

## توريق الحقوق المالية أبعاده ومحدداته

دكتور/ سعيد عبد الخالق

شهدت الأسواق المالية في العقود الثلاثة الأخيرة موجه من الابتكارات المالية سواء في مجال مصادر التمويل أو الاستثمار. فقد ظهرت أدوات تمويلية أو إستثمارية جديدة في مجال الهندسة المالية، أتاحت حلولاً مبتكرة للمشكلات المالية التي تواجهها منشآت الأعمال.

يأتى في مقدمة الأصول المالية التي نجحت الهندسة المالية في إيجادها وتطبيقها، توريق الديون، حيث بدت القروض المصرفية وكأنها قروض معبرية (Bridging) مؤقتة تنتقل أو تتحول من صيغة القرض المصرفى إلى صيغة الأوراق المالية.

بدأت ظاهرة التوريق «Securitization» في الظهور فى الولايات المتحدة الأمريكية منذ مطلع عقد الثمانينيات من القرن الماضى، لكى تتحول القروض المصرفية إلى أوراق مديونية متنوعة وفى مقدمتها السندات، وذلك بهدف تنشيط السوق الثانوى لقروض التمويل العقارى، بما يعنى فى النهاية تشجيع للمستثمرين المحتملين فى تلك القروض.

والتوريق «Securitization» باعتباره أداة تمويلية وقانونية حديثة على المعاملات المالية فى مصر - ما هو مفهومه؟ .. عناصره .. أهدافه .. أنواعه وأساليبه .. مزاياه المتوقعة .. أعبأؤه المحتملة .. كيف يتم تطبيقه، وأهم متطلبات نجاحه؟!

## أولاً: مفهوم التوريق وأهميته

يعتبر التوريق أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانياً، ثم عرضه من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، بهدف تقليل المخاطر، مع ضمان التدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك.

لذلك يتمثل مصطلح التوريق (التسنيذ) في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول **Make table securities** أى تحويل الديون من المقرض الأساسى إلى مقرضين آخرين، وعادة ما يتم ذلك عن طريق شركات «التوريق» وهى شركات ذات أغراض خاصة.

وعلى ذلك، تبدو القروض المصرفية وكأنها قروض مؤقتة أو قروض معبرية **Bridging** أى تنتقل القروض عبر التوريق من صيغة القرض المصرفى إلى صيغة الأوراق المالية، فبالاعتماد على الديون المصرفية القائمة، يمكن إيجاد أصول مالية جديدة، وتوفير تدفقات نقدية إضافية.

فتقنية التوريق تقوم أساساً على الإبداعات المستمرة من خلال إعادة هيكلة الموجودات وتبويبها، بما يساعد على تقييم أدائها من جهة، والتمويل اللاحق من جهة أخرى، بهدف تحقيق الدخل، واستبعاد مخاطر الإفلاس.

يتضح مما تقدم، أن عملية التوريق تنطوى على تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة، أو بعبارة أكثر دقة، إيجاد أوراق مالية ذات سيولة مرتفعة نسبياً، وذلك من أصول مالية ذات سيولة منخفضة.

## توريق الحقوق المالية .. أبعاده ومحدداته

د. سعيد عبد الخالق

ولكى نتفهم عملية «التوريق» بصورة مبسطة نشير إلى الأهمية الخاصة التي يكتسبها «التوريق العقاري» باعتباره وسيلة لتوفير السيولة اللازمة لمؤسسات التمويل العقاري، فالديون العقارية العادية الناشئة من الاقتراض بغرض تمويل شراء أو بناء أو ترميم الوحدات العقارية تتصف - غالباً - بكبر الحجم، وطول مدة السداد مما يستدعى كماً هائلاً من السيولة المتاحة للتمويل، لذلك تلجأ شركات الإقراض العقاري - عادة - إلى بيع مجموعة من قروض الرهونات العقارية المتشابهة والمتجانسة لشركة توريق، والتي تقوم بمسك هذه القروض وتمويلها عن طريق إصدار سندات مطابقة لاستحقاقات القروض. أى أن شركات توريق الديون العقارية تقوم بشراء أصل الدين العقاري من جهة التمويل، على أن تصدر هذه الشركات سندات طويلة الأجل فى حدود نسبة معينة من أصل قيمة هذه العقارات، وذلك بعد أن يتم ما يعرف بالتصنيف الائتماني **Credit Rating**، وتطرح هذه السندات فى سوق رأس المال للبيع للمستثمرين، وتكون هذه السندات مضمونة بصفة أساسية بحفظة الحقوق المالية المحولة لشركة التوريق، وما يلحق بها من ضمانات. وغالباً ما يكون إصدار السندات بعائد ثابت يحصل عليه المستثمر حامل السند من شركة التوريق، ولهذا يجب مراعاة أن تتوافق تواريخ إستحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ إستحقاق أقساط الديون وفوائدها من قبل المدين الأصلي، وبذلك يتم إيجاد ما يسمى بالسوق الثانوى للرهن العقاري، أو سوق السندات.

وبهذا فإن التوريق أو التسنيذ يعنى تكوين مجمعات متجانسة **Pools** من القروض العقارية ثم إعادة توزيعها على المستثمرين فى شكل أوراق مالية عادة ما تكون إصدار سندات ذات عائد ثابت.

وبعبارة أخرى، فإن عملية التوريق يتم بمقتضاها تحويل القروض العقارية (وهى أصول غير سائلة) إلى أوراق مالية قابلة للتداول (أى أصول سائلة)، وبالتالي تمكن البنوك أو شركات الإقراض العقارى من استرداد أموالها نتيجة لبيع هذه الأوراق بالبورصة بحيث يتم استخدامها فى منح قروض جديدة. ومن أكثر أنواع الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية انتشاراً ما يسمى **Pass-Through**، حيث يتم إصدار أوراق مالية مضمونة بوعاء من القروض العقارية، ويتم توزيع التدفقات النقدية الناجمة عن تلك القروض بناء على نسبة الملكية الخاصة بكل مستثمر فى الأوراق المالية المصدرة بضمان تلك القروض.

ولكن، إذا طرحت السندات العقارية فى البورصة، فمن الذى سيقوم بشرائها؟

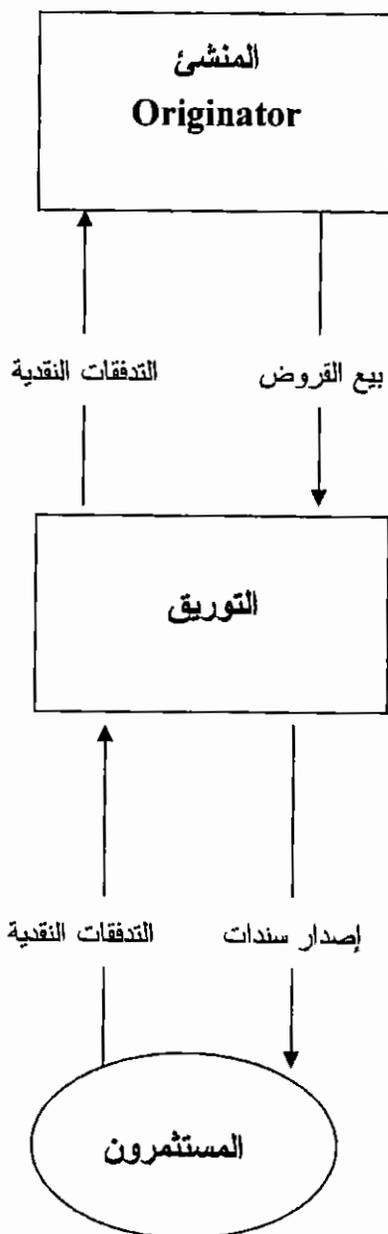
يأتى فى مقدمة الجهات التى يمكن أن تستثمر أموالها فى هذه السندات صناديق التأمينات والمعاشات حيث أنها ترغب فى وعاء استثمارى طويل الأجل يكون مضموناً، ومثل هذه النوعية من السندات مضمونة بالرهن العقارى.

ويمكن أيضاً لشركات التأمين وصناديق الاستثمار والبنوك، والمؤسسات المالية الاستثمارية أن تستثمر أموالها فى هذه السندات، وكذلك الأفراد المستثمرين الذين يبحثون عن عوائد ثابتة.

## توريق الحقوق المالية .. أبعاده ومحدداته

د. سعيد عبد الخالق

### شكل مبسط يوضح عملية التوريق



مما تقدم، يمكن إيجاز أهمية عملية التوريق فيما يلي:

- ١- تحويل الأصول غير السائلة إلى سيولة نقدية لإعادة استثمارها مرة أخرى.
- ٢- توسيع حجم الأعمال بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.
- ٣- تسهيل تدفق التمويل إلى المقترضين بضمان رهون العقارية.
- ٤- توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.
- ٥- تعبئة مصادر التمويل بجذب مستثمرين جدد، مع تنشيط سوق تداول السندات.

### ثانياً: الإطار القانوني للتوريق في مصر

نظم القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ سوق رأس المال، وأوضح العلاقة بين الأجهزة العاملة فيه، ووضع الضوابط اللازمة لمزاولة الأنشطة الخاضعة لأحكامه. وفي ضوء المتغيرات التي واكبت تطور سوق رأس المال، فقد تم إجراء تعديلات تشريعية على القانون، وكذا لائحته التنفيذية بما يتلاءم مع هذه المتغيرات.

ويعتبر استحداث المؤسسات اللازمة لتنمية السوق، والتي لم يسبق وأن عرفها الاقتصاد المصري، من أهم سمات هذا القانون، هذا فضلاً عما يتمتع به هذا القانون من مرونة بقدر يسمح بإضافة ما قد يستجد على الساحة من مستحداثات دون إجراء تعديل في ذات القانون، ومن ثم فإن أي تعديل أو إضافة تقتضيها المصلحة العامة تتم بقرار من الوزير المختص أو بقرار من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال حسب الأحوال، وهو ما يتجلى بوضوح في استحداث العديد من الأنشطة العاملة في مجال سوق الأوراق المالية.

## توريق الحقوق المالية .. أبعاده ومحدداته

د. سعيد عبد الخالق

لقد تم استحداث أنشطة لم تكن وارددة بالقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية، ومنها نشاط توريق الحقوق المالية وذلك بموجب قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم (٦٩٧) لسنة ٢٠٠١، حيث أضيف هذا النشاط إلى أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المنصوص عليها في المادة (٢٧) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. (الوقائع المصرية، العدد ٢١٥ الصادر بتاريخ ٢٠/٩/٢٠٠٠).

من جانب آخر، فقد أجاز القانون رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ بشأن التمويل العقاري في المادة (١١) منه، للممول أن يحيل حقوقه الناشئة عن اتفاق التمويل إلى إحدى الجهات التي تباشر نشاط التوريق التي يصدر بها قرار من وزير الاقتصاد بعد موافقة مجلس إدارة هيئة سوق المال وفقاً لأحكام سوق رأس المال الصادر بالقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشرط أن :

- تلتزم الجهة المحال لها بالوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية التي تصدرها في تواريخ استحقاقها من حسيلة الحقوق المحالة.
- وعلى أن يضمن الممول الوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية المشار إليها.

وهذا النص يعبر عن حرص المشرع على استقرار المعاملات في الاقتصاد القومي بتقريره التزام شركات التوريق بسداد السندات التي تصدرها، وتقريره ضمان شركات التمويل سداد الحقوق المحالة. والواقع إن التزام مصدر السندات هو أمر طبيعي من أوليات القانون، كما أن تقرير ضمان شركات التمويل سوف يجعلها تترتب في اختيار عملائها، وتبحث جيداً مدى ملاءمتهم الائتمانية، إذ يقتضى القانون بأنه إذا تعثر العميل (المستثمر)، فإن

شركة التمويل العقاري ستكون ملزمة بالوفاء إذا لم تكف الحصيلة، ولم تستطع شركة التوريق سداد السندات.

وقد جاء هذا النص حماية للمستثمر، وتجنباً لاستخدام نظام التوريق كطريقة للتخلص من الديون المالية المتعثرة لدى البنوك، إذ أن حوالة دين متعثر إلى شركة التوريق لن يترتب عليه إلا نقل عبء مخاطر سداد هذه الديون إلى حاملي الأوراق المالية (السندات) التي تصدرها شركة التوريق.

خلاصة القول أن هناك مديونيات معينة لا يمكن أن تكون موضوعاً للتوريق، وعلى وجه الخصوص لا يجوز توريق المديونيات المتعثرة، أو في تلك الحالات التي توقف فيها المدين عن السداد أياً كانت الأسباب التي أدت إلى عدم السداد، وكذلك لا يجوز توريق المديونيات التي تكون موضوعاً لنزاع قضائي قائم، لذلك ينص القانون على أن تكون شركة التوريق ملتزمة بسداد السندات التي تصدرها، مع إضافة ضمان شركات التمويل العقاري.

### ثالثاً: دوافع عمليات التوريق:

الهدف من التوريق هو ربط الديون الأصلية بالأوراق المالية مباشرة من خلال تجميع الديون في شكل محفظة، وحوالة المحفظة، ثم إصدار أوراق مالية مقابل تلك المحفظة مضمونة بضماناتها (الضمانات المتعلقة بالأصول).

ولعل السبب الرئيسي التي يدفع المؤسسات المالية للالتجاء لعمليات التوريق يتمثل في التحرر من قيود الميزانية العمومية، حيث تقضى القواعد المحاسبية والمالية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال، وتدبير مخصصات لمقابلة الديون المشكوك فيها، وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام، ويبطيء - بالضرورة - من دورة رأس المال، ويقلل بالتبعية من ربحية المنشأة أو البنك.

## توريق الحقوق المالية .. أبعاده ومحدداته

د. سعيد عبد الخالق

والتوريق - في هذه الحالة - يعد بديلاً مناسباً حيث يسمح بتدوير جزء من الأصول السائلة **Recycle Cash** الناجمة عن توريق أصوله غير السائلة الضامنة لديون لدى الغير دون أن يحتم ذلك زيادة في الجزء المخصص للمخاطر في ميزانية البنك، أى دون الحاجة لمخصصات مناظرة في الميزانية العمومية .

إلى جانب ما تقدم، وبالتوازي معه، ثمة مجموعة من الدوافع والأهداف لعمليات التوريق في مقدمتها ما يلي :

- ١- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية .
- ٢- تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهون العقارية، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول .
- ٣- تقليل مخاطر الائتمان للأصول، من خلال توزيع المخاطر المائة على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة .
- ٤- إغسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية، وإنعاش سوق الديون الراكدة .
- ٥- تخفيف وطأة المديونية، مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال .
- ٦- تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات والسيارات .

- ٧- تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات.
- ٨- التوريق أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.
- ٩- توفير العملات الأجنبية في حالة التوريق عبر الحدود، فيما لو أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهمة بتحويلات العاملين في الخارج، أو بطاقات الائتمان وغيرها.

#### رابعاً: تكلفة عملية التوريق

إن تطبيق أسلوب التوريق لا يمكن أن يتم بدون تكلفة أو بدون مخاطر، فهناك تكلفة تتمثل في أعباء تمويل الديون والقروض المصدرة، والمصروفات الإدارية المصاحبة لإنشاء الدين، ورفع أجور القائمين بعملية التوريق، وتكاليف الاستشارات المحاسبية والقانونية، والتكاليف الخاصة بمؤسسات التصنيف الائتماني، وتكلفة تغيير وتطوير الأنظمة لتتلاءم مع نظام التوريق.

ومن ناحية أخرى، لا يخلو نظام التوريق من مخاطر تصاحبه مثل مخاطر الائتمان، ومخاطر الضمان، وحالات الإفلاس سواء للمصدرة أو للحاصلين على القروض، ومخاطر السوق، بالإضافة إلى مخاطر تتعلق بإدارة وتشغيل عملية التوريق، وغيرها.

## توريق الحقوق المالية .. أبعاده ومحدداته

د. سعيد عبد الخالق

---

### خامساً : أهم متطلبات عملية التوريق

إن نجاح عملية التوريق أو (التسديد) رهن بتوفر الإطار المؤسسي الكفء الذي يتضمن الآتي :

- ١- وجود سوق أوراق مالية نشطة في مجال السندات.
- ٢- وجود شركات متخصصة في تداول السندات لتشجيع الاستثمار وتنشيط السوق.
- ٣- توفر منظومة متكاملة من المؤسسات، والتي منها : شركات التمويل العقاري، ومؤسسات التصنيف الائتماني Rating Agencies حيث يؤدي التصنيف دوراً بارزاً في معاملات «التوريق»، لأنه من الصعب تسويق الأوراق المالية المصدرة بدون التصنيف الذي يساعد على تمكين المستثمرين من قياس مخاطر الأوراق المالية، فضلاً عن شركات تقييم الأصول، ومكاتب الاستعلام عن العملاء وغيرها.