات للتمويل والإيداع والقيود المركزي والتحكيم، والتي تعمل جميعها في إطار تشريعي متكامل وفعال .

٢/٢ المبحث الثاني نشأة التوريق، وأساليبه

١/٢/٢ نشأة التوريق

يمكن تتبع نشأة التوريق كما يلي^(١):

بدأ توريق الأصول في الولايات المتحدة الأمريكية مع تدشين التمويل المجمع المضمون بالرهون العقارية وذلك في السبعينيات من القرن العشرين، فلعدة قرون سبقت ذلك كانت البنوك تقدم القروض وتحتفظ بها حتى تاريخ استحقاقها. وكانت هذه القروض تمول، بصفة أساسية من ودائعها، ومن الاستدانة من البنوك والمؤسسات الأخرى في بعض الأحيان، والتي كانت بمثابة التزاما مباشرا للبنك بدلا من أن تكون حقا على أصول معينة.

وبعد الحرب العالمية الثانية لم تستطع البنوك أن تفي بالطلب المتزايد على ائتمان الإسكان، وهنا استشعرت هذه البنوك ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى فرصاً سوقية، وأخذت تبحث عن وسائل لزيادة التمويل بالرهن العقاري. ولغرض جذب المستثمرين فقد طورت البنوك وسيلة استثمارية لعزل مجمع محدد من الرهون العقارية جزأت عن طريقه مخاطر الائتمان، وولدت تدفقات نقدية من القروض الأصلية.

وفي فبراير من عام ١٩٧٠م استحدثت الوكالة الأمريكية للإسكان والتنمية الحضرية معاملة جديدة تستخدم السندات المضمونة برهونات عقارية، وباعت هذه المؤسسة سندات مضمونة بمحفظة قروض مغطاة برهون عقارية.

ولتيسير توريق الأصول غير المغطاة بالرهون العقارية فقد قدم قطاع الأعمال حوافز للاقتراض الخاص، وتم في عام ١٩٨٥م تطبيق تقنيات التوريق لأول مرة على أصول غير مغطاة برهونات عقارية (قروض سيارات). وفي عام ١٩٨٦م تمت أول مبيعات جوهرية من بطاقات الائتمان البنكية بلغ مقدارها ٥٠ مليون دولاراً أمريكياً وذلك من قروض بطاقات بنكية غير مدفوعة.

1) http://en.wikipedia.org/wiki/Life_Insurance_Securitization

مدخل إلى توريق الحقوق المالية، مع الإشارة إلى التنظيم القانوني للتوريق، وتطبيقه على مصر
د/ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح

وفي المصارف العربية بدأ التوريق منذ منتصف تسعينيات القرن العشرين
وبشكل محدود، وتوسع إلى درجة كبيرة في أسواق دول الخليج العربي، وبدأ يتوسع
في مطلع القرن الجديد في مصر، ولكنه لم يكن بالمستويات المنشودة^(١).
٢/٢/٢ أساليب التوريق:

توجد ثلاثة أساليب رئيسية للتوريق^(٢)، وهي:

١. الحوالة، ومن المعلوم أن حوالة الحق هي اتفاق ينقل الدائن (المحيل) بموجبه
إلى طرف آخر (المحال إليه) حق شخصي له قبل مدينه (المحال عليه)، فيحل المحال
إليه محل المحيل في هذا الحق، ويكون بذلك دائنا جديدا للمحال عليه.
وتتعدد أغراض هذه الحوالة، كأن تستهدف الحوالة الوفاء فينتهي بها التزام
للمحيل في مواجهة المحال إليه، أو يكون الهدف من الحوالة مجرد تقديم ضمانات
من المحيل لدائنيه.

وفي القانون المدني المصري نصت المادة ٣٠٥ على أنه: «لا تكون الحوالة نافذة
قبل المدين أو قبل الغير إلا إذا قبلها المدين أو أعلن بها، على أن نفاذها قبل الغير
يقبول المدين يستلزم أن يكون هذا القبول «ثابت التاريخ».

٢. نقل الأصول عن طريق التجديد: في هذه الصورة يتوجب أن يتم الاتفاق
بين المدين من ناحية والبنك البادئ للتوريق، والمصدر، من ناحية أخرى على أن
يصير المصدر هو الدائن الجديد، ويترتب على التجديد انقضاء الالتزام الأصلي على
عائق المدين بتوابعه ونشوء التزام جديد مكانه بحيث لا ينشأ الالتزام الجديد إلا
بانقضاء الالتزام الأول.

وفي القانون المصري تختلف حوالة الحق، كطريقة لنقل الحق في الأصول، عن
التجديد بتغيير الدائن في أمرين: الأول، أن الحوالة تتم دون تدخل المدين عن
طريق اتفاق البنك البادئ للتوريق (المحيل) والمصدر (المحال إليه)، والأمر الثاني أن
الحق ينتقل في الحوالة بكل ضماناته كالكفالة والامتياز والرهن، بينما يترتب على

1) <http://www.alwatan.com/graphics/2006/01Jan/27.1/dailyhtml/economy.html>

٢) عثمان، حسين فتحى، «التوريق المصرفي للديون، الممارسة والإطار القانوني».

التجديد انقضاء الالتزام الأصلي ونشوء التزام جديد مكانه، وعدم انتقال التأمينات المقدمة من المدين أو الغير لضمان الدين القديم إلا بقيود .

٣ . نقل الأصول عن طريق المشاركة الفرعية : في هذه الصورة يتم الاتفاق بين البنك البادئ للتوريق وبين بنك آخر يطلق عليه البنك المشارك أو البنك القائد . وبموجب هذا الاتفاق يقدم البنك المشارك إلى البنك البادئ للتوريق مقدارا من المال مقابل سندات مديونية على أن يسترد هذه الأموال وفوائدها عندما يحين موعد الوفاء بمبلغ مساو من المدين بهذه السندات . حيث يقوم المدين بتسليم هذا المبلغ للبنك البادئ للتوريق ، والذي يقوم بدوره بتسليمه إلى البنك المشارك . وتتميز هذه الآلية بأن البنك المشارك ليس له أن يرجع على البنك البادئ للتوريق حيث لا مسؤولية لهذا البنك الأخير عن المبلغ المتفق على إعادة الوفاء به إذا لم يتسلم هذا المبلغ من المدين . ولذلك ينبغي على مشتري الدين التأكد من التصنيف الائتماني المتميز له ، وفي هذا الصدد فإن هناك وسائل عديدة للمحافظة على حقوق هذا المشتري مثل حصوله على ضمانات عقارية ، أو حق إدارة الدين كوصي عليه^(١) .

٢/٣/ صور مشروعة للتوريق :

التوريق في صورته الشائعة في المصارف التقليدية هو بيع الدين بالدين نقداً غير من هو عليه سواء أكان شرط الاكتتاب سداد قيمة الصكوك نقداً أو بالأجل ، وهذا محرم شرعاً ، وفي ذلك جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الحادية عشرة ، المنعقدة بمملكة البحرين خلال شهر رجب ١٤١٩ هـ ، قرار رقم ١٠١ (٤/١١) ونصه : « لا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه ، لإفضائه إلى الربا ، كما لا يجوز بيعه بنقد مؤجل من جنسه أو غير جنسه ؛ لأنه من بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه شرعاً ، ولا فرق في ذلك بين كون الدين ناشئاً عن قرض أو بيع أجل » . كما جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في دورته السادسة المنعقدة خلال شهر شوال ١٤٢٢ هـ ، بند

(١) عبد الخالق ، سعيد ، «توريق الحقوق المالية» ، البوابة القانونية ، شركة خدمات المعلومات التشريعية ومعلومات التنمية.

مدخل إلى توريق الحقوق المالية، مع الإشارة إلى التنظيم القانوني للتوريق، وتطبيقه على مصر
د/ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح

ج، «لا يجوز توريق (تصكيك) الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية
لأنه في معنى حسم الأوراق التجارية الذي يشتمل على بيع الدين لغير المدين على
وجه يشتمل على الربا».

ورغم ذلك يقترح البعض إمكانية تطوير مفهوم التوريق التقليدي السائد،
ووضع بعض القيود الشرعية على ممارساته والخروج بصورة مقبولة شرعاً للتوريق.
وذلك بتصكيك الدين النقدي المؤجل على أساس قصر مبادلته على عروض التجارة
(أي السلع العينية) الحاضرة، بأن يجعل ثمنًا وذلك جائزاً شرعاً^(١).

كذلك يرى البعض أن من الصور الجائزة شرعاً لتوريق الديون توريق «ذمم
البيوع المؤجلة» في المصارف الإسلامية ويكون ذلك عند إنشاء الدين في السوق
الأولية، وذلك بإصدار صكوك بقيمة ذمم المراجحات وطرحها للاكتتاب. مع ضرورة
الأخذ بالاعتبار عدم جواز تداول هذه الصكوك في السوق الثانوية لأنها بذلك تدخل
في بيع الدين بالنقد لغير من هو عليه بقيمة أقل من قيمته الإسمية، ويترتب على
ذلك أن من يشتري الصكوك يدفع نقداً معيناً ويأخذ نقداً أكبر وهو عين الربا.

وبالإضافة إلى ما تقدم فإنه يجوز إصدار صكوك بقيمة الأصل الذي يدر دخلاً
لحملة الصكوك في المشاركات والمضاربات والإجارة^(٢)، كما يجوز تداولها في
الأسواق الثانوية بقيمة أكبر أو أقل أو مساوية لقيمتها الإسمية لأنها بيع أعيان أو
منافع مملوكة ملكية مشتركة أو شائعة، وبيع الشريك حصته في الشركة لشريكه أو
لغيره جائز شرعاً، وهذا ما أجازه مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الرابعة
المنعقدة في جمادى الآخرة ١٤٠٨هـ (قرار رقم ٥ بتاريخ ٤/٨/١٩٨٨م)^(٣).

(١) النشمي، عجيل جاسم، «التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما»، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشرة
إمارة الشارقة دولة الإمارات العربية المتحدة، ص ١٩.

(٢) راجع تصورات فرعية في ذلك وأحكامها الشرعية لدى: النشمي، مرجع سبق ذكره، من ص ١٦ إلى ص ١٩،
(٣) عمر، محمد عبد الحلیم، «الموقف الشرعي من التورق والتوريق»، ندوة التورق والتوريق بين الشريعة الإسلامية
والتطبيق المالي المعاصر، ٩ من ذي القعدة ١٤٢٨هـ الموافق ١٩ من نوفمبر ٢٠٠٧م، من ص ١٨ إلى ص ٢١.

المبحث الثالث

مزايا التوريق، وشروط نجاحه

١/٣/٢ مزايا التوريق:

يعزى إلى التوريق العديد من المزايا سواءً للمنشأة البادئة للتوريق أو المستثمرين أو الاقتصاد القومي، وفيما يلي نوجز جانباً من أهم هذه المزايا^(١):

أولاً: من وجهة نظر المنشأة البادئة للتوريق:

١. يؤدي التوريق إلى تحويل أصول غير سائلة للمنشأة إلى أصول سائلة، وإعادة توظيفها الأمر الذي يسهم في تحقيق كفاءة الدورة المالية للمنشأة، ومعدل دورانها، ويسهم بالتالي في اتساع حجم الأعمال للمنشأة.

يوفر التوريق آلية للحصول على التمويل بأقل تكلفة ممكنة، فهب أن هناك منشأة مصنفة ائتمانياً (BB) فإنه يمكن لهذه المنشأة أن تتفادى الحصول على التمويل اللازم من البنوك الأخرى بتكلفة مرتفعة، وذلك عن طريق عزل مجموعة متجانسة من تدفقاتها النقدية الآجلة يمكن أن تحصل على تصنيف ائتماني أعلى، وليكن مثلاً (AA)، ثم بيع هذه الحافطة الائتمانية لإحدى شركات التوريق.

تخفيض المخاطر، حيث يتم بيع الحافطة الائتمانية بضماناتها إلى شركة التوريق، التي تقوم بدورها ببيعها في شكل أوراق مالية إلى المستثمرين، فتنتقل بذلك مخاطر الديون والحقوق المؤجلة المتضمنة في حافطة التوريق إليهم. وهكذا فإن التوريق يخفف من مخاطر عدم تحقيق العائدات من القروض الممنوحة، والأصول الأخرى محل التوريق، والتي تتميز بعدم اليقين لأنها لا تتحقق فوراً وإنما في المستقبل، ويمكن المنشأة البادئة للتوريق من الحصول على قيمة هذه الأصول الآن وبسعر السوق^(٢).

1) http://en.wikipedia.org/wiki/Life_Insurance_Securitization

(٢) الترجمان، سامح: «إعادة التمويل عقدة التمويل العقاري»، الترجمان ١٨ أغسطس ٢٠٠٥م.
http://www.e-dar.com/docs_465.html

مدخل إلى توريق الحقوق المالية، مع الإشارة إلى التنظيم القانوني للتوريق، وتطبيقه على مصر
د/ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح

معالجة عدم التوافق بين الأصول والالتزامات من حيث تواريخ الاستحقاق،
وقيم هذه الأصول والالتزامات.

يسمح التوريق للمنشأة البادئة بالتوريق بتقديم القروض وتنظيفها بسرعة
من ميزانياتها العمومية، على نحو يمكن اعتبارها قروضاً معبرية، ومن ثم تتفادى هذه
المنشآت الاحتفاظ بمخصصات لديون مشكوك في تحصيلها^(١).

إعادة الهيكلة المالية لاستبعاد بعض الديون من المحفظة المالية، وإعادة ترتيب
أولويات منح الائتمان من حسيطة بيع هذه الديون^(٢).
ثانياً: من وجهة نظر المستثمر^(٣):

توفير فرص استثمارية جيدة، تتمتع من ناحية بمعدلات مرتفعة من العائد،
وتتمتع من ناحية أخرى بتصنيف ائتماني جيد.

توفير فرص لتنويع المحفظة الاستثمارية نتيجة دخول منتجات مالية جديدة
عالية الجودة إلى سوق الأوراق المالية.

عدم تحمل مخاطر الائتمان للمؤسسة البادئة للتوريق، والتي قد تكون مصنفة
ائتمانياً بمستوى أقل من التصنيف الائتماني للأصول التي يتم توريقها، وتشمل هذه
المخاطر مخاطر السيولة، والتخلف عن أداء الدين، وغيرها.

ثالثاً: من وجهة نظر الاقتصاد القومي:

١. من المعلوم أن الاستثمار العقاري يعتبر أحد المكونات الرئيسية للاستثمار
في الاقتصاد المعاصر، وفي هذا الصدد فإن نشاط التوريق يمكن أن يعتبر من
المكونات الرئيسية لمنظومة التمويل العقاري، وذلك إلى جانب العناصر الأخرى في

(١) بدوي، محمد عبد المطلب، «التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية»، أحد أبحاث مؤتمر «الأسواق
المالية والبورصات، الأفاق والتحديات»، المنعقد في دبي، بالإمارات العربية المتحدة، الفترة من ٦ إلى ٨ مارس
٢٠٠٦م.

<http://slconf.uaeu.ac.ae/research.htm>

(٢) «منح البنك العقاري جائزة أفضل عملية مالية في مصر لعام ٢٠٠٧م».
http://arabic.pnn.ps/index.php?option=com_content&task=view&id=14744&Itemid=36

3) http://en.wikipedia.org/wiki/Life_Insurance_Securitization

هذه المنظومة مثل نظام التسجيل ووجود أسواق عقارية حرة، وإطار تشريعي وقانوني. فترتب على تفعيل نشاط التوريق وجود سوق ثانوية للتمويل العقاري، الأمر الذي من شأنه تنشيط السوق الأولية لهذا التمويل لأنه يوفر للمؤسسات الممولة آلية لإعادة التمويل، لأنه إذا لم يستطع البنك توريق الأصول فقد يتوقف عن منح قروض واستثمارات جديدة، وهذا بالإضافة إلى أن توريق الأصول يمكن من زيادة كفاءة رأس المال عن طريق إعادة تدوير رأس المال، وتوزيع المخاطر.

٢. المساهمة في إقامة سوق مالية فعالة تتعدد فيها وتنوع المنتجات المالية مرتفعة العائد وجيدة التصنيف الائتماني، الأمر الذي يشجع على الاستثمار، وتعبئة المدخرات، ومشاركة أكبر عدد ممكن من المستثمرين.

توفير تدفقات نقدية جديدة تضخ في الاقتصاد عن طريق تحويل أصول غير سائلة إلى أصول سائلة يعاد استثمارها.

٣. تنشيط الأسواق الأولية في بعض الأنشطة الاقتصادية الأخرى مثل سوق السيارات عن طريق إيجاد آلية لإعادة التمويل، وتحويل المخاطر.

تأمين التمويل طويل الأجل من الأسواق المالية العالمية بتكلفة أقل، فقد تعاني المؤسسات المالية في الدول النامية من ضعف قدرتها على الاقتراض طويل الأجل من الأسواق العالمية نتيجة التصنيف الائتماني المتدني للدولة، والذي يلحق مؤسساتها أيضا. لذا فقد قامت بعض المؤسسات، في هذه الدول، بتوريق بعض أصولها التي استطاعت أن تحصل لها على تصنيف ائتماني مرتفع أهلها للاقتراض من الأسواق العالمية.

٤. يمكن عن طريق التوريق استبدال بعض الديون الخارجية باستثمارات داخلية، ويسهم ذلك في تخفيض حجم هذه الديون فضلا عن الإسهام في عملية التنمية الاقتصادية. هذا وقد أخذت بعض الدول النامية، التي يعوزها التمويل الخارجي، في توريق بعض إيراداتها الخارجية، وحتى تحصل هذه التدفقات النقدية على تصنيف ائتماني جيد، فقد أودعت هذه الدول هذه الإيرادات في حسابات تراست في الخارج لاستبعاد مخاطر عدم الوفاء بالدين.

مدخل إلى توريق الحقوق المالية، مع الإشارة إلى التنظيم القانوني للتوريق، وتطبيقه على مصر
د/ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح

٥. يمكن عن طريق التوريق تمويل مشاريع البنية التحتية، مثل الطرق والكهرباء والبنية التحتية للاتصالات، عن طريق إصدار أوراق مالية مدعومة بموجودات هذه البنية نفسها.

٢/٣/٢ شروط نجاح عملية التوريق:

حتى تؤدي عملية التوريق ثمارها المرجوة فإن هناك مجموعة من الترتيبات الواجبة التي ينبغي أن تؤخذ بالاعتبار، ومنها^(١):

١. وجود إطار تشريعي متكامل وفعال، يعالج الجوانب القانونية المختلفة لعملية التوريق، ويحفظ حقوق جميع أطرافها، ومن ذلك: (أ) الفصل القانوني للأصول محل التوريق عن باقي أصول المؤسسة البادئة للتوريق. (ب) إمكانية استعادة التجهيزات والمعدات (في توريق قروض السيارات مثلاً) في حالات عدم الوفاء بالدين دون الرجوع إلى المحاكم.

٢. ضبط وتطوير معايير المحاسبة، وتأمين الشفافية، وذلك على نحو يمكن المستثمر من التقييم الصحيح للعائد والمخاطر، كما يتيح للجهات الرقابية والإشرافية معلومات كافية تمكنها من التطبيق الفعال للضوابط الإدارية، وتساعد بالإضافة إلى ذلك في الحصول على تصنيف ائتماني أعلى.

٣. الأخذ بالتصنيف الائتماني الصادر عن مؤسسات دولية، لتأمين معايير ائتمانية جيدة لأغراض حماية المستثمرين، وكذا لأغراض اعتمادها في الأسواق المالية العالمية.

٤. إنشاء وتطوير أسواق المال الأولية والثانوية وتنويع أدواتها المالية.

توحيد المعاملة الضريبية للأشكال المختلفة للتمويل حتى لا يصبح الحافز الضريبي الدافع الأساسي لعمليات التوريق، ومعالجة تأثير الازدواج الضريبي، والولاية القانونية على عمليات التوريق التي تجري في الأسواق العالمية.

(١) السعيد ناصر، ونصري دياب، «تسديد الموجودات، سوق وفرص جديدة في لبنان»، مرجع سابق.

٥. تخفيف أعباء الرسوم، والأعباء الضريبية الأخرى التي تفرض على الإجراءات اللازمة للتوريق، مثل رسوم تسجيل ونقل الموجودات، ورسوم الإصدار، وغيرها.

٦. الاختيار الجيد لمحفظه التوريق، والذي يتطلب، فيما يتطلب: (أ) الدراسات المسبقة، والاستعانة في ذلك بالخبرات الجيدة للتوصل إلى أفضل نظام تمويلي يتناسب مع احتياجات المنشأة البادئة للتوريق، واختيار المحفظة الائتمانية التي توفر أفضل الشروط لنجاح عملية الإصدار. (ب) أن تكون المحفظة المختارة ذات تدفقات مالية جيدة، ومعدل سداد جيد وبدون تعثر. (ج) حصول المحفظة على تصنيف ائتماني جيد، من شركة ائتمانية متخصصة. (د) الشفافية والإفصاح الكامل في عملية الإصدار^(١).

٧. توفير الإطار المؤسسي الكفء، الذي يتضمن الآتي:

أ. وجود بورصة نشطة في مجال السندات،

ب. وجود شركات متخصصة في تداول السندات لتشجيع الاستثمار وتنشيط السوق.

ج. توفر منظومة متكاملة من المؤسسات، مثل شركات التمويل العقاري، أو الإقراض العقاري، وشركات مساندة مثل مكاتب الاستعلام عن العملاء. ومؤسسات التصنيف الائتماني، لأنه من الصعب تسويق الأوراق المالية المصدرة بدون التصنيف الذي يساعد على تمكين المستثمرين من قياس مخاطر الأوراق المالية بدقة، فضلا عن شركات تقييم الأصول، وشركات التأمين^(٢).

٢/٣/٣ مزار التوريق

يقع على رأس قائمة المضار المحتملة للتوريق الإفراط في معدلات نمو السيولة

(١) «منح البنك العقاري جائزة أفضل عملية مالية في مصر لعام ٢٠٠٧م». http://arabic.pnn.ps/index.php?option=com_content&task=view&id=14744&Itemid=36

(٢) عبد الخالق، سعيد، «توريق الحقوق المالية»، البوابة القانونية، شركة خدمات المعلومات التشريعية ومعلومات التنمية،

http://www.tashreaat.com/view_studies2.asp?id=214&std_id=42

مدخل إلى توريق الحقوق المالية، مع الإشارة إلى التنظيم القانوني للتوريق، وتطبيقه على مصر
د/ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح

دون ارتباط بالاقتصاد الحقيقي ومعدلات نموه الأمر الذي يخشى معه أن تطغى
الأغراض التمويلية على الاستقرار ونمو الاقتصاد الحقيقي، والذي كان أحد الأسباب
الهامة للأزمة العالمية الأخيرة في أواخر هذا العقد الأول من القرن الحادي والعشرين.
ونعرض في هذا الصدد اقتباساً يوضح درجة الإفراط في السيولة التي يمكن أن
يتسبب فيها الإفراط في التوريق:

«ما أن يحصل العميل على تسهيلات من البنك فإنه يلجأ إلى التصرف فيه كما
لو كان نقوداً استناداً على ثقة الناس في البنوك، كما قامت البنوك بتحويلات
المديونيات الخاصة بالعملاء إلى مديونيات عامة يقبل عليها المتعاملون. فزادت
الرافعة المالية بمعنى زيادة أحجام المديونية واتساع الهوة بين الأصول التي تمثل
الملكية والأصول التي تمثل المديونية. ومن جراء هذا توسعت البنوك في عملية
الإقراض لأكثر من ستين ضعف حجم رؤوس أموالها. أما المشتقات المالية فقد أدت
إلى توليد موجات من الأصول المالية بناء على أصل واحد مثل العقار. ولجأ البنك إلى
إصدار أوراق مالية جديدة في إطار عملية التوريق بحيث لم يكتف البنك بالإقراض
بضمان الأصل كموجة أولى ولكنه أصدر موجات متتالية من الأصول المالية بضمان
هذه الرهون العقارية أي يقدم البنك محفظته من الرهونات العقارية كضمان
للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة
بالرهن للأصل الأول العقار»^(١).

(١) إبراهيم، مصطفى عيد مصطفى، «الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المال علاقة مختلة ونمو مزعوم» هذه هي نسخة
Google لعنوان <http://articles.alzoa.com/view.php?id=1337> وهي عبارة عن لقطة

شاشة للصفحة كما ظهرت في ٢٠ تموز (يوليو) ٢٠١٠ م ٢٣:٤٥:١١

٣ / الفصل الثاني: التوريق في مصر التنظيم القانوني، ونماذج تطبيقية ١/٣ المبحث الأول التنظيم القانوني للتوريق في مصر

نظم القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ سوق رأس المال، وحدد العلاقة بين الأجهزة العاملة فيه، ووضع الضوابط اللازمة لمزاولة الأنشطة الخاضعة لأحكامه. وقد تم إجراء تعديلات تشريعية على هذا القانون، وكذا لائحته التنفيذية، بما يتلاءم مع المتغيرات التي طرأت على الأسواق المالية. ومن بين هذه المتغيرات نشاط توريق الحقوق المالية، وبموجب قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم (٦٩٧) لسنة ٢٠٠١، أضيف هذا النشاط إلى أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المنصوص عليها في المادة (٢٧) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م^(١). كما صدر قرار وزير الاستثمار رقم ٤٦ بإضافة باب جديد لللائحة التنفيذية لقانون سوق المال لتنظيم نشاط عمليات التوريق. كما لحقت هذه التعديلات أيضا قانون التمويل العقاري على نحو يفعل هذا النشاط التمويلي المستحدث، وفيما يلي نورد أهم هذه التعديلات^(٢):

تم تعديل قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بإضافة فصل ثالث للباب الثالث من القانون المذكور، يختص بنشاط التمويل العقاري، وكانت أهم معالمه:

١/١/٣ تقنين شركة التوريق:

وذلك باعتبارها شركة تزاوّل نشاط إصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما

(١) عبد الخالق، سعيد، «توريق الحقوق المالية»، مرجع سابق.
(٢) شلبي، ماجدة أحمد، «تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق»، أحد أبحاث مؤتمر «الأسواق المالية والبورصات، الأفاق والتحديات»، المتقد في دبي، بالإمارات العربية المتحدة، الفترة من ٦ إلى ٨ مارس ٢٠٠٦م.
<http://slconf.uaeu.ac.ae/research.htm>

وكذا:

<http://www.eltamir.com/LawsRealEstate/Amendments%20of%20Stock%20Market%20and%20Real%20Estate%20Finance%20Laws.doc>

وكذا: عبد الخالق، سعيد، مرجع سبق الإشارة إليه.

مدخل إلى توريق الحقوق المالية، مع الإشارة إلى التنظيم القانوني للتوريق، وتطبيقه على مصر
د/ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح

يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها . وتعتبر
شركة التوريق من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في تطبيق أحكام
القانون .

٢/١/٣ تقنين محفظة التوريق :

وتطلق على الحقوق والمستحقات آجلة الدفع المحالة إلى شركة التوريق .

٣/١/٣ تقنين الترخيص بمزاولة النشاط:

فينبغي أن يقتصر غرض الشركة على مزاولة النشاط المحدد لها . ولا يجوز بغير
ترخيص من مجلس إدارة سوق المال أن يحال للشركة أكثر من محفظة توريق واحدة
أو أن تقوم بأكثر من إصدار واحد للسندات .

٤/١/٣ تنظيم العلاقة بين المحيل وشركة التوريق :

١ . تتم حوالة محفظة التوريق بموجب اتفاق بين المحيل وشركة التوريق المحال
إليها وفق للنموذج الذي تعده هيئة سوق المال .

٢ . تكون الحوالة نافذة وناجزة وغير معلقة على شرط وناقلة لجميع الحقوق
والمستحقات والضمانات المحالة .

٣ . يكون المحيل ضامناً لجميع الحقوق والمستحقات والضمانات وقت الحوالة
ولا يكون مسئولاً عن الوفاء بأي منها بعد إتمام الحوالة إلى شركة التوريق

يتولى المحيل تحصيل الحقوق والمستحقات المحالة ومباشرة حقوق شركة
التوريق في مواجهة المدينين لصالح حملة السندات التي تصدرها شركة التوريق
بصفة المحيل نائباً عنها . فإذا اتفق على غير ذلك بين المحيل وشركة التوريق يتعين
إخطار المدينين (الملتزمين بالحقوق والمستحقات والضمانات المحالة) بهذا الاتفاق
بكتاب مسجل مصحوب بعلم الوصول .

٤ . تكون الحوالة في جميع الأحوال نافذة ومنتجة لآثارها دون اشتراط موافقة
المدين أو إخطاره بها .

٥. على المحيل بذل عناية الرجل الحريص للحفاظ على حقوق حملة السندات متى استمر في تحصيل الحقوق المحالة لحساب شركة التوريق .

٥/١/٣ تنظيم العلاقة بين أمين الحفظ وشركة التوريق:

تلتزم شركة التوريق بإيداع المستندات الدالة على حوالة محفظة التوريق والمبالغ التي يتم تحصيلها (بعد خصم مستحقات شركة التوريق ومصاريف عملية التوريق) لحساب حملة السندات لدى أمين الحفظ وفقاً لأحكام قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية الصادر بالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠م .

لأمين الحفظ بعد موافقة شركة التوريق استثمار المبالغ المودعة لديه وفقاً للشروط والإجراءات التي تحددها اللائحة التنفيذية .

٦/١/٣ تأمين حقوق حملة السندات:

١. تكون المبالغ والمستندات والأوراق المالية والتجارية المودعة لدى أمين الحفظ ملكاً لحملة السندات ولا تدخل في الذمة المالية لشركة التوريق ولا في الضمان العام لدائني المحيل أو شركة التوريق بخلاف محفظة التوريق ولا يشترك حملة سندات التوريق في التنفيذ على أصول الشركة .

٢. على شركة التوريق بذل عناية الرجل الحريص للحفاظ على حقوق حملة السندات وتحدد اللائحة التنفيذية واجبات شركة التوريق وما يتعين عليها إمساكه من دفاتر وسجلات فضلاً عما هو منصوص عليه في القانون بشأن الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية .

٧/١/٣ تعديلات قانونية أخرى لتنظيم عملية التوريق:

١. يستبدل بنص المادة (١٨) من القانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠م بإصدار قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية النص التالي: «على الشركة إنشاء صندوق لضمان الوفاء بالالتزامات الناشئة عن عمليات الأوراق المالية يلتزم الأعضاء بالاشتراك فيه ويصدر بنظامه وقواعد الاشتراك فيه وبمقابل التأخير عن الوفاء

مدخل إلى توريق الحقوق المالية، مع الإشارة إلى التنظيم القانوني للتوريق، وتطبيقه على مصر
د/ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح

بالاشتراك بميعاد استحقاقه قرار من مجلس إدارة الهيئة بناء على عرض مجلس
إدارة الشركة».

٢. ويعاقب على التأخير في الوفاء بالالتزامات الناشئة عن عمليات الأوراق
المالية تطبيقاً لأحكام هذه المادة بغرامة يومية تحسب على أساس سعر الإقراض
والخصم المعلن من البنك المركزي مضافاً إليه ٣ نقاط مئوية. كما يخصص لسداد
قيمتها الاسمية والعائد عليها محفظة مستقلة من الحقوق المالية للشركة بالضمانات
المقررة لها. وفيما عدا حق حملة السندات في الاشتراك في التنفيذ على حقوق
الشركة تسري على الشركة ومحفظة التوريق الأحكام المنصوص عليها في هذا
الفصل وفقاً للشروط والإجراءات التي تحددها اللائحة التنفيذية.

٣. يعاقب على التأخير في تسليم القوائم المالية وقواعد الإفصاح المرتبطة بها
والمتعلقة بقواعد شطب الأوراق المالية المنصوص عليها في المادة ١٦ من هذا القانون
بغرامة ٢٠٠ جنيهاً عن كل يوم من أيام التأخير. ويجوز لرئيس مجلس إدارة الهيئة
أو من يفوضه التصالح عن هذه الجريمة مقابل أداء نصف الغرامة المستحقة ويترتب
على التصالح انقضاء الدعوى الجنائية.

٤. يستبدل بنص المادة (١١) من قانون التمويل العقاري الصادر بالقانون
١٤٨ لسنة ٢٠٠١م بأنه «يجوز للممول أن يحيل حقوقه المالية ومستحقاته آجلة
الدفع بالضمانات المقررة لها والناشئة عن اتفاق التمويل وفقاً لإحكام الفصل الثالث
من الباب الثالث من قانون رأس المال المصدر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م».

٥. يستبدل بنص الفقرة الثالثة من المادة (٢٣) من قانون رأس المال
«ويتضمن قرار إنشاء الصندوق نظام إدارته وعلاقته بالشركات المشار إليها ونسبة
مساهمة كل منها في موارده ومقابل التأخير في الوفاء بهذه المساهمة وأية مبالغ
تستحق للصندوق عن المواعيد المحددة للوفاء بها كذلك قواعد إنفاق واستثمار هذه
الموارد. كما تستبدل عبارة «خمسین ألف جنيھ سنوياً» بعبارة «خمسة آلاف جنيھ
سنوياً» وعبارة «ثلاثين ألف جنيھ سنوياً» بعبارة «ثلاثة آلاف جنيھ» بالفقرة الثانية
من المادة (٢٤) من القانون ذاته.

٢/٢ المبحث الثاني

نماذج تطبيقية للتوريق في مصر

تمت في مصر بعض إصدارات من التوريق الخارجي والداخلي :

١/٢/٣ : ففي إطار التوريق الخارجي، قررت لجنة قيد الأوراق المالية مجلستها المنعقدة بتاريخ ٢١/٨/٢٠٠٦ الموافقة على قيد سندات التوريق المصدرة من شركة كوتكتك للتوريق بالجدول الرسمي على أن يتم تداولها فور قيدها . وهى سندات إسمية، غير قابلة للتحويل إلى أسهم، ويمكن استدعاؤها معجلا اعتبارا من ١٣ يناير ٢٠٠٨م قبل موعد استحقاقها النهائي فى ٢١ ديسمبر ٢٠١٠م، وتبلغ القيمة الإجمالية لهذا الإصدار من السندات ١٤٠ مليون جنيه مصري بعائد سنوي ثابت بالجنيه المصري قدره ١١٪. يصرف مع نهاية كل شهر، ومدتها خمس سنوات تستهلك شهريا بصورة متدرجة ومتناقصة. وتتضمن محفظة التوريق المشار إليها عدد ١٥٤٩ عقد بيع سيارات بالتقسيط مضمونة بشيكات مؤجلة. وقد تم إصدار هذه السندات مقابل محفظة توريق تبلغ قيمتها الإجمالية ١٧٦ مليون جنيها، ويتم سداد عوائدها وقيمتها الإسمية من المتحصلات التي تتضمنها تلك المحفظة. وتمثل القيمة الإجمالية للإصدار البالغة ١٤٠ مليون جنيها ما نسبته ٩٤٪ تقريبا من القيمة الحالية لمحفظة التوريق البالغة ١٤٨ مليون جنيها، أي أن نسبة الغطاء النقدي التي تمثل ضمانا إضافية لحملة السندات تبلغ ٨٧.٥٪ تقريبا. وقد بلغت مستوى التصنيف الائتماني لهذه السندات درجة (AA)^(١). هذا وقد تم تغطية هذا الطرح ٢.٥ مرة، حيث تعاونت الهيئة العامة لسوق المال بشكل كامل مع الجهات المعنية بهذا الخصوص^(٢).

٢/٢/٣ : وفي إطار التوريق الداخلي، أعلنت لجنة قيد الأوراق المالية بالبورصة المصرية في ١٧ سبتمبر ٢٠٠٦م موافقتها على قيد أول سندات توريق، غير قابله للتحويل إلى أسهم، مصدرة من البنك العقاري المصري العربي بالجدول الرسمي

1) <http://www.esgmarkets.com/forum/showthread.php?t=2135>

(٢) الهيئة العامة للاستعلامات، مصر، «سوق المال المصرية آفاق جديدة»، <http://www.sis.gov.eg/Ar/Pub/egyptmagazine/412006/110403000000000003.htm>

مدخل إلى توريق الحقوق المالية، مع الإشارة إلى التنظيم القانوني للتوريق، وتطبيقه على مصر
د/ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح

على أن يتم تداولها بالبورصة. وهذه السندات عددها نصف مليون سند بقيمة اسمية قدرها ألف جنية للسند الواحد وبقيمه إجمالية للإصدار ٥٠٠ مليون جنية مطروحة بالكامل للاكتتاب العام، وتستهلك على أربعة أقساط متساوية اعتباراً من ١٥ مايو ٢٠١٠ وحتى تاريخ الاستحقاق النهائي في ١٩ يونيو ٢٠١٣. ومدة هذه السندات سبع سنوات قابلة للاستدعاء المعجل اعتباراً من أول مايو ٢٠١٠م، والعائد السنوي لهذه السندات متغير بنسبة ٠.٥٪ علاوة على سعر الإقراض والخصم، ويصرف كل ستة أشهر. وهذه السندات أصدرت على ذمة محفظة قروض ممنوحة للهيئة العامة لتعاونيات البناء والإسكان وعددها ٢٤ قرصاً يبلغ إجمالي أصولها ٥٦٥ مليوناً و٨٠١ ألفاً و٤٥٦ جنيهاً من بين القروض الممنوحة لهيئة تعاونيات البناء والإسكان، والمضمونة السداد من وزارة المالية، وذلك بغرض إعادة هيكلة مصادر التمويل بالبنك بالإضافة إلى تلبية احتياجات النمو المتزايد في نشاط التمويل العقاري^(١).

هذا وقد اختارت مؤسسة The Banker العالمية (إحدى مؤسسات مجموعة فايننشال تايمز) البنك العقاري المصري العربي لتمنحه جائزتها السنوية لأفضل عملية مالية تمت في مصر، وذلك عن هذا الإصدار الأول للبنك من سندات التوريق^(٢).

وبالإضافة إلى ما تقدم فقد وافق مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال على الطلب المقدم من البنك العقاري المصري العربي لإصدار ثانٍ لسندات توريق تطرح للاكتتاب العام تبلغ قيمتها ٧٥٠ مليون جنية بقيمة إسمية ١٠٠ جنية للسند، تصدر لمدة ١٠ سنوات، وذلك مقابل حقوق مالية تبلغ قيمتها ٨٩٢ مليون جنية تمثل قروضاً عقارية مضمونة السداد من وزارة المالية، وتكون هذه السندات قابلة للتداول بالبورصة وغير قابلة للتحويل إلى أسهم. وهذه السندات قابلة للاستدعاء المعجل، ويبلغ التصنيف الائتماني لها، والذي قامت به إحدى الشركات المتخصصة في هذا

(١) موقع أمل الأمة، ١٧ سبتمبر ٢٠٠٦م.

http://www.amlalommah.net/art_read.asp?id=10146

2) http://arabic.pnn.ps/index.php?option=com_content&task=view&id=14744&Itemid=36

المجال مستوى (AA)، في حين يبلغ التصنيف الائتماني لمحفظة التوريق والصادرة عن شركة التصنيف الائتماني ذاتها (AAA)^(١).

ولهذه السندات عائد سنوي متغير قدره واحد في المائة علاوة على سعر الإقراض والخصم المعلن من البنك المركزي المصري، ويصرف هذا العائد كل ٣ شهور على أن يستحق أول كوبون بسعر عائد سنوي ١٠٪ (باعتبار سعر الإقراض والخصم للبنك المركزي ٩٪).

وقد أشارت هيئة سوق المال في خطتها لعام ٢٠٠٦م إلى «ضرورة تفعيل سندات التوريق الخاصة بالقروض العقارية حيث ستساهم الهيئة بالمعونة الفنية والاستشارية لأية جهة ترغب في إصدار مثل هذا النوع من السندات وذلك لتنشيط السوق بالإضافة إلى :

أ. أنه تم الترخيص بالفعل لثلاثة بنوك للقيام بهذا الأمر، وتم الربط بين البورصة والمقاصة لتفعيله، وأنه يتم دراسة جميع المقترحات المقدمة من هذه البنوك سواءً الإجرائية أو التنظيمية أو التشريعية لتفعيل هذا النظام بصورة أكبر.

ب. أنه تم الانتهاء من وضع جميع القواعد المنظمة لهذا الأمر لبيع الأوراق المالية المقترضة وأنه سيتم الانتهاء من الجلسة التجريبية الأخيرة بالتعاون مع شركة مصر للمقاصة بنهاية شهر يناير ٢٠٠٦ تمهيداً لبدء العمل الفعلي لهذا النظام»^(٢).

(١) جريدة الرياض، «مصر، بدء نشاط التوريق يدعم سوق التمويل العقاري، وتأسيس شركة متخصصة لإدارة الأصول السياحية والعقارية»، الخميس ٢٧ جمادى الآخرة ١٤٢٨هـ - ١٢ يوليو ٢٠٠٧م - العدد ١٤٢٦٢.
<http://www.alriyadh.com/2007/07/12/article264144.html>

(٢) الهيئة العامة للاستعلامات، مصر، «سوق المال المصرية آفاق جديدة»، المرجع السابق.

٤/ نتائج البحث وتوصياته

١/٤ أولاً: نتائج البحث

تم التعريف بالجوانب المختلفة لنشاط التوريق، وتبين من البحث :

١. أن هناك منافع عديدة من تفعيل نشاط التوريق ليس فقط للمنشآت البادئة للتوريق، بل أيضاً للمستثمرين، والوسطاء، وسائر العناصر المعاونة لهذا النشاط، وللاقتصاد القومي برمته. ورغم ذلك فإن التوريق يمكن، إذا لم يتم ضبطه، أن يلحق أضراراً بالاقتصاد.

٢. أن التوريق كما تمارسه المصارف التقليدية والذي يتضمن بيع الدين لغير المدين هو من قبيل بيع الدين بالدين المحرم شرعاً، وأن هناك صوراً مشروعة إسلامياً للتوريق.

٣. أنه يلزم لنجاح نشاط التوريق توفير البنية التشريعية والإدارية والمالية المناسبة لذلك.

٤. إنه في مصر تم اتخاذ خطوات تشريعية هامة، فضلاً عن الإجراءات الأخرى التي ليست محلاً لهذا البحث. كما تم أيضاً، ونجاح، تفعيل أول عمليتين للتوريق الداخلي والخارجي.

٢/٤ ثانياً: توصيات البحث

في ضوء نتائج هذا البحث نوصي بقصر استخدام التوريق على الأساليب المشروعة إسلامياً، وفي إطار ينحسب على الاحتياجات التمويلية للاقتصاد الحقيقي في نموه وتطوره. كما نوصي باتخاذ المزيد من الخطوات اللازمة لمزيد من الانضباط في نشاط التوريق في مصر، سواءً من النواحي الشرعية أو التشريعية أو الإدارية أو التمويلية، أو المحاسبية، وذلك بهدف تحقيق أكبر قدر ممكن من المنافع من هذا النشاط التمويلي مع تجنب مضاره، ومثالبه.

٥/ مراجع البحث

أبحاث، وندوات:

١. اتحاد المصارف العربية، «التوريق كأداة مالية حديثة»، بيروت، لبنان، ١٩٩٥م.
٢. الحجازي، عبيد علي أحمد، «التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري»، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، ٢٠٠١م.
٣. عمر، محمد عبد الحليم، «الموقف الشرعي من التورق والتوريق»، ندوة التورق والتوريق بين الشريعة الإسلامية والتطبيق المالي المعاصر، ٩ من ذي القعدة ١٤٢٨هـ الموافق ١٩ من نوفمبر ٢٠٠٧م.
٤. النشمي، عجيل جاسم، «التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما»، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشرة إمارة الشارقة دولة الإمارات العربية المتحدة. من الشبكة العنكبوتية العالمية:
 1. http://en.wikipedia.org/wiki/Life_Insurance_Securitization
 ٢. السعيد، ناصر، و نصري دياب، «تسنييد الموجودات، سوق وفرص جديدة في لبنان»، مجلة الجيش اللبناني، ٢٢ سبتمبر ٢٠٠٧م.
e's of <http://www.lebarmy.gov.lb/article.asp?ln=ar&id=1245>
 ٣. عبد الخالق، سعيد، «توريق الحقوق المالية»، البوابة القانونية، شركة خدمات المعلومات التشريعية ومعلومات التنمية،
http://www.tashreaat.com/view_studies2.asp?id=214&std_id=42
 ٤. عثمان، حسين فتحي، «التوريق المصرفي للديون، الممارسة والإطار القانوني»،
<http://slconf.uaeu.ac.ae/research.htm>
 ٥. الأهلي الاقتصادية، «ماليون في ندوة: البنوك.. التوريق هام لتعزيز كفاءة الدورة المالية»، ٢٥ يوليو، ٢٠٠٧.
http://www.e-ahli.net/Fron_P/Banks_V.asp?N_ID=393
 6. <http://www.alwatan.com/graphics/2006/01Jan/27.1/dailyhtml/economy.html>
 ٧. الترجمان، سامح، «إعادة التمويل عقدة التمويل العقاري» ١٨ أغسطس ٢٠٠٥
http://www.e-dar.com/docs_465.html

مدخل إلى توريق الحقوق المالية، مع الإشارة إلى التنظيم القانوني للتوريق، وتطبيقه على مصر
د/ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح

٨. بدوي، محمد عبد المطلب، «التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية»، أحد أبحاث مؤتمر «الأسواق المالية والبورصات، الآفاق والتحديات»، المنعقد في دبي، بالإمارات العربية المتحدة، الفترة من ٦ إلى ٨ مارس ٢٠٠٦ م.
<http://slconf.uaeu.ac.ae/research.htm>

٩. «منح البنك العقاري جائزة أفضل عملية مالية في مصر لعام ٢٠٠٧ م».
http://arabic.pnn.ps/index.php?option=com_content&task=view&id=14744&Itemid=36

١٠. شليي، ماجدة أحمد، «تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق»، أحد أبحاث مؤتمر «الأسواق المالية والبورصات، الآفاق والتحديات»، المنعقد في دبي، بالإمارات العربية المتحدة، الفترة من ٦ إلى ٨ مارس ٢٠٠٦ م.
<http://slconf.uaeu.ac.ae/research.htm>

11. <http://www.eltamir.com/LawsRealEstate/Amendments%20of%20Stock%20Market%20and%20Real%20Estate%20Finance%20Laws.doc>

١٢. الهيئة العامة للاستعلامات، مصر، «سوق المال المصرية آفاق جديدة»،
<http://www.sis.gov.eg/Ar/Pub/egyptmagazine/412006/11040300000000003.htm>

١٣. موقع أمل الأمة، ١٧ سبتمبر ٢٠٠٦ م.
http://www.amlalommah.net/art_read.asp?id=10146

14. http://arabic.pnn.ps/index.php?option=com_content&task=view&id=14744&Itemid=36

١٥. جريدة الرياض، «مصر، بدء نشاط التوريق يدعم سوق التمويل العقاري، وتأسيس شركة متخصصة لإدارة الأصول السياحية والعقارية»، الخميس ٢٧ جمادى الآخرة ١٤٢٨ هـ - ١٢ يوليو ٢٠٠٧ م - العدد ١٤٢٦٢.
<http://www.alriyadh.com/2007/07/12/article264144.html>

١٦. إبراهيم، مصطفى عيد مصطفى، «الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي علاقة مختلة ونمو مزعوم» هذه هي نسخة Google لعنوان :
<http://articles.alzoa.com/view.php?id=1337>.

وهي عبارة عن لقطة شاشة للصفحة كما ظهرت في ٢٠ تموز (يوليو) ٢٠١٠ م.

تم بحمد الله وتوفيقه، والله أعلى وأعلم