

تقنية التوريق وتقنية التنقية في القطاع المصرفي الجزائري
Securitization And Purification Technology In The Algerian Banking
Sector

د.بن علقمة مليكة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. جامعة فرحات عباس- سطيف 1- البريد الإلكتروني: alakmamalika@yahoo.fr

تاريخ النشر: 2019/09/06

تاريخ القبول: 2019/05/30

تاريخ الاستلام: 2018/03/19

ملخص:

لتشجيع وتحفيز البنوك الجزائرية على منح القروض العقارية بأفضل الشروط في السنوات الأخيرة وضع الإطار القانوني المنظم لعمليات توريق قروض الرهن العقاري الموجهة للسكن في انتظار تعميمها بعد ذلك على مجمل الأصول الأخرى وخاصة تلك الظاهرة في ميزانيات البنوك العمومية من أجل تطوير السوق المالية، وهذا ما سيشجع من ناحية أخرى دخول رأس المال المالي المجال العقاري والمساهمة في ترقية هذا القطاع الحيوي وبعد صدور قانون التوريق في الجزائر العام 2006 أصبحت شركة إعادة التمويل للرهن العقاري تمويل البنوك في إطار التوريق العقاري.

من جهة ثانية تعاني البنوك العمومية الجزائرية منذ عدة سنوات من ضعف الطرق المتبعة في تطهير محافظها المالية، كما أنها معرضة لعجز في الموارد طويلة الأجل والتي تؤثر على معاملتها للتحويل على الرغم من عمليات إعادة الرسملة التي خضعت لها، لذا فالمشكل المطروح هو البحث عن خيار آخر يسمح في آن واحد بالتعامل مع القروض التي تخرج من ميزانية البنك دون تدخل الخزينة العمومية وهو ما يمكن تحقيقه عن طريق اللجوء إلى تقنية التنقية، كما أن وجود الضمانات الضرورية يكفل نجاح كلا من عمليات التوريق والتنقية كون أن هذه الأخيرة مفهوما موسعا للتوريق. تسعى هذه الورقة البحثية إلى تسليط الضوء على مفهوم كل من تقنية التوريق وتقنية التنقية وإمكانية تطبيقهما بالنظام المصرفي الجزائري وتبيين المزايا من وراء ذلك، بالإضافة إلى الوقوف على العوائق التي قد تحول دون ذلك.

الكلمات الدالة: توريق؛ تنقية؛ بنوك؛ سوق مالية؛ قروض رهن عقاري.

تصنيف JEL: E430 ; E520 ; P440.

Résumé

Pour encourager et stimuler les banques algériennes d'octroyer des crédits hypothécaires aux meilleures conditions au cours des dernières années.

le cadre juridique régissant les opérations de titrisation des crédits hypothécaires est mise en place pour le développement du marché financier. D'autre part cela va encourager, le capital financier d'entrer dans le domaine de l'immobilier et la contribution financière pour moderniser ce secteur, et après la promulgation de la loi sur la titrisation en Algérie en 2006 la société de refinancement hypothécaire (SRH) est devenu un refinancier des banques dans le cadre de la titrisation immobilière.

D'autre part, les banques publiques algériennes souffrent de mauvaises méthodes d'assainissement de leurs portefeuilles depuis plusieurs années et sont également exposées à des déficits de ressources à long terme affectant leur Coefficient de conversion malgré leur recapitalisation. Il est permis de faire face aux prêts qui sortent du budget de la banque sans l'intervention du trésor public, ce qui peut être réalisé en recourant à la technique de la défaisance. L'existence des garanties nécessaires assure le succès de la titrisation et de la défaisance car cette dernière est un concept large de titrisation.

Cet article vise à mettre en évidence le concept de titrisation et de défaisance, et leur application dans le système bancaire algérien et ses avantages, en plus d'identifier les obstacles qui peuvent l'empêcher.

Mots clés: titrisation; défaisance; banques; marché financier; crédits hypothécaire

Jel Classification Codes : P440 ; E520

المؤلف المرسل: بن عمور سمير، الإيميل: samir_be81@yahoo.com

مقدمة:

شرعت الجزائر منذ تسعينيات القرن الماضي في تطبيق مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية الهادفة إلى إعادة هيكلة النسيج الاقتصادي والتوجه نحو اقتصاد السوق، حيث شهد القطاع المالي والمصرفي كغيره من القطاعات أولى الإصلاحات باعتماد قانون النقد والقرض في أفريل 1990. وبداية من سنة 1997 تم إشراك البنوك في مجال التمويل العقاري الذي يشهد نموا قويا، حيث أصبح من بين الأولويات الكبرى للدولة وهو ما دفع بالسلطات العمومية لتشجيع القطاع العقاري من خلال البرامج الخماسية والتي تهدف لترقية وتطوير الترقية العقارية من أجل التخفيف من الضغط المتحمل من قبل ميزانية الدولة وحل مشكلة السكن وهو ما تعزز أكثر بصدور القانون المتعلق بتوريق القروض الرهنية سنة 2006.

من جهة ثانية وبالنظر لفشل مختلف السياسات المتبعة من قبل السلطات الجزائرية من أجل تطهير المحافظ المالية للبنوك العمومية الجزائرية، فإن تطبيق تقنية التنقية يعد حلا مقبولا. ظهرت هذه

التقنية لأول مرة بالولايات المتحدة عقب الأزمة التي عرفتها صناديق الادخار والتي نتج عنها عدد كبير من القروض العقارية المتعثرة، حيث تم تبني هذه التقنية كحل استعجالي لإعادة الرسملة المكثفة لهاته الصناديق ومواجهة الإفلاسات الكبيرة التي حدثت وهي تعرف بالتنقية الاقتصادية. من خلال ما سبق، يمكن صياغة إشكالية البحث الرئيسية في التساؤل التالي:
ما مدى امكانية تطبيق كل من تقنية التوريق وتقنية التنقية بالقطاع المصرفي الجزائري؟

لذا تكمن الأهداف الرئيسية لهذه الورقة البحثية في إبراز الامكانيات المتاحة بالقطاع المالي والمصرفي الجزائري من أجل التطبيق الجيد والناجح لتقنية التوريق بشكل عام وتقنية التنقية بشكل خاص، هذا بالإضافة إلى التعرف على المحيط المؤسسي الداعم لمثل هذه العمليات بالجزائر وكذا الفرص والعوائق.

في سبيل ذلك، تم تقسيم البحث إلى أربعة محاور أساسية، وهي:

المحور الأول: سوق الرهن العقاري بالجزائر

المحور الثاني: المبادئ الأساسية لسوق الرهن العقاري بالجزائر

المحور الثالث: أفاق تطبيق تقنية تنقية الميزانية (la défaillance) بالبنوك العمومية الجزائرية

المحور الرابع: ترقية وتطوير السوق المالية الجزائرية

المحور الأول: سوق الرهن العقاري بالجزائر

مر السوق العقاري بالجزائر بمرحلتين أساسيتين تميزتا بسياسيتين مختلفتين للدولة الجزائرية، فطيلة الفترة الأولى والممتدة من 1967 إلى 1986 هيمنت الدولة على السوق العقاري، أما خلال الفترة الثانية والممتدة من 1987 إلى يومنا هذا فقد تم فسخ مجال السوق العقاري أمام البنوك والقطاع الخاص مع تدخل الدولة لمساعدة العائلات ذات الدخل الضعيف، كما تم وضع الإطار القانوني للترقية العقارية⁽¹⁾.

أولاً: تعريف سوق الرهن العقاري وآلية عمله

أصبح لزاماً على البنوك الجزائرية أن تقوم بدور مهم في القطاع العقاري وذلك بمنح قروض عقارية لعملائها، حيث كانت متحفظة إزاء المنتجات المقدمة من قبل الهيئات الجديدة التي تم وضعها حيز التنفيذ من قبل الدولة لتشجيع وتأمين هذا النوع من القروض والذي يحتاج لعمليات إعادة تمويل مستمرة.

1: تعريف سوق الرهن العقاري: يعد قرض الرهن العقاري ديناً متجانساً مع ضمان حقيقي "الرهن" أين الهدف منه هو حماية الدائن ضد ضعف الملاءة المالية لمدينه وضد منافسة دائنين آخرين محتملين⁽²⁾.

ويعرف الرهن (l'hypothèque) على أنه "الحق الذي يمتلكه دائن (بنك) على أصل عقاري لمدينه والذي إذا لم يسدد دينه عند أجل الاستحقاق يسمح للبنك ببيع الأصل المذكور ويتم التسديد له أولاً على باقي دائني المدين، والرهن هو الضمان الطبيعي للقروض العقارية والذي يسمح لعدد كبير من الأفراد من الاقتراض للحصول على السكن"⁽³⁾؛

الهدف من خلق سوق للرهن العقاري هو محاولة إيجاد حل لمشاكل تمويل البناء وكذا توجيه الادخار الخاص للأجل المتوسط والطويل نحو التوظيفات طويلة الأجل للقطاع العقاري.

ويمكن تعريف سوق الرهن العقاري على أنه "امتداد للسوق المالية والذي يتكفل بكل العمليات المتعلقة بتمويل العمليات على العقار، وهو بمثابة سند للسوق العقارية لأنه يسمح بتقليص مدة القرض العقاري وتخفيض تكلفته بالنسبة للأفراد وإعطاء المؤسسات المانحة له إمكانية التفاوض حول ديونها للرهن العقاري"⁽⁴⁾.

ومن جهة ثانية فإن خلق مثل هذه السوق سيسمح للمالكين الهيكليين للسيولة (détenteurs structurels) بتنفيذ توظيفات في ظل الشروط المناسبة من حيث: معدل الفائدة، المدة والمخاطر المحتملة، كما أن تطوير هذا السوق سيساعد ويشجع بشكل كبير نمو القطاع الحر في تمويل السكن.

وتكمن آلية تنظيم سوق الرهن العقاري في إمكانية المؤسسات المانحة لبعض أنواع القروض المؤهلة بإصدار ورقة تعبئة والتي ستتنازل عنها سواءً على مستوى سوق فيما بين البنوك أين يمكن تداولها أو لصالح صندوق إعادة التمويل للرهن العقاري.⁽⁵⁾

2: آلية عمل سوق الرهن العقاري: سوق الرهن العقاري هي مكان التقاء طالبي وعارضي رؤوس الأموال مباشرة أو عن طريق وساطة السماسرة وبيوت إعادة الخصم وتحت رقابة السلطات الوصية. وعموماً فإن آلية عمل سوق الرهن العقاري تتم من خلال أربعة أنواع من العمليات نوعية المتدخلين ونوع المعاملات الملتزم بها ومعدل الفائدة المطبق والأصول المتبادلة على مستوى هذه السوق.

1-2: المتدخلون على مستوى سوق الرهن العقاري: إن المتدخلين على مستوى سوق الرهن

العقاري هم عموماً: البنوك، المستثمرون المؤسساتيون (كشركات التأمين) وهيئات الادخار. وتتدخل البنوك على مستوى السوق الأولية للرهن العقاري كمقرضة للعائلات وكمقرضة على مستوى السوق الثانوية وذلك بهدف إعادة تمويل جزء من قروضها الممنوحة بسبب عدم كفاية الموارد الطويلة الأجل من جهة ولطبيعة آجال استحقاق التسديد والتي قد تمتد لغاية 25 سنة من جهة أخرى.

أما المستثمرون المؤسساتيون فيتدخلون على مستوى سوق الرهن العقاري كمقدمي أو عارضي رؤوس الأموال؛

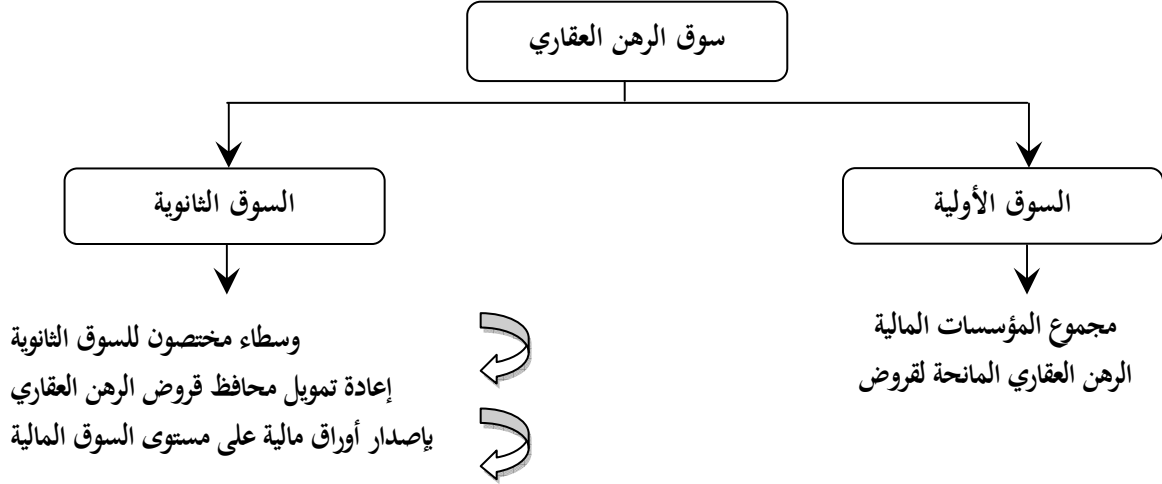
1-1-2: تشكيل محفظة للرهن العقاري: إن تشكيل محفظة للرهن العقاري يمكن أن يتم من قبل بنك أو مؤسسة مالية على أساس عدد معين من ديون الرهن العقاري المتجانسة من حيث المدة والضمانات، كما أن معدلات الفائدة المطبقة على مستوى سوق الرهن العقاري لها آجال استحقاق طويلة وتتنوع ما بين 5 إلى 25 سنة وهي مرتبطة بسلسلتين من العوامل تتمثل الأولى في الشروط السائدة على مستوى السوق في إطار العرض والطلب على الأموال المقرضة، وتتعلق الثانية بتطور معدلات الفائدة على مستوى السوق المالية⁽⁶⁾،

إن وجود سوق للرهن العقاري مرتبط في غالب الأحيان بتقنية التوريق والتي يكون من خلالها تمويل القروض الممنوحة للعملاء غير مضمون من قبل مؤسسة مالية ولكنه مضمون عن طريق سوق رؤوس الأموال مباشرة أي عن طريق المستثمرين، وتجدر الإشارة إلى أن مستوى تطور القطاع المالي وسلامة النظام البنكي أهمية كبيرة في ظهور وتطور سوق الرهن العقاري، وبالمقابل فإذا كان نظام التوريق متطوراً بشكل كاف فإن أغلب هاته المخاطر سيتم تحويلها للسوق المالية، كما

سيتم التكفل بإعادة تمويل قروض الرهن العقاري من قبل هيئات متخصصة تعمل على مستوى سوق الرهن العقاري الثانوية؛

2-1-2: سوق الرهن العقاري الأولية والثانوية: توجد على مستوى سوق الرهن العقاري "سوق أولية" والتي تضم مجموعة المؤسسات المالية التي تقوم بمنح القروض للعائلات وإدارة ديون الرهن العقاري، و"سوق ثانوية" والتي تمنح آلية لإعادة التمويل عن طريق السندات والتي تسمح للمؤسسات المالية المصدرة لقروض تمويل السكن من الحصول على السيولة بمقابل إصدار أوراق مالية مضمونة بمحفظه قروض للرهن العقاري⁽⁷⁾.

الشكل رقم (1): أقسام سوق الرهن العقاري



المصدر: من إعداد الباحثة

2-2: السوق الثانوية وإدارة محفظه قروض الرهن العقاري

تشكل السوق الثانوية للرهن العقاري مكان الالتقاء بين المؤسسات المانحة لقروض الرهن العقاري والمستثمرين، كما تشكل همزة وصل بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال طويلة الأجل⁽⁸⁾. وفي البلدان التي توجد بها أسواق رؤوس أموال متطورة، فإن سوق الرهن العقاري تمنح إمكانية التخفيف من مشكل تقلبات معدلات الفائدة وذلك عن طريق التنوع في محافظ الرهن العقاري، ولقد وسع التوريق من وسائل إعادة التمويل بخلقه إمكانيات جديدة في إطار المنافسة وبالتالي تشجيع انخفاض التكاليف، وأصبح بذلك التوريق عنصرًا هاماً للوصول إلى سوق نشطة ومتطورة للرهن العقاري.

1-2-2 أهمية تطوير سوق ثانوية للرهن العقاري

ظهرت فكرة إنشاء سوق ثانوي للرهن العقاري في أوروبا عندما بدأت المؤسسات المالية المانحة لقروض الرهن العقاري بإصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة برهن أو تأمين عقاري، إلا أن سوق الرهن العقاري الأمريكي تبقى لحد اليوم النموذج الأكثر تأسيساً فيما يخص التنظيم المعلوماتي والتصميم المالي، فقد عرفت أكبر مستوى من التطور خاصة بعد الكارثة المالية التي هزت صناديق الادخار للسكن والتي وجدت نفسها عاجزة عن دفع معدلات فائدة أعلى على الودائع قصيرة الأجل، في حين أنها كانت موظفة للأجل الطويل وبمعدل فائدة ثابت⁽⁹⁾، وهو ما أثبتته الأزمة المالية الأخيرة. لذا، فإن تطوير سوق ثانوية للرهن العقاري كان بمثابة الحل الذي سمح للبنوك المملوكة لمودعها (Thriffs) بتحرير ميزانياتها من هاته الأصول طويلة الأجل وتحسين إدارة خصومها، كما سمح لها بتحكم أفضل في المخاطر ومنحها مصدرًا دائمًا للسيولة. وسيحسن تطور السوق الثانوية للرهن العقاري من عمل الدورة التي تربط السوق الأولية بالسوق الثانوية ويجعلها أكثر فعالية، ويتوقف هذا بشكل كبير على دعم السلطات العمومية.

إن تطور السوق الثانوية للرهن العقاري والذي تعزز أكثر من خلال تقنية التوريق قد سمح للمؤسسات المالية الأمريكية بالحد من المخاطر عن طريق تجزئتها، وهناك جملة من المشاكل لا بد من التكفل بها من أجل النجاح في وضع حيز التنفيذ السوق الثانوية وآلية توريق قروض الرهن العقاري في أغلب دول الاقتصاديات الناشئة ومنها: نقص الملفات المتعلقة بتاريخ القروض، غياب تماثل الوثائق، عدم استقرار الأوضاع على مستوى الاقتصاد الكلي وغياب الأدوات المالية التي بإمكانها توليد موارد طويلة الأجل لتمويل السكن⁽¹⁰⁾.

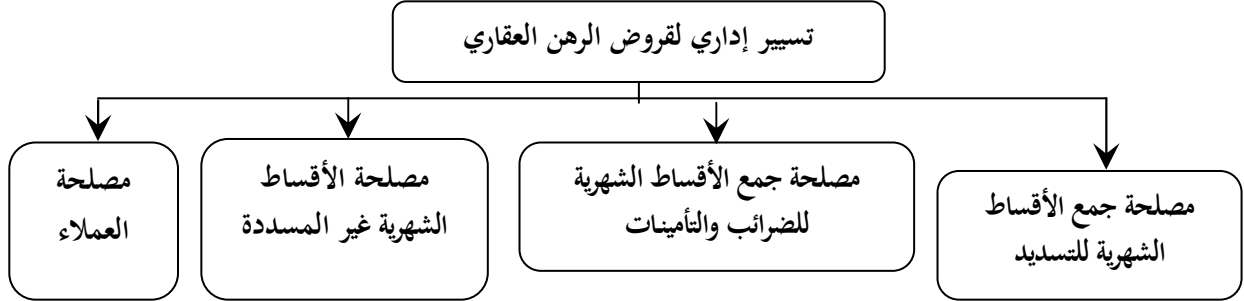
2-2-2: إدارة محفظة قروض الرهن العقاري

وجدت المؤسسات المالية المانحة لقروض الرهن العقاري في السوق الثانوية لهاته الأخيرة أداة لإعادة التمويل ومصدرًا للعديد من المزايا، وتوجد أمام المؤسسات المالية المقرضة على مستوى السوق الثانوية للرهن العقاري ثلاثة إجراءات أو خيارات ممكنة، يتمثل الخيار الأول في التنازل للمستثمرين وبشكل كلي عن قروض الرهن العقاري الممنوحة سابقاً للعائلات، أما الثاني فيقوم على مساهمة طرف ثالث في عملية التنازل عن القروض الممنوحة، أما الخيار الأخير فيتمثل في اللجوء إلى التنازل عن القروض المضمونة برهونات عقارية من الدرجة الأولى وهو ما يعرف باسم (MBS) أي أوراق مالية للرهن العقاري⁽¹¹⁾.

وعموماً تلتزم المؤسسة المتنازلة بإدارة محفظة الرهن العقاري المتنازل عنها على مستوى السوق الثانوية من خلال قيامها بمختلف المهام كجمع وتحويل التسديدات الشهرية لمالك المحفظة،

التأمين وغيرها، لذا فإن من بين الأهداف الأساسية لإدارة محفظة الرهن العقاري تعظيم المداخيل وذلك بالسهر على تسديد الأقساط الشهرية في الأوقات المحددة مسبقا واستغلالها قبل تحويلها للمالك، بالإضافة إلى تخفيض المخاطر عن طريق تحليل وتقييم بطريقة منفصلة وضعية المقترض والأصل العقاري المرهون.

الشكل رقم (2): شكل تخطيطي لوظيفة إدارة محفظة قروض الرهن العقاري



Source : Abdelkader Beltas, Ektissad El-Mali & El-Masrafi, Alger, O.P.U, 2001, p.200

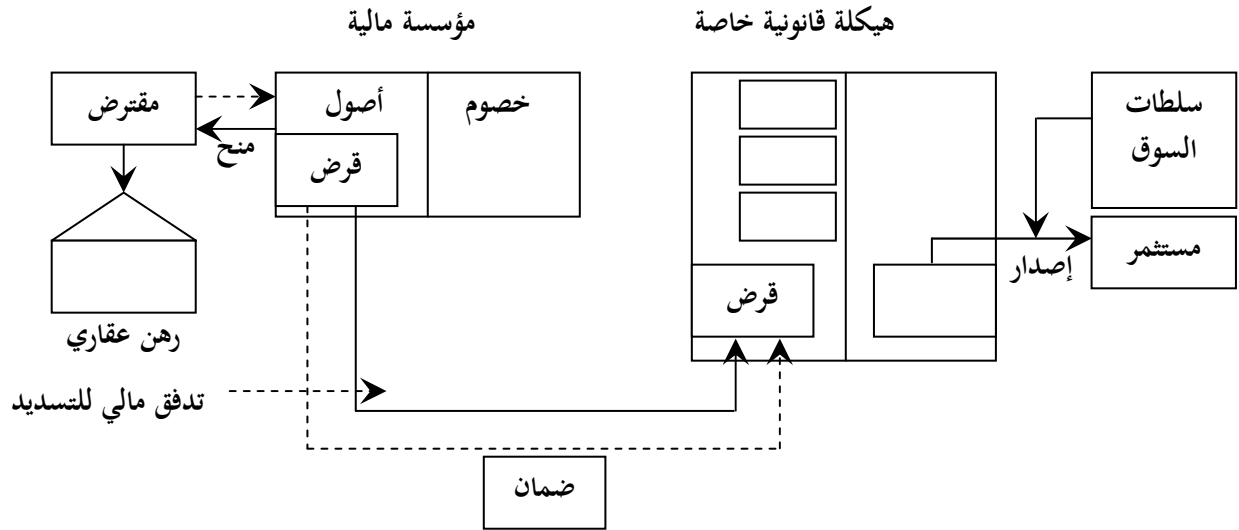
3-2-2: المصاريف والمداخيل المتولدة عن إدارة محفظة قروض الرهن العقاري: كالمصاريف المباشرة والمتعلقة بمصاريف تشغيل نظام المعلومات، المستخدمين... الخ، أما فيما يتعلق بالمداخيل فهي ناتجة عن مصادر متعددة كالعمولات المدفوعة من قبل المستثمرين للبنك مقابل التسيير الإداري للقروض المشكلة للمحفظة، والتي تحسب على أساس نسبة ثابتة مطبقة على الرصيد المتبقي وهي متناقصة تدريجياً تبعاً "لحياة المحفظة" وتحدد ما بين 0.5% إلى 2%⁽¹²⁾، وهناك أيضاً الفوائد المتولدة من التوظيفات التي يقوم بها البنك في الأجل القصير على مستوى السوق النقدية ومصدرها المبالغ المالية للتسديدات المنفذة من قبل المقترضين... الخ بالمقابل هناك جملة من المخاطر المرتبطة بإدارة محفظة الرهن العقاري كونها وظيفة طويلة الأجل وتتضمن مخاطر مختلفة والتي بإمكانها التأثير على الفائدة المنتظرة:

4-2-2: المخاطر المرتبطة بإدارة محفظة قروض الرهن العقاري: تتضمن المعاملات على مستوى السوق الثانوية للرهن العقاري جملة من المخاطر أهمها:⁽¹³⁾

- خطر المعدل: وهو الخطر الناتج عن تقلبات معدلات الفائدة لقروض الرهن العقاري على مستوى السوق المالية:

- خطر السيولة: وهو يمس خاصة مؤسسات الإقراض المتخصصة في التمويل العقاري للأفراد (للأجل الطويل) على موارد قصيرة الأجل ويتضمن هذا الخطر خطر السيولة الفورية وخطر التحويل؛
 - خطر المنتج: ويظهر هذا الخطر عندما تكون القروض الممنوحة من قبل المؤسسات المالية للعائلات أقل طلبا على مستوى السوق الثانوية وبالتالي لن يكون بمقدور المقرض اللجوء للتنازل عنها مما يستوجب إعادة تمويلها؛
 - خطر القرض: وهو مرتبط بالوضع الاقتصادية للبلد، حيث بإمكان المستفيدين من قروض الرهن العقاري التعثر عن تسديد قروضهم لأسباب عديدة ؛
 - الخطر القاعدي: وهو ناتج عن الاختلاف بين تقلبات معدلات الفائدة لقروض الرهن العقاري ونوع التغطية المستعملة لتفادي هذا الخطر.
- لقد كان سوق الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية المخبر الذي ولد فيه التوريق والذي بفضل تم تنشيط السوق الثانوية للرهن العقاري وهو ما أدى إلى تحويل مجمل المخاطر المرتبطة بهذا النوع من القروض، والشكل الموالي يوضح المراحل التي تربط سوق الرهن العقاري الأولية والثانوية:

الشكل رقم (3): سوق الرهن العقاري والتوريق



Source : Charlotte Ferté, Philippe Cassette, De la " securitization" à la titrisation, Paris, éditions ESKA, 1992, p.24.

المحور الثاني: المبادئ الأساسية لسوق الرهن العقاري بالجزائر

رغم الإصلاحات البنكية لسنوات 1986 و1990 والتي كرست مبدأ عدم التخصيص القطاعي للبنوك إلا أن التمويل العقاري لم يعرف انطلاقة فعلية في مستوى الاحتياجات الحقيقية لسوق السكن بالجزائر، ولقد مر السوق العقاري الجزائري بمرحلتين أساسيتين، الأولى وامتدت من 1967 إلى 1986 وتميزت بوضعية احتكارية للدولة على السوق بصفتها العارض الوحيد، أما من سنة 1987 إلى يومنا هذا وأمام عدم فعالية السياسة المنتهجة من قبل الدولة تم وضع إطار قانوني جديد للترقية العقارية والذي وضع نهائيةً لاحتكار الدولة للقطاع العقاري وفسح المجال للمبادرة الخاصة وكل هذا في سبيل إعطاء انطلاقة حقيقية لسوق الرهن العقاري بالجزائر^(*) خاصة بعد إصلاحات 1997، وأصبحت بذلك القروض العقارية منتجات بنكية منذ إشراكها في قنوات البنوك التجارية بداية من سنة 1999⁽¹⁴⁾.

أولاً: أسس سوق الرهن العقاري بالجزائر منذ إصلاحات 1997

تهدف الإصلاحات المنتهجة منذ 1997 في إطار تطوير نظام تمويل السكن إلى تحويل الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP) لبنك شامل وإشراك بنوك أخرى في تمويل السكن وخلق عدد من المؤسسات المالية المتخصصة كشركة إعادة التمويل للرهن العقاري (SRH)**، لذا فإن تطوير سوق للرهن العقاري يتطلب إنشاء سوق ثانوية أين يكون بإمكان البنوك إعادة التمويل واستعمال تقنيات جديدة للإدارة خاصة تقنية التوريق الذي يعد كإجراء مباشر لوصول البنوك للسوق المالية.

ويتألف النظام البنكي الجزائري من بنك الجزائر و20 بنكا تجاريا⁽¹⁵⁾، بالإضافة إلى بنك أجنبي جديد متخصص في تمويل السكن وهو بنك الإسكان للتجارة والتمويل-الجزائر⁽¹⁶⁾، ويعد بنك (CNEP) أهم متدخل في إطار تمويل السكن متبوعا ببنك التنمية المحلية (BDL).

إذن ومنذ 1997 ولضمان التمويل البنكي للسكن وتنشيط سوق الرهن العقاري بالجزائر تم وضع إصلاح حقيقي للمحيط المؤسسي والذي ترجم عن طريق:⁽¹⁷⁾

- تحويل (CNEP) إلى بنك للإسكان يخضع للقواعد المسيرة للهيئات البنكية؛

- خلق هيئات مكلفة بالملاءة المالية للطلب؛

- خلق هيئة مكلفة بإعادة التمويل للرهن العقاري (SRH)؛

- إشراك بنوك أخرى على خريطة تمويل السكن.

ورغم صدور قانون النقد والقرض والذي سمح بإلغاء حقيقي لتخصيص البنوك والمؤسسات

المالية التي حاولت تنويع أنشطتها إلا أن هذه الأخيرة بقيت متحفظة إزاء تمويل قطاع السكن، ويرجع هذا

التحفظ أساسا لطبيعة قروض الرهن العقاري (مدتها، المخاطر المحتملة، إعادة التمويل... الخ) وهو ما دفع بالسلطات العمومية إلى القيام بإصلاحات هيكلية ومؤسسية وتمويلية.

ولقد تم تسجيل فجوة في النظام البنكي بالنسبة لمنتج "قروض الرهن العقاري" الذي تم إدخاله منذ 1999، حيث أن المساهمة الحالية للقطاع البنكي في تمويل السكن لا تتجاوز 14% من الاحتياجات المعبر عنها سنويا والتي تبقى بعيدة عن كونها كافية بالنظر للقدرات المالية الكامنة في هذا النظام الذي يجب أن يساهم في تمويل السكن بمستوى 60% من الاحتياجات الحالية⁽¹⁸⁾.

وتمثل سوق الرهن العقاري بالجزائر 1% من الناتج المحلي الإجمالي (PIB)، في حين أنه يمثل ما بين 25% و30% من (PIB) في أوروبا و50% بالولايات المتحدة الأمريكية، كما أنه يعتبر ركنا أساسيا للسوق المالية⁽¹⁹⁾، حيث أن التطور المؤسسي يتطلب تحويل الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط إلى بنك للقروض العقارية يعمل على أساس تجاري في أبريل 1997 وفقا للقرار رقم 01/97 لمجلس النقد والقروض⁽²⁰⁾ وذلك نظرا للصعوبات التي واجهها الصندوق خاصة من حيث نقص الموارد وعدم قدرته على تمويل طلبات جديدة للحصول على السكن الاجتماعي، وبذلك عرفت السياسة الإقراضية لبنك العقار (CNEP-Banque) توجهات جديدة خاصة في إطار تقديمه لتشكيلة جديدة للقروض العقارية والبحث عن تمويل مشترك مع هيئات أخرى في سبيل إدارة أفضل لمخاطراته القروض.

1-: الهيئات المكلفة بالملاءة المالية للطلب

مثلا ذكر سابقا، فإنه ولغاية 1997 كان الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط الهيئة الوحيدة التي بإمكانها تمويل السكن إلى جانب الخزينة العمومية، وقبل إشراك مجمل البنوك تم خلق هيئات جديدة لمساعدتها، وهي خمس ويتعلق الأمر بالصندوق الوطني للسكن، صندوق الضمان والكفالة التعاضدية للترقية العقارية، شركة ضمان القروض العقارية، شركة أتمتة المبادلات فيما بين البنوك والنقود الإلكترونية والتي تتكفل بتغطية البنوك ضد خطر ضعف الملاءة المالية للمقترضين وشركة إعادة التمويل للرهن العقاري والتي تمنح للبنوك موارد طويلة الأجل من خلال إعادة التمويل للرهن العقاري.

1-1: الصندوق الوطني للسكن (CNL):* على اعتبار أن قروض الرهن العقاري قروضا مخاطرة فإن تدخل هيئات جديدة لدعم الملاءة المالية لطالبي هذا النوع من القروض يدخل في إطار تخفيض المخاطر وتأمين الأموال، وبذلك سيكون تدخل الدولة مباشرا لجعل الطلب ذا ملاءة مالية كون أن قروض الرهن العقاري يجب أن تستند لضمان حقيقي وذو نوعية.

إن الصندوق الوطني للسكن هو مؤسسة عمومية ذات طبيعة تجارية وصناعية، تم إنشاؤه في مارس 1991، وتتمثل أهم مهامه في تسيير مساعدات ومساهمات الدولة لفائدة السكن وتشجيع كل

صيغة لتمويل السكن خاصة السكن الاجتماعي وذلك بالبحث عن تعبئة موارد تمويل أخرى غير تلك المتأتية من ميزانية الدولة، لذا فإن الصندوق الوطني للسكن يُسير اليوم ولحساب الدولة التمويلات العمومية المعبأة سنويا لصالح مختلف برامج السكن⁽²¹⁾.

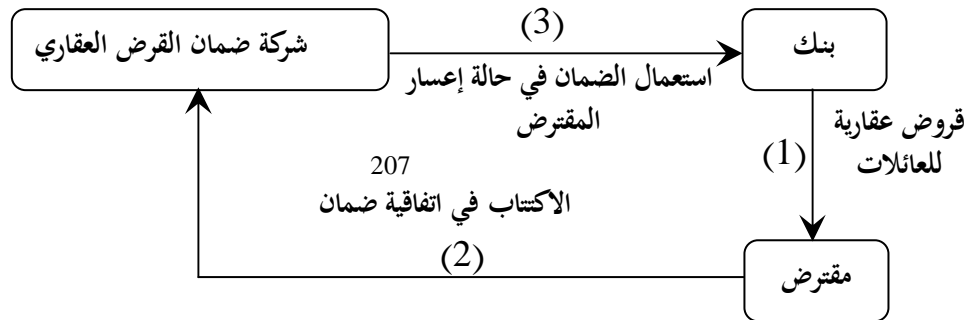
إن أهم شركاء وزبائن الصندوق هم المقاولون العموميون والخواص، الوكالات العقارية، البنوك المانحة لقروض الرهن العقاري (CNEP، البنك الوطني الجزائري BNA، القرض الشعبي الجزائري CPA، BDL)، إضافة إلى الهيئات المالية المتخصصة (SRH)، شركة ضمان القرض العقاري، صندوق الضمان والكفالة التضامنية للترقية العقارية)، كما تستفيد العائلات ذات الدخل المحدود والمتوسط من الامتيازات الممنوحة من قبل الصندوق في إطار ما يسمى بالمساعدة للحصول على الملكية والتي تم تأطيرها من خلال المرسوم التنفيذي رقم 94-308⁽²²⁾ والموجهة سواء للحصول على سكن جديد أو بناء سكن والذي يمكن أن ينفذ بصفة فردية أو في إطار تنظيم معين، وهذه المساعدة المالية هي بدون استرداد وممنوحة مباشرة للمستفيد من قبل الصندوق أو عن طريق هيئة مالية للإقراض، وفي هذا الإطار أمضى (CNL) اتفاقا مع البنوك لتنسيق إجراء المساعدة وذلك بتأسيس مبدأ الشباك الوحيد في إطار الاتفاق (CNL- Banques)⁽²³⁾؛

2-1: شركة ضمان القرض العقاري (SGCI)*: وهي مؤسسة عمومية اقتصادية والتي لها نظام شركة أسهم ومساهمها هم البنوك (CNEP، BNA، البنك الخارجي الجزائري BEA، CPA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR) وشركات التأمين (SAA، CAAR، CCR، CAAT)*، تم إنشاؤها في أكتوبر 1997، وتتشكل مواردها من رأس مالها الاجتماعي وتوظيفاتها المحتملة وأقساط التأمين الناتجة عن طريق نشاط الضمان، تتمثل مهمتها الأساسية في ضمان البنوك ضد مخاطر عدم تحصيل القروض الممنوحة للعائلات في إطار قروض الرهن العقاري، لذا فمنتج (SGCI) هو عبارة عن "تأمين قرض"، إضافة إلى تغطية خطر ضعف الملاءة المالية للمقترض حيث تمنح تأمين الوفاة أو العجز الكلي للمقترض.

ويمكن توضيح تدخلها على مستوى المخطط الجديد لتمويل السكن من خلال الشكل

الموالي:

الشكل رقم (4): مخطط تدخل (SGCI)



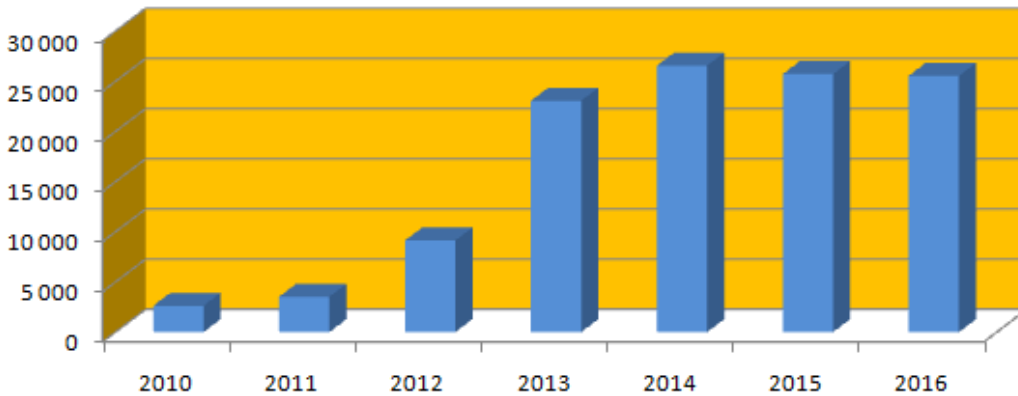
Source: Saada Merieme, Le développement du marché du crédit hypothécaire en Algérie, mémoire de fin d'études, en vue de l'obtenir de diplôme de magistère, non publié, Ecole Supérieure de Commerce, Alger, 2004, p.175.

إن الضمان الممنوح من قبل (SGCI) قد يكون بسيطا أي الاكتفاء بتغطية البنك ضد خطر ضعف الملاءة المالية النهائية للمقترض، أو ضمانا كليا والذي يتضمن كلا من الضمان البسيط وتغطية التأخرات المؤقتة لتسوية آجال الاستحقاق من قبل المقترض للإشارة فإن (SGCI) قد اختيرت من قبل البنك الدولي إلى جانب (SRH) لتنفيذ مشروع المساعدة التقنية لتطوير قرض الرهن العقاري بالجزائر⁽²⁴⁾. يوضح الشكل الموالي عدد القروض المضمونة من قبل الشركة من سنة 2010 إلى 2016.

الشكل رقم (5): عدد القروض المضمونة من قبل شركة ضمان القرض العقاري خلال الفترة
-2010

2016

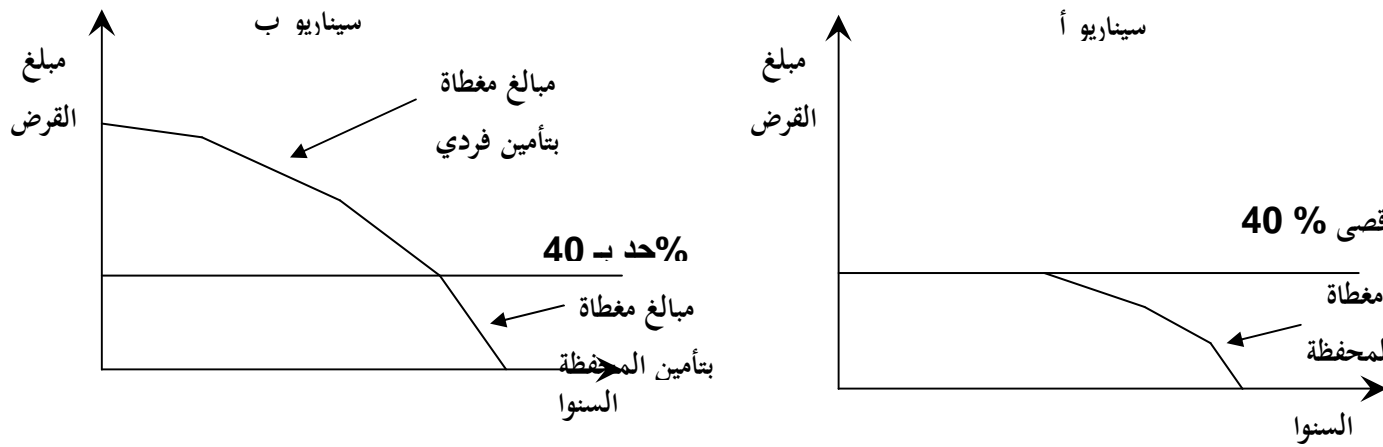
Nombre de crédits garantis par la SGCI



Source : <http://sgci.dz/html/sgci-en-bref.htm>

ويتدخل تأمين الرهن العقاري على عدة مستويات حيث أنه يحسن من تسيير مخاطر القروض ويساعد على الوصول لعمليات التوريق، ومن بين المنتجات الجديدة لـ (SGCI) يوجد هناك تأمين ضعف الملاءة الفردية وتأمين ضعف الملاءة للمحفظة⁽²⁵⁾؛ وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (6): تأمين ضعف الملاءة الفردية وللمحفظة



Source : www.sgci.dz/html/notre-offre.htm

3-1: شركة النقد الآلي والعلاقات التلقائية بين البنوك (SATIM)*

لقد تم إنشاؤها لوضع حيز التنفيذ وتسيير مركزية المخاطر للعائلات وتقدير حالات ضعف الملاءة المالية العائدة للمديونية الزائدة للأفراد، وهي شركة ذات أسهم تم إنشاؤها سنة 1995 والمساهمون فيها هم مجموعة البنوك العمومية، وقد أنشئت هذه الشركة لخدمة هذه البنوك ولوضع تحت تصرفها نظام تسيير فيما بين البنوك (Système Interbancaire de Gestion (SI G))،

4-1: صندوق الضمان والكفالة المتبادلة في الترقية العقارية (FGC MPI) **: وهو شخص معنوي يتمتع بالاستقلالية الإدارية والمالية، تم إنشاؤه سنة 1997، وهو يتدخل لضمان المالك ضد خطر ضعف الملاءة المحتمل للمتعهد العقاري في إطار عملية بيع على المخطط⁽²⁶⁾، لذا فالمقاول ملزم بتغطية التزاماته عن طريق تأمين إجباري ممنوح من قبل (FGC MPI) والمسعى شهادة ضمان.

تأسس صندوق الضمان والكفالة المتبادلة في الترقية العقارية بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-03 المؤرخ في 01 مارس 1993 المتضمن الترقية العقارية (في مادته 13)، أما فيما يخص إحداثه الرسمي، فقد تم إصداره بموجب المرسوم التنفيذي 97-406 المؤرخ في 03 نوفمبر 1997، لا يسعى الصندوق، الذي هو هيكل ذو طابع تعاوني تحقيق الربح. فهو موضوع تحت وصاية وزارة السكن و العمران، و يتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

تكمن مهمته في ضمان الدفعوعات المقدمة في شكل تسبيقات على الطلب من طرف المشترين المستقبليون للمساكن (أو بنايات ذات استعمال غير سكني) في إطار البيع على المخطط (VSP). إن شكل التنظيم الذي تم اعتماده للصندوق يخول له نوع من الاستقلالية تجاه الدولة لاسيما بفعل التضامن و المشاركة المباشرة و النشطة للفاعلين الرئيسيين و هم المتعاملون في الترقية العقارية المنخرطون وهذا، من خلال أجهزة التسيير المنصوص عليها قانونا لهذا الغرض منها: مكتب الجمعية العامة للمتعاملين في الترقية العقارية المنخرطين (5 أعضاء منتخبة) و مجلس علم الأخلاق المهنية (5 أعضاء منتخبة) و مجلس تأديبي (5 أعضاء منتخبة) و مجلس الإدارة (7 أعضاء منتخبة).

زيادة على هذه الأجهزة، يزود الصندوق حاليا بلجنة ضمان تتكون من 04 أعضاء يرأسها المدير العام. تعد اللجنة المذكورة الوحيدة المؤهلة للبحث في منح الضمان وهذا، بعد دراسة الطلبات حسب المقاييس التي حددها الصندوق و صادقت عليها وزارة السكن و العمران. يحوز الصندوق حاليا على عدة تمثيلات، متمركزة على وجه الخصوص بوهران و عنابة و برج بوعرييج و بسكرة.

ضمن الصندوق الذي يعد اليوم 482 متعامل في الترقية العقارية منخرط، 53497 مسكن و مساحة 104503.47 متر مربع من البناء ذات الاستعمال السكني مباعه بصيغة البيع على المخطط (VSP).

إن البيع على المخطط (vente sur plan) معاملة تقوم على بيع أصل عقاري قيد الإنجاز والذي من أجله يقوم المالك بتنفيذ تسديدات في شكل تسبيقات⁽²⁷⁾، وقد سمحت هذه الصيغة للبنك بتخفيض الخطر في إطار عملية ترقية عقارية تقليدية كونه مقسما بين المقاول والبنك والمالك. ولقد تم إمضاء اتفاقيات بين كل من بنك (BDL) و (FGCMPI) والإتحاد الوطني للمقاولين العقاريين والقائمة على تبادل المعلومات، وهي موجهة لحمايتهم من مخاطر ضعف الملاءة المالية للمستفيدين من قروض الترقية العقارية وذلك من خلال بنك المعلومات المتواجد على مستوى بنك (BDL)⁽²⁸⁾.

2- شركة إعادة التمويل للرهن العقاري (SRH)

إن إنشاء هيئة متخصصة في إعادة التمويل للرهن العقاري والتي ستقوم بدور الوسيط بين البنوك والسوق المالية يهدف أساسا إلى تعبئة الموارد المالية على مستوى الأسواق المالية عن طريق إصدار سندات أو قيما منقولة أخرى، لذا فقد عرفت سوق الرهن العقاري تقنية مالية جديدة ألا وهي إعادة التمويل والتي ستسمح بتعبئة الأموال الضرورية الموجهة لإعادة تمويل محافظ قروض الرهن العقاري وبالتالي تخفيض قيود التسيير لنشاط البنوك*.

1-2: تقديم (SRH): هي شركة ذات أسهم تم إنشاؤها في 29 نوفمبر 1997، رأس مالها يقدر حاليا بـ 4165 مليون دينار جزائري من أجل تشجيع القانون الجديد للسكن بالجزائر، وهي مؤسسة مالية تخضع للتنظيم البنكي ساري المفعول وتم اعتمادها من قبل مجلس النقد والقرض في 1998/4/6، وقد أنشئت من أجل إعادة تمويل محافظ القروض الرهنية المقدمة من البنوك والمؤسسات المالية (الوسطاء المعتمدون) في إطار تمويل السكن العائلي مقابل ضمانات كافية والتي لها صفة "الدرجة الأولى"، ويتم إعادة النظر فيها حسب جدول الإهلاك بالنسبة للمبالغ الأصلية أو بعد التسديد المسبق⁽²⁹⁾،

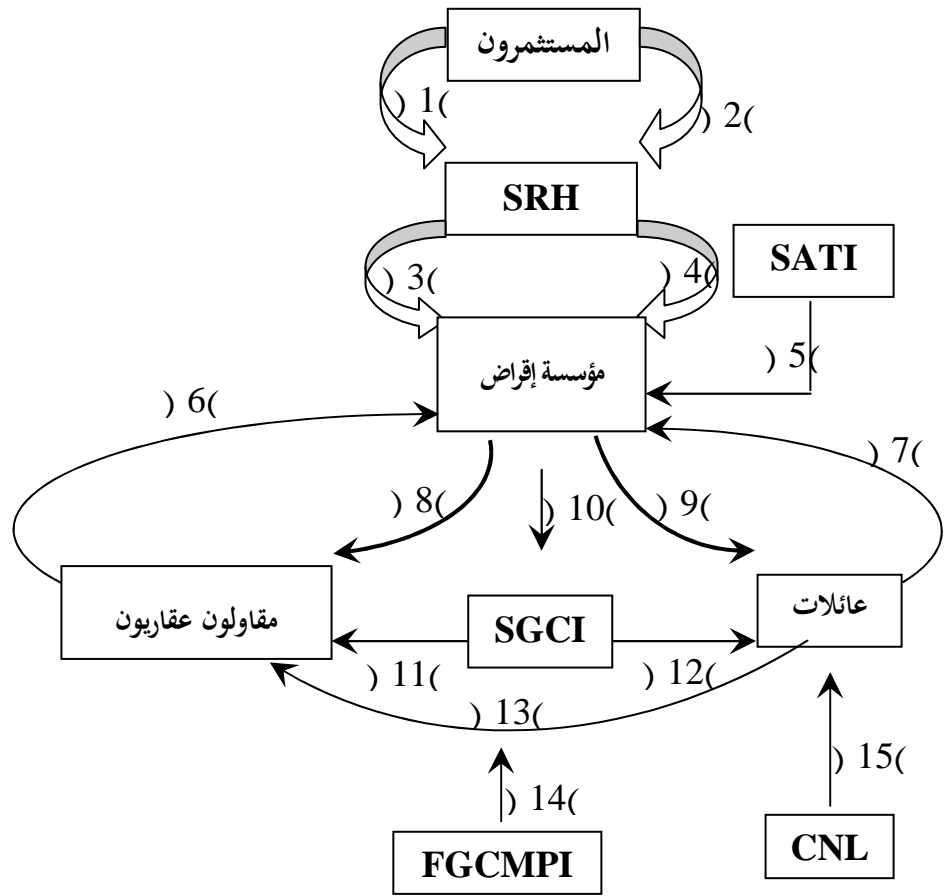
إن الموارد المالية للأجل المتوسط والطويل للشركة ناتجة عن إصدار سندات على مستوى السوق المالية المحلية ومن الاقتراض على مستوى الأسواق المالية الدولية، إضافة إلى اللجوء إلى إعادة التمويل لدى بنك الجزائر، وكونها مؤسسة مالية معتمدة من قبل بنك الجزائر، فإن نظامها يمنحها خيار التدخل على مستوى سوق رؤوس الأموال (السوق النقدية والمالية) المحلية أو الدولية:

2-2: مهام وأهداف (SRH): تضطلع (SRH) بمجموعة من المهام والأهداف في سبيل تنشيط

سوق الرهن العقاري بالجزائر ومنها:⁽³⁰⁾

- أ- تدعيم الإستراتيجية الحكومية المتعلقة بتطوير الوساطة المالية الموجهة لتمويل السكن؛
 ب- المساهمة في تطوير السوق المالية عن طريق إصدار القروض السندية؛
 ج- المشاركة في تطوير سوق الرهن العقاري وإعطاء فرص أكبر للمؤسسات المالية
 والمصرفية الوطنية لتقديم القروض إلى المواطنين؛
 د- جلب رؤوس الأموال من السوق المالية بواسطة إصدار أوراق مالية مضمونة برهونات
 عقارية من الدرجة الأولى؛
 يوضح الشكل الموالي المخطط الجديد لتطوير سوق الرهن العقاري بتدخل مختلف الهيئات السابقة
 الذكر:

الشكل رقم (7): المخطط الجديد لتطوير سوق الرهن العقاري بالجزائر



crédit hypothécaire auprès d'une banque, SRH, Rubicube, **Source** : Guide pour l'obtention d'un
Alger, 2001, p.10.

(1): أموال حاضرة؛ (2): أوراق مالية (سندات)؛ (3): موارد طويلة الأجل؛ (4): ضمان الرهن العقاري؛
(5): معلومات حول الوضعية المالية للمقترضين (العائلات)؛ (6) و (7): رهن عقاري؛ (8): قرض للترقية
العقارية؛ (9): قروض للرهن العقاري للأفراد؛ (10): تسديد القسط؛ (11) و (12): ضمان (SGCI)
للقروض العقارية؛ (13): دفع مسبق في إطار البيع؛ (14): ضمان (FGCMPI)؛ (15): امتيازات ممنوحة
للعائلات.

ثانيا: فرص وعوائق تطبيق التوريق بالجزائر

يعد صدور القانون المتعلق بتوريق قروض الرهن العقاري خطوة هامة والتي من المتوقع أن تعطي
دفعاً جديداً لقطاع السكن بالجزائر وتنبئ بارتفاع حجم القروض الممنوحة للعائلات من أجل امتلاك
السكنات والأراضي وتهيئة سكناتهم وغيرها.

ومما لا شك فيه أن هناك رابطة تاريخية وثيقة بين التوريق وقروض الرهن العقاري والتي
كانت انطلاقها بالولايات المتحدة الأمريكية منذ سنوات السبعينيات مع ظاهرة الهيكلة الناقلة (-pass
through) التي شكلت الإطار المرجعي والذي تطور من خلاله نشاط التوريق فيما بعد.
إن صدور القانون رقم 05-06 المتضمن توريق قروض الرهن العقاري⁽³¹⁾ يحتل المربع الأول
للإصلاحات من الجيل الثالث المؤسسة "للالوساطة المالية" بالجزائر، وبالتالي فإن التوريق سيضمن
هذا الاتصال بين سوق القروض والسوق المالية، وقد أصبحت البنوك تملك الآن إمكانية التنازل عن
قروضها ليس للبنك المركزي ولكن لطرف ثالث هو هيئة التوريق.

ومنذ أن أصبح معدل السوق النقدية أقل من معدل إعادة الخصم المطبق من قبل بنك
الجزائر بسبب فوائض السيولة التي تراكمت لدى البنوك قامت هاته الأخيرة بتحويل ادخار سائل
للأجل القصير إلى قروض متوسطة وطويلة الأجل مع كل المخاطر التي يتضمنها، ومن جهة أخرى فإن
الطلب على السكن وضرورة تلبية احتياجاته مهمة جدا وهو ما فرض على السلطات العمومية إيجاد
بدائل أخرى للتمويل غير ميزانية الدولة وتوسيع عرض التمويل بإشراك البنوك والسوق المالية⁽³²⁾.

إن الاختيار الذي تم تبنيه من طرف واضعي القانون ملائم جدا كون أن المبادلات لا تستند
لأوراق ممثلة للقروض الممنوحة من قبل البنوك المتبادلة على مستوى السوق، ولكنها تتم على أساس
التنازل عن القروض العقارية الناتجة عن تمويل السكن والتي هي بحوزة البنوك والمؤسسات المالية التي
تقوم بتحويلها لهيئة توريق (FCC)³³ المكلفة بتحويلها لأوراق مالية قابلة للتداول ومكتتبه من قبل
المستثمرين المؤسساتيين المهتمين بتحسين توظيفاتهم وذلك بالحد من المخاطر. إن الفرق واضح بين

الخيارين حيث يتعلق الأمر في الحالة الأولى بتطوير سوق الرهن العقاري الوسيط، أما في الحالة الثانية فالأمر يتعلق بتشجيع التمويل اللاوسيط، حيث تحصل البنوك على التمويل عن طريق أصول ميزانياتها بتحويل أصول غير سائلة (قروض الرهن العقاري) لأوراق مالية قابلة للتداول على مستوى السوق المالية⁽³⁴⁾.

1- تدخل (SRH) على مستوى السوق الأولية والثانوية

من أجل تطوير قرض الرهن العقاري يجب أولاً الاستجابة لاحتياجات العميل (طالب القرض) واحتياجات البنوك المانحة لمثل هاته القروض، فبالنسبة لطالب القرض فإن الاحتياجات الأساسية هو تخفيض معدلات الفائدة إضافة إلى تدرج آجال استحقاق القروض الممنوحة، أما بالنسبة للبنوك فهي محاولة إيجاد تمويل إضافي يعوض بنك الجزائر الذي لا يقوم بإعادة خصم القروض العقارية. لذا ومن أجل الاستجابة لهاته الاحتياجات ورفع هاته القيود لابد وأن تقوم (SRH) بدور البنك المركزي في إطار النشاط العقاري، ولضمان القيام بهذا الدور لابد وأن تتوفر لديها الموارد الضرورية التي ستتم تعبئتها لاستخدامات طويلة الأجل، كما يجب علمها التحكم في تكلفة هاته الموارد بما يحقق لها هامشاً معيناً كونها مؤسسة تجارية تهدف لتحقيق الربح، لذلك فإن (SRH) تتدخل على مستويين:⁽³⁵⁾

السوق الأولية: أين تقوم (SRH) بإعادة تمويل مؤسسات الإقراض حيث تؤدي دور البنك المركزي على مستوى هذا السوق؛

السوق الثانوية: أين تقوم بجذب ادخار طويل الأجل وبتكلفة أقل، كما تقوم كذلك بإصدار أوراق مالية مضمونة بقروض الرهن العقاري.

1-1: تعريف التوريق (Titrisation): التوريق من الناحية اللغوية مشتق من الكلمة الفرنسية (titrisation) والمشتقة بدورها من الكلمة الإنجليزية (securitization) المتأتية من (securities) والتي تعني قيماً منقولةً (titres).³⁶

التوريق في اللغة مصدر ورق (تُورِقاً) وشجرة ورقة ووريقة كثيرة الأوراق، ومنه الورق الذي يكتب عليه، ومنه أيضاً المستندات الورقية، وأورق الرجل إذا صار ذا ورق، والورق الفضة دراهم كانت أم غير دراهم، وذلك كناية عن كثرة النقود في يده، ومن المعلوم أن الدائن يصير بالتوريق ذا نقود³⁷ سائلة.

إذن التوريق في أصل اللغة الحصول على الوَرَق، إما بظهوره وإما بأخذه من محله. وبالتالي فالتوريق من ناحية اللغة العربية مشتقة من الوَرَق (بفتح الراء) الذي يكتب عليه وليس كما يقول البعض من الورق (بكسر الراء) أي الفضة والتي منها التورق.

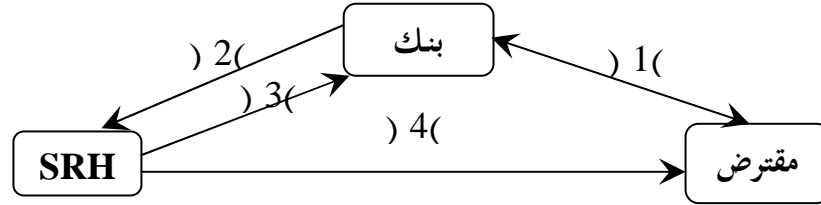
والتوريق "هو إجراء يسمح بتحويل كتلة قروض لأوراق مالية قابلة للتداول، حيث تتدخل مؤسسة إقراض من خلال بيع مجموعة ديون متجانسة لهيئة خاصة التي تتكفل بتمويل المبادلة عن طريق إصدار أوراق مالية موجهة للمستثمرين"⁽³⁸⁾.

كما يعرف التوريق على أنه " مجموعة جزئية من التمويل المُهيكل*، وهو ببساطة عبارة عن خلق وإصدار أوراق مالية مضمونة عن طريق محفظة قروض، سندات أو تدفقات مستقبلية"⁽³⁹⁾.

2-1: دور (SRH) على مستوى السوق الأولية

فسح المخطط الجديد لتمويل السكن المجال لتدخل بنوك تجارية أخرى (عمومية وخاصة) وهو ما شكل عاملاً لتطور التمويل البنكي لهذا القطاع منذ 1999 ولكنه لم يصل بعد إلى المستوى المطلوب.

الشكل رقم (8): تدخل (SRH) على مستوى السوق الأولي



المصدر: وثائق داخلية للشركة

(1): حصول المقترض على قرض للرهن العقاري؛ (2): تحويل الضمانات من البنك لفائدة (SRH)؛ (3): منح (SRH) لقرض لإعادة التمويل للبنك؛ (4): إحلال حقوق الرجوع لصالح (SRH).

3-1: العلاقة (بنك-SRH): لقد سمح تأسيس سوق للرهن العقاري للبنوك بتجنب خطر التحويل الذي يمكن أن يؤثر على التوازنات المالية للبنك، لذا فإن الإصلاح المؤسساتي لمحيط البنوك جاء ليقوي تدخلها في التمويل البنكي العقاري للأفراد وتعبئة الموارد المناسبة على مستوى السوق المالية المحلية والدولية عن طريق (SRH)، لذلك فإن إعادة التمويل للرهن العقاري من قبل (SRH) أثاراً على المؤسسة البنكية حيث يسمح لهذه الأخيرة بـ⁽⁴⁰⁾

1- تحويل مواردها (إلغاء خطر التحويل)؛

2- تجنب مخاطر معدل الفائدة عن طريق اتفاقيات إعادة التمويل (5 سنوات)؛

- 3- غياب مخاطر الصرف (بالنسبة للبنك الذي يقترض بالعمله الصعبة)؛
 - 4- تخفيض المخاطر المتحملة؛
 - 5- تنوع محفظة "العملاء" للبنك من خلال تبني القرض العقاري للأفراد؛
 - 6- ارتفاع الطلب على قروض الرهن العقاري بفعل انخفاض معدلات الفائدة؛
- 1-3-1: الشروط العامة لإعادة التمويل: هناك جملة من الشروط الواجب توفرها في كل من: الوسيط المعتمد، المحفظة المعاد تمويلها والضمانات⁽⁴¹⁾.
- الشروط المتعلقة بالوسيط المعتمد والمحفظة المعاد تمويلها: للاستفادة من إعادة التمويل لدى (SRH) على المؤسسة البنكية أن تستجيب للشروط التالية:
- أ- الشروط المتعلقة بالوسيط المعتمد:
- ◀ أولاً، يجب الحصول على الموافقة المسبقة لبنك الجزائر حول شروط إعادة التمويل وطرق متابعة القروض الممولة؛
 - ◀ أن تكون لها صفة بنك أو مؤسسة مالية معتمدة وفقاً للتشريعات المعمول بها؛
 - ◀ أن تكون قد تحصلت على موافقة الجمعية العامة العادية للمساهمين بالنسبة للحسابات الختامية للسنة التي تسبق تاريخ طلب إعادة التمويل؛
 - ◀ أن تتوفر على نظام لتسيير محافظ القروض الرهنية يكون مقبولاً من قبل (SRH)؛
- ب- الشروط المتعلقة بالمحفظة المعاد تمويلها:
- ◀ لا تعيد (SRH) تمويل إلا القروض المحققة طبقاً لاتفاقية الإقراض والتي تم صرفها فعلاً، ولابد أن يتم ذلك خلال شهرين بعد إمضاء اتفاقية الإقراض بين (SRH) والمقرض؛
 - ✓ التأكد من أن شكيلات التوثيق القانونية المتعلقة بقرض إعادة التمويل تمت وفقاً للمعايير الموضوعية؛
 - ◀ تبقى قروض الرهن العقاري في ميزانية المؤسسات المالية ولكنها ملكاً لـ (SRH) التي لها الحق في التأكد في أية لحظة من وجودها المادي؛
 - ✓ تحضير ملف خاص لكل قرض ممنوح من قروض الرهن العقاري (يتضمن طلب قرض لإعادة التمويل، خصائص القروض من حيث المدين، المدة، المبلغ، معدل الفائدة، الضمانات واتفاقية الإقراض لإعادة التمويل وغيرها)؛

يتم تحويل حق الملكية لقروض الرهن العقاري لشركة (SRH) من خلال عقد بيع بينها وبين الوسيط المعتمد؛

✓ يجب أن يتضمن طلب إعادة التمويل قيمة المحفظة المالية التي تم إقراضها من أجل اقتناء إحدى المساكن التالية: شراء سكن قديم أو جديد، البناء الذاتي، توسيع أو ترميم السكنات الحالية؛

- الشروط المتعلقة بالضمانات: تتكون الضمانات من رهونات من الدرجة الأولى أو أي ضمان آخر مكافئ لها وتمنح هذه الضمانات من قبل هيئات مؤهلة لذلك، كما يتم تسجيل هذا الرهن لدى المحافظة العقارية، وعلاوة على ذلك تشترط (SRH) أن لا تكون قيمة الضمان أقل من 125% من قرض إعادة التمويل، ويجب على الوسيط المعتمد تقديم ضمانات أخرى في حالة تسديد عادي أو مسبق لواحد من القروض المعاد تمويلها لأن هذا يُترجم عن طريق انخفاض قيمة الضمانات؛

1-3-2: طرق إعادة التمويل: تتوفر لدى (SRH) طريقتان أساسيتان لإعادة تمويل محافظ القروض الرهنية وهما:⁽⁴²⁾

- إعادة التمويل "مع حق الرجوع" (Refinancement avec recours): بإمكان الوسيط المعتمد الحصول على المبالغ المطلوبة لإعادة تمويل القروض التي قدمها في إطار تمويل السكن في حدود 80% من الضمانات المقدمة لذلك وتبقى القروض ضمن موجودات الوسيط المعتمد، وتبقى جميع الرهونات العقارية والتأمينات مسجلة باسمه؛

- إعادة التمويل "بدون حق الرجوع" (Refinancement sans recours): في إطار هذه الطريقة بإمكان الوسيط المعتمد الحصول أيضا على المبالغ المطلوبة في إطار إعادة التمويل للمحافظ العقارية التي تم تمويلها في إطار القروض السكنية وذلك بعد إتمام تحويل جميع الرهونات والضمانات الأخرى باسم شركة إعادة التمويل الرهني، حيث تتحمل هذه الأخيرة جميع المخاطر المتعلقة بالقروض التي تمت إعادة تمويلها بشرط أن:⁽⁴³⁾

أ- يتعهد الوسيط المعتمد بالاستمرار في إدارة القروض المتنازل عنها لفائدة (SRH) مقابل عمولة يتم الاتفاق عليها بين الطرفين؛

ب- أن يوقع الوسيط المعتمد مع (SRH) عقدا يتضمن إدارة واسترداد المبالغ المستحقة من العملاء وأيضا عملية التنازل على المحافظ العقارية؛

1-4: آلية عملية إعادة التمويل: إن إعادة التمويل للرهن العقاري هو قرض طويل الأجل معبأ على عدة فئات والممنوح من قبل (SRH) لصالح بنك ما، وهو خاضع لمعدلات فائدة أقل من المعدلات المدينة المطبقة من قبل البنوك على القروض العقارية، لذا فإن هذه العملية تسمح للبنك

بتعبئة أموال للأجل الطويل والاستفادة من هامش على معدل الفائدة⁽⁴⁴⁾، ولشرح آلية حساب المبلغ ومدة قرض إعادة التمويل سيتم استعمال الصيغ التالية:

- الصيغ المستعملة: لتكن محفظة ذات الخصائص التالية:

C: المبلغ الأولي المعبأ؛

i_m : المعدل الشهري الثابت؛

P1: أول أصل مسدد؛

N: القسط الشهري للقرض.

أ- القسط الشهري الثابت (A): وهو يمثل مجموع الأصل والفوائد المسددة شهريا:

$$A = C \times \frac{i_m}{1 - (1 + i_m)^{-N}}$$

ب- الأصل المسدد بعد q من التسديدات: (P_q) وهو يمثل تراكم الأصل المسدد من الفترة (1)

إلى غاية الفترة (q):

$$P_q = P_1 \times \frac{(1 + i_m)^q - 1}{i_m}$$

ج- رأس المال المتبقي المستحق بعد (q) من التسديدات (CRD) وهو يمثل رصيد رأس

المال المتبقي للتسديد:

$$CRD(q) = C - P_q$$

د- الهامش الصافي: هو مجموع الأقساط الشهرية المحصلة من العملاء والأقساط المدفوعة

لفائدة (SRH) ونواتج إعادة استخدام المبالغ المعبأة⁽⁴⁵⁾؛

ثانيا: مثال حول الآلية: ليكن لدينا بنك والذي يقدم قرضا من أجل إعادة تمويله وله

الخصائص التالية:

- 1- المبلغ: 300.000.000,00 دج؛
- 2- المعدل: 8%؛
- 3- المدة: 15 سنة أي 180 شهرا؛
- 4- المؤجل: 2 شهر؛
- 5- القسط الشهري الثابت: 1.666.666,67 دج = 300.000.000 / 180 شهرا
- 6- سيقوم البنك بإعادة التمويل على مستوى (SRH) بالشروط التالية:
 - ✓ سيتم تجزئة قرض إعادة التمويل إلى ثلاث فئات ذات 5 سنوات؛
 - ✓ معدل إعادة التمويل: 6%؛
 - ✓ المؤجل: شهرين لكل فئة.

الجدول رقم (1): الشروط الممنوحة من قبل (SRH)

الشريحة (1)	الشريحة (2)	الشريحة (3)	
300.000.000,00	198.333.333,33	96.666.666,66	المبلغ (=CRD) (دج)
60	60	60	المدة (شهر)
6	6	6	المعدل (%)
2	2	2	المؤجل (شهر)
5.799.840,46	3.834.338,97	1.868.837,43	القسط الشهري (دج)
3 ^{ème}	65 ^{ème}	127 ^{ème}	تاريخ التسديد

المصدر: وثائق داخلية للشركة

حيث:

$$0.005 \sim (1+i_m)^{12} = 1.06 \Rightarrow (1+i_m) = (1.06)^{1/12} \Rightarrow i_m = 0.00486755$$

$$15/1 - (1+0.005)^{-60} \Rightarrow A = 5.799.840,46 \times A = 300.000.000$$

$$P1 = (C/180) + (C/3) \Rightarrow P1 = 1.666.666,67 + 100.000.000 \Rightarrow P1 = 101.666.666,67$$

$$CRD_1 = C - P1 = 198.333.333,33$$

$$A_2 = CRD_1 H 0.005/1 ! (1+0,005)^{-60} \Rightarrow A2 = 3.834.338,97$$

$$P2 = P1 H (((1+0,005)^2 - 1)/0,005) \Rightarrow P2 = 203.333.333,34$$

وبالطريقة نفسها يتم مواصلة الحساب، وتكون بذلك الأقساط الشهرية المحصلة من العميل وتلك المدفوعة لصالح (SRH) كما يلي:

الجدول رقم (2): الأقساط الشهرية المحصلة من العميل وتلك المسددة لصالح (SRH) (دج)

المجال بالأشهر	الأقساط الشهرية المحصلة من قبل العميل	الأقساط الشهرية المسددة لفائدة SRH
[2-1]	1.666.666,67	0,00
[62-3]	1.666.666,67	5.799.840,46
[64-63]	1.666.666,67	0,00
[124-65]	1.666.666,67	3.834.338,97
[126-125]	1.666.666,67	0,00
[186-127]	1.666.666,67	1.868.837,43

المصدر: وثائق داخلية للشركة.

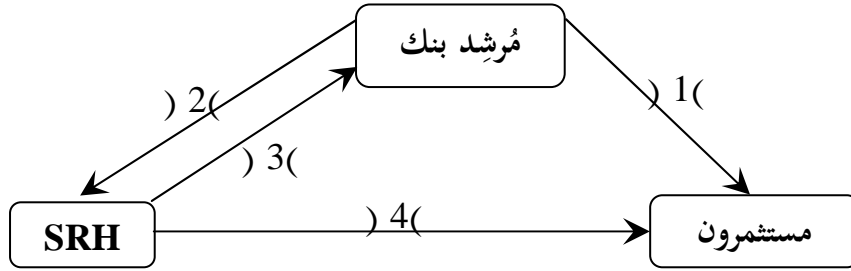
للإشارة، فإن معدل الفائدة محدد على أساس التكلفة المتوسطة لموارد (SRH) مع الأخذ بعين الاعتبار الأوراق المالية الأكثر تمثيلا على مستوى السوق، إضافة إلى هامش متفاوض عليه عند إمضاء الاتفاق.

كما أن طرق التسديد وإيقاف إعادة التمويل يتم آليا في حالة عدم احترام الشروط التعاقدية، لذا فهناك إجراءات متابعة لقروض الرهن العقاري من قبل (SRH) قبل وبعد إعادة التمويل، وفي هذه الحالة الأخيرة فإن أهم ما يتم التركيز عليه من قبل (SRH) هو السهر على متابعة التقارير المحولة من قبل الوسطاء المعتمدين خاصة الضمانات والتسديدات المسبقة... الخ

2- دور (SRH) على مستوى السوق الثانوية

يهدف تطوير سوق الرهن العقاري بالجزائر تتدخل (SRH) على مستوى السوق المالية الوطنية عن طريق إصدار أوراق مالية مستندة لمحافظ قروض الرهن العقاري (قروض سنديّة)، كما سيسمح التوريق لكل بنك بتوظيف فائض الخزينة في أوراق مالية مصدرة من قبل (SRH) وكذلك الاستجابة للقيود الاحترازية المفروضة من قبل بنك الجزائر خاصة في إطار نسبة السيولة ونسبة التحويل⁽⁴⁶⁾.

الشكل رقم (9): تدخل (SRH) على مستوى السوق الثانوي

المصدر: وثائق داخلية للشركة

(1): إصدار أوراق مالية مضمونة عن طريق قروض الرهن العقاري؛ (2): توزيع الأوراق المالية المصدرة؛ (3): تسديد ناتج الاكتتاب في الأوراق المالية؛ (4): أصبحت (SRH) في الواجهة مع المستثمرين. يعد التوريق مفهوما حديثا نسبيا بالجزائر وهو يتمثل في التنازل من قبل مؤسسة مالية عن كل أو جزء من محفظتها لقروض الرهن العقاري لصالح مؤسسة أخرى ألا وهي (SRH)، حيث يتم تحويل هذه القروض إلى أوراق مالية موظفة على مستوى السوق المالية، لذا أخذت (SRH) على عاتقها هذا الرهان حين أطلقت أول عملية إصدار سندي ب3 ملياردج في 8 جويلية 2003 والتي كانت أول عملية من هذا النوع بالجزائر، وهي تعد خطوة هامة من أجل تطوير السوق الثانوية، إن هذا النوع من الإصدارات لأوراق مالية مضمونة عن طريق قروض رهن عقاري على مستوى السوق المالية يشبه شكلا خاصا من التوريق يطلق عليه (simili titrisation) أو بمصطلح آخر توريق خاطئ (fausse titrisation)⁽⁴⁷⁾.

وللاشارة، فإن القانون رقم 05/06 يهدف إلى تحديد الإطار القانوني لتطبيق التوريق على القروض الرهنية قد أعطى صورة إجمالية عن مختلف الأطراف المتدخلة في إطار عملية التوريق والشروط الواجب توفرها في القروض المتنازل عنها والممنوحة أساسا في إطار تمويل السكن، إضافة إلى كيفية التنازل عنها وبعض الأحكام الجزائية وذلك من خلال مادة 26.

وبالرجوع إلى الإصدار السندي الخاص بشركة (SRH) لسنة 2003، حيث قامت هذه الأخيرة بتحويل محافظ قروض للرهن العقاري ل (BDL) إلى سندات للرهن العقاري والتي تم توظيفها على مستوى السوق المالية، وقد اعتبرت هذه العملية كعملية توريق مرفقة بعملية إعادة التمويل "مع حق الرجوع"، فبالنسبة لهذا النوع من العمليات فإن القانون المعمول به كافٍ لتطبيقها، وبالمقابل فإن ما يهم البنوك هو إعادة تمويل قروض الرهن العقاري "خارج الميزانية" أو "دون رجوع" وذلك حتى يتم تخفيف ميزانياتها والاستجابة للنسب الاحترازية المفروضة من قبل بنك الجزائر.

إن عملية التوريق المترتبة عن إعادة تمويل "دون رجوع" تتطلب التنازل عن القروض من قبل المؤسسة المالية لصالح (SRH) والتي تتزامن مع تحويل رهونات في شكل "كتلة واحدة" (en bloc) لهذه الأخيرة، بالإضافة إلى استمرار المؤسسة المتنازلة في تسيير القروض لحساب هيئة التوريق (SRH)، إلا أن الآلية المسيرة للتنازل عن القروض ولتوريقها ولتسييرها (في إطار إعادة تمويل دون رجوع من قبل SRH) تتطلب إطارا قانونيا واضحا والذي تعمل السلطات المعنية على تكييفه مع متطلبات وضع عمليات التوريق حيز التنفيذ.⁽⁴⁸⁾

وقد قدر القرض السندي ل (SRH) بـ 3 مليار دج، إلا أن المبلغ المجمع بلغ 2.480 مليار دج وذلك بعد خفض مصاريف السمسرة، وقد استخدم هذا المبلغ المجمع في عمليات إعادة تمويل قروض للرهن العقاري الممنوحة من قبل (BDL)، ويتعلق الأمر بسندات مضمونة عن طريق وديعة مكافئة له من حيث المبلغ تحت شكل سندات خزينة لدى بنك الجزائر من قبل (BDL) وهذا في انتظار تحويل محفظة الرهن العقاري من قبل (BDL) إلى (SRH)، وإضافة إلى هذا الضمان فلقد تم التعاقد على تأمين قرض لدى (SGCI) من قبل (BDL)، كما أن طريقة توظيف السندات التي تم اختيارها من قبل (SRH) كانت المزايدة على الطريقة الهولندية "البيع بالمزايدة" أو "أعلى عرض"⁽⁴⁹⁾.

وقد تم إصدار فئتين من السندات، سندات لمدة 3 سنوات والتي كان أجل استحقاقها في 15 جويلية 2006 بمبلغ 1 مليار دج، وسندات لمدة 5 سنوات أجل استحقاقها في 15 جويلية 2008 بمبلغ 2 مليار دج، ولقد تم إيداع المناقصات من قبل كل هيئة مساهمة في المناقصة بمقر القرض الشعبي الجزائري (CPA) وحدد المبلغ الأدنى للمزايدة بـ 10 مليون دج، كما يجب أن تشير كل مزايدة إلى طبيعة الورقة المالية، المبلغ المرغوب فيه والسعر، كما يمكن ل (SRH) الاحتفاظ بحق توزيع أو تخصيص المبلغ المحتفظ به لكل مزايد بمستوى 25% من المبلغ الإجمالي، وقد تمت عملية التسوية عن طريق تحويل محرز لفائدة حساب (SRH) والمفتوح بدفاتر بنك الجزائر.

إضافة إلى أن أوامر التحويلات قد تمت بصفة فردية حسب طبيعة السندات المكتتبة، حيث أن هذه الأخيرة قابلة للتداول على مستوى السوق الثانوية (بين الوسطاء في البورصة والمتخصصون في قيم الخزينة). وللإشارة فإن العملية قد تمت في غياب المؤتمر المركزي "الجزائر للتسوية" لأن الانطلاقة الفعلية لهذه الأخيرة كانت مع إطلاق الإصدار السندي للخطوط الجوية الجزائرية في نوفمبر 2004⁽⁵⁰⁾. وتهدف عملية إعادة التمويل في الأجل القصير والطويل إلى تخفيض تكلفة التمويل العقاري وتشجيع سوق الرهن العقاري، ولقد كانت أول عملية إعادة التمويل لمحفظه قروض للرهن العقاري لشركة (SRH) سنة 1999 وذلك لفائدة القرض الشعبي الجزائري الذي أعاد تمويلها بمعدل 8.5% لمدة 5 سنوات مع إمكانية إعادة تمويل المحفظة في بداية السنة السادسة لمدة مساوية أو أكبر⁽⁵¹⁾. وكان مجلس النقد و القرض قد رخص في مارس 2011 لشركة إعادة التمويل الرهني توسيع نشاطات الإيجار المالي العقاري. وحسب وثيقة لشركة إعادة التمويل الرهني، يخص الإيجار العقاري "اقتناء أراضى مبنية و عمارات موجودة أو ستبني وأجزاء من العمارات و بنايات تجارية و مكاتب وفضاءات إنتاج و فضاءات صناعية أو للتخزين و أملاك منقولة حوت إلى عمارات عن طريق الإدماج وكذا الفنادق والمنشآت الترفيهية".

المحور الثالث: أفاق تطبيق تقنية التنقية الميزانية (la défaisance) بالبنوك العمومية الجزائرية

تعاني البنوك العمومية منذ عدة سنوات من ضعف الطرق المتبعة في تطهير محافظها المالية، كما أنها معرضة لعجز في الموارد طويلة الأجل والتي تؤثر على معاملها للتحويل على الرغم من عمليات إعادة الرسملة التي خضعت لها، لذا فالمشكل المطروح هو البحث عن خيار آخر يسمح في آن واحد بالتعامل مع القروض التي تخرج من ميزانية البنك دون تدخل الخزينة العمومية ومع التنازل عن هاته القروض لهيئات أخرى مكلفة بتحويلها لأوراق مالية والتنازل عنها للمستثمرين على مستوى السوق المالية، إلا أن هذا الإجراء لا يمكن أن يتحقق إلا بتوفر بعض الشروط من أجل رفع بعض القيود والتي من أهمها الطبيعة المخاطرة للقروض المراد التنازل عنها، إضافة إلى الفائدة الضعيفة منها بالنسبة للمستثمرين وذلك في ظل غياب تصنيف للمؤسسات العمومية المقترضة، كما أن وجود الضمانات الضرورية يكفل نجاح كلا من عمليات التوريق والتنقية (la défaisance) كون أن هذه الأخيرة مفهوما موسعا للتوريق، وقد ظهرت هذه التقنية لأول مرة بالولايات المتحدة عقب الأزمة التي عرفتها صناديق الادخار والتي نتج عنها عدد كبير من القروض العقارية المتعثرة، حيث تم تبني هذه التقنية كحل استعجالي لإعادة الرسملة المكثفة لهاته الصناديق ومواجهة الإفلاسات الكبيرة التي حدثت وهي تعرف بالتنقية الاقتصادية (défaisance économique)⁵²، وقد تتعلق التنقية بجانب الأصول ويطلق عليها

(défaillance d'actifs) كما قد تتعلق بجانب الخصوم ويطلق عليها (défaillance de dettes) وذلك تبعا للهدف المرجو من وضع حيز التنفيذ مثل هذه العمليات⁽¹⁾.

ويمكن تطبيق التوريق على محفظة ديون للمؤسسات العمومية المملوكة من قبل البنوك العمومية، حيث تقوم هذه الأخيرة بإخراج هاته الديون من ميزانياتها واستبدالها بسندات مضمونة عن طريق الخزينة العمومية⁽²⁾، وفي كل الحالات (خصوصة أو تطهير الميزانيات البنكية أو الائتين معا) فإنه يمكن تطبيق تقنية تنقية الميزانيات البنكية بالجزائر سواء من قبل البنوك أو المؤسسات العمومية، إلا أن البنوك الراغبة في عمليات التوريق لأبد وأن تتطور في ظل محيط اقتصادي وقانوني وتنظيمي ملائم، كما يجب أن تخضع لإعادة تنظيم كامل لهياكلها التقليدية من أجل الدخول فيما يسمى باللاوساطة للقنوات المالية، ومما لا شك فيه أن هناك حجما كبيرا من القروض القابلة للتوريق بالجزائر والتي لن تقتصر فقط على قروض الرهن العقاري ولكن قد تشمل كذلك القروض المتعثرة ولكن تحت شروط معينة، كوجود ضمانات حكومية كافية.

إن تزامن عمليات التوريق مع ضمان الخزينة أو أي صندوق آخر في غاية الأهمية خاصة إذا كان المتنازل عبارة عن مؤسسة عمومية وذلك بسبب غياب تصنيف للمصدرين وهو شرط أساسي لجذب المستثمرين إلى جانب الرفع من نوعية القروض، أما من جانب البنوك العمومية فإنه من بين النتائج المحتملة بالنسبة إليها هو الرفع من قدراتها التمويلية وتسيير أفضل لمخاطر التعثر عن التسديد والتمويل والتسديد المسبق.

وعلى عكس التوريق التقليدي الذي يستند لأصول ذات نوعية جيدة مع تدفقات نقدية قادرة على تحمل التسديدات المستقبلية للمستثمرين على مستوى السوق المالية، فإن (la défaillance) تتبع سيرورة أخرى، فالتنازل عن القروض يتم لهيئة لهذا الغرض والتي يتم تمويلها من قبل المتنازل نفسه تحت شكل قرض طويل الأجل مضمون من قبل الدولة. إن وضع حيز التنفيذ عمليات التوريق يمر أولا عن طريق وضع قانون شامل يحكم هذا النشاط خاصة ما تعلق بالتنازل عن القروض المتعثرة

¹ - لقد تطورت تقنية تنقية الميزانية بشكل كبير في بداية سنوات التسعينيات عقب الأزمات القطاعية التي شهدتها البنوك كالخطر structures de défaillance immobilières، وفي فرنسا يعد القرض الليوني أهم مستعمل لتقنية التنقية، حيث تم إنشاء هياكل التنقية العقارية (، لمزيد من المعلومات الرجوع إلى:)

Dominique Plihon, **Les banques**, op. cit., pp. 133-134.

² - Ali Benouari, **La banque Algérienne : enjeux et perspectives**, Séminaire "Finances Méditerranée", **Banques et libéralisation**, Alger, 10 juin 2001, p.27.

للمؤسسات العمومية لصالح الصندوق المشترك للديون (FCC)، إضافة إلى وجود هيئة مستقلة لتسييره والمدعومة من قبل الدولة، ويبقى الشرط الأساسي هو وجود سوق مالية نشطة⁽³⁾. وقد بينت مختلف طرق المعالجة التي تم تطبيقها محدوديتها، وفي الواقع فإن إعادة الرسملة دون معالجة مخزون الديون المشكوك في تحصيلها لا يمكنها أن تضمن مصداقية التطهير، وتتم معالجة هاته الديون في إطار هيكلية (la défaisance) التي يجب أن يتم وضعها حيز التنفيذ من قبل السلطات المعنية التي تمتلك التمويل الكافي والقادرة على حل مشاكل البنوك العمومية الجزائرية، وهذه التقنية المستعملة في تسيير الديون المشكوك في تحصيلها تتطلب تركيباً خاصاً وضمانات تبعاً للهدف المنشود من ورائها.

لذا فمن بين أهداف هذه العملية أن يلغي البنك من ميزانيته مبلغ القروض المتعثرة، حيث تشهد البنوك العمومية الجزائرية إنخفاضا في مردودية أموالها الخاصة، ومثلها مثل التوريق فإنه من خلال هذه التقنية تسعى البنوك إلى الوصول لنسبة الملاءة المطلوبة والمتماشية مع المعايير الدولية وهو ما يمنحها أيضا فرصة استعادة نشاطها الإقراضي السليم في ظل ما يشهده العالم اليوم من تحول خاصة المطالبة بالحوكمة في إطار الممارسات البنكية والتعرض للمخاطر ولكن دون أن يكون في ذلك ضرر للمؤسسات طالبة طالبة التمويل، لذا فإن ما تحتاجه البنوك الجزائرية أن تتزامن تقنية التنقية مع إعادة هيكلية حقيقية للمؤسسات الجزائرية إذا كان الهدف المنشود هو تأسيس نظام بنكي سليم يخدم آفاق التنمية المستدامة. إن هذه التقنية وإن كانت تخص أنواعا معينة من الديون يمكن تشبيهها بعملية توريق القروض المتعثرة⁽⁴⁾.

ولإعطاء مثال عن إمكانية تطبيق تقنية التنقية بالجزائر يمكن ذكر مثال حول قيام الخزينة العمومية بإعادة شراء القروض المتعثرة للبنوك العمومية وإمكانية إنشاء صندوق مشترك للديون أو هيكلية محددة (structure de cantonnement)⁽⁵⁾ والتي تقوم بالاقتراض من البنك المتنازل لتمويل امتلاك هذه القروض مع مساهمة ضمان الدولة (الخزينة العمومية)، ويتم تحديد مبلغ الديون وطرق التنازل عنها في إطار اتفاقية مبرمة بين الخزينة العمومية والبنك أو المؤسسة المالية المتنازلة في إطار الشروط الموضوعية من قبل وزارة المالية، ويمكن أن تُتم هذه العملية بعملية توريق

- يتوقف نجاح عمليات التوريق بالجزائر على تنشيط السوق المالي، والموضوع يحتاج إلى إعادة النظر في الشروط الواجب³ توافرها لإنجاح السوق المالي بالجزائر.

(للمؤسسات بصفة عامة بإعادة هيكلية جانب الخصوم من ميزانياتها وذلك بالغاء ما (La défaisance)- تسمح تقنية التنقية⁽⁴⁾ عليها من ديون وهو ما يؤدي إلى رفع استقلاليتها المالية وهو ما سيؤدي إلى حصولها على تصنيف جيد من قبل وكالات التصنيف وبالتالي الحصول على موارد تمويل بشروط ملائمة.

(5)- Dominique Plihon, *Les banques*, op. cit., pp. 133-134.

بعد أن تقوم هيكلية (la défaisance) بتشكيل مؤونات كافية للقروض المملوكة من قبلها. ويوضح الجدول الموالي تطور إجمالي ديون البنوك العمومية والخاصة على الخزينة العمومية، بالإضافة إلى مبالغ سندات إعادة الشراء المصدرة في إطار عملية إعادة شراء الديون المتعثرة من قبل هذه الأخيرة:

الجدول رقم (3) تطور استحقاقات البنوك على الخزينة العمومية (2011-2015) (بمليار دج)

2015	2014	2013	2012	2011	
2005,2	1537,2	1397,4	1464,1	1438,4	إجمالي المستحقات للبنوك العمومية
419,9	351,2	450,6	578,5	576,9	منها التزام إعادة الشراء (باعث البنوك حصة منها لشركات التأمين)
25,9	32,9	35,1	38,1	23,9	البنوك الخاصة
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	منها التزام إعادة الشراء
1479,3	1012,3	930	1029,2	1017,7	صافي الاستحقاقات
1465,3	990,4	905,9	1003,8	1004,9	البنوك العمومية
14	21,9	24,1	25,4	12,8	البنوك الخاصة

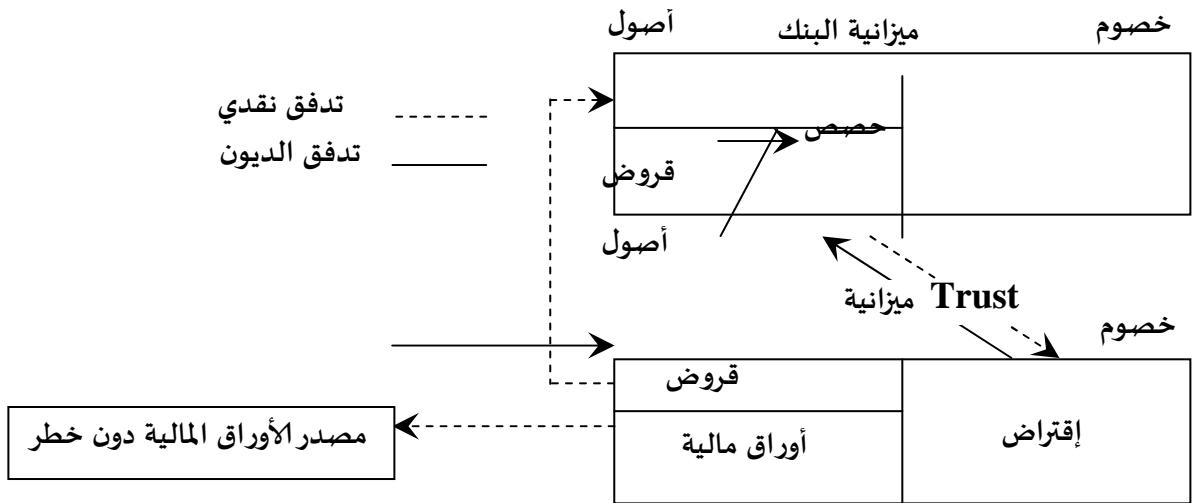
المصدر: من إعداد الباحثة بناء على تقرير بنك الجزائر 2015، ص: 102.

إن بيع أصول من أجل التمويل ليس تقنية مالية معقدة إلا إذا وجدت أصول صعبة البيع وخاصة إذا كانت المحفظة ذات مبلغ مهم على مستوى هذه السوق من جهة، ومن جهة أخرى فإن مبلغ العملية يطرح التساؤل حول قدرة المستثمر على تحليل مخاطر المحفظة وإمكانية البائع من الحصول على سعر مناسب، فإذا تم اللجوء لتقنية "تنقية الميزانية" يمكن تصور الهيكلية المتبعة كما يلي⁽⁶⁾:

(6) (La défaisance)- هيكلية مفترضة من قبل الطالبة من أجل شرح سير عملية

- ✓ يقوم البنك بالتنازل عن الديون (بفرض أن المحفظة تتكون من مبلغ إسمي معين ملكا لبنك عمومي) لـ FCC أو Trust بسعر السوق؛
- ✓ لتمويل هذا الشراء يُصدر FCC حصصا ويكتب فيها من قبل البنك المتنازل؛
- ✓ يتم استخدام جزء من المبلغ لتسديد القروض والباقي يستخدم في الاكتتاب في أوراق مالية دون مخاطرة (أوراق مالية حكومية) والتي تضمن تسديد القرض ومكافأة الحصاص المصدرة، والشكل الموالي يوضح مراحل عملية التنقية.

الشكل رقم (10): يوضح تقنية التنقية (La défaillance)



Source : Sylvie de Coussergues, Gestion de la banque, de diagnostic à la stratégie, 3^{ème} édition, Paris, Dunod, 2003, p. 172 (avec des modifications de la part de chercheur).

وعلى خلاف التوريق فإنه يتم إنشاء وتمويل (Trust) من قبل البنك، حيث أن جانب الأصول ل(Trust) مشكل بنسبة كبيرة من أوراق مالية حكومية وهي أقل مخاطرة من القروض المتنازل عنها، وتحفظ (Trust) بالقروض لغاية أجل استحقاقها، لذلك لا بد من تعديل مدة الأوراق المالية دون خطر مع أجل استحقاق القروض ولا بد من تسديد الحصاص المكتتب فيها من قبل البنك في التاريخ المناسب⁽⁷⁾. وللإشارة فإنه في حالات كثيرة يمكن إقحام هيئة أخرى في العملية بين البنك و(Trust) ويتمثل دورها في منح الضمانات المناسبة (كعدم القرض أو التعزيز الائتماني وفارق القيمة...الخ)*.

من الصعب تطبيق تقنية "تنقية الميزانية" دون وجود إطار قانوني خاص يتعلق بكافة الأطراف المتدخلة في عملية التنازل والتمويل والضمان وكذلك بالهيئة المكلفة بتحصيل الديون المتنازع فيها والمتنازل عنها⁽⁸⁾، لذا فإن هناك ثلاث خيارات ممكنة أمام السلطات الجزائرية، يتمثل الخيار الأول في وضع الإطار القانوني المناسب لهذا النوع من العمليات، أما الخيار الثاني فيتعلق بإمكانية دمج القروض المتعثرة في الإطار القانوني المنظم لعمليات التوريق بالجزائر، ويتمثل الخيار الثالث في اللجوء لعمليات التوريق التركيبي⁽⁹⁾، كما يمكن تبني خيار آخر والذي تم إقتراحه من قبل (M_T) حول إنشاء صندوق التضامن لخطر القرض** والذي يسمح للبنوك بتحويل مخاطر القروض عن طريق عقود من نوع (CDS).

إن تطهير المحافظ المالية للبنوك العمومية وحسب خبراء دوليين يمكن أن يتم بكل سهولة عن طريق الإمكانيات الممنوحة من قبل تقنية التنقية (la défaisance) التي يتوسع استعمالها بشكل متسارع

⁷ - Pierre Genesse, Patrick Topsacalian, op. cit., p. 299.

(لقروض عقارية متعثرة، فإن هذه الأخيرة تقوم بتسيير هذه القروض (structure de défaisance) - في إطار هيكلية التنقية*) من أجل وذلك بحث المقترضين على تسديد ديونهم وذلك بحجز الأصول العقارية من أجل بيعها فيما بعد في أفضل الشروط تحصيل جزء من القروض، كما يمكن لهذه الهيكلية التنازل عن ديونها على مستوى سوق الديون البنكية. لمزيد من المعلومات الرجوع للموقع: www.vernimmen.net

(- في فرنسا مثلاً يوجد قانون رقم 95-125 والمتعلق بدور وطرق تدخل الدولة في عمليات إصلاح البنوك، حيث حدد مختلف الهيكل المتدخلة في عمليات التنقية ومختلف الضمانات الممنوحة للمستثمرين وكذا مجالات تدخل الهيئة المكلفة بتحصيل الديون (structure de défaisance) المتنازل عنها.)

(هشام كرزازي كحلول لمشكلة القروض المتعثرة بالبنوك المغربية من (M_T) - تم إقتراح هذه الخيارات من قبل المدير العام لـ (9) "La

op. cit., pp. 4-5. خلال مداخلة له تحت عنوان: "La défaisance comment ça marche en pratique ?"

** - Fonds de Mutualisation du Risque de Crédit (FMRC).

تسهيل الانتقال إلى اقتصاد السوق، فلا يمكن بأي شكل من الأشكال أن يتحقق ازدهار البورصة في ظل اقتصاد لا يزال يطبعه تدخل الدولة.

إذن لا بد من تحديد العوامل التي ينبغي أن تؤخذ في الحسبان لإعطاء دفعة قوية لبورصة الجزائر ومحاولة تشخيص مكامن الضعف التي أعاققت تطورها، لذلك لا بد من توفر الشروط الموضوعية لنجاحها وذلك من خلال تنشيط برامج الخصخصة وتأهيل المؤسسات العمومية للدخول في البورصة، إلا أن التأكيد على التعامل بالسندات دون الأسهم يتناقض مع مبدأ الخصخصة واقتصاد السوق، كما توجد هناك بعض المؤسسات الاقتصادية التي يمكن أن تشكل إحدى الدعائم الأساسية لبورصة الجزائر إذا ما تم تكييف القوانين المسيرة لها لتصبح شركات مساهمة عامة وخاصة، كما يجب أيضا أن يفسح المجال للرأس المال المحلي والعربي والأجنبي للدخول في قطاعات الاقتصاد الوطني ومن أهمها نجد قطاع الخدمات المالية (البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار)، فالجهاز البنكي يمثل الركيزة الأساسية لاقتصاد أي بلد وإن تحريره من القيود المفروضة عليه يعتبر من الضرورات الملحة لتطور عمليات التوريق.

وقد أعلن المجلس الاقتصادي والاجتماعي في تقريره الأخير أن القطاع البنكي العمومي لن يعرف تطورا في غياب الجو التنافسي وستظل عمليات تدخله عشوائية وغير متجانسة، ويتخوف المختصون أن يظل الحال على ما هو عليه بسبب الفضائح المالية، إضافة إلى الوضعية الحالية للبنوك الجزائرية المثقلة بالديون والتي لا تسمح بالدخول في مجال المنافسة نظرا لضعف إمكانياتها التنظيمية وعدم صلابه مراكزها المالية وهي أحد مطالب "لجنة بازل"⁽¹¹⁾.

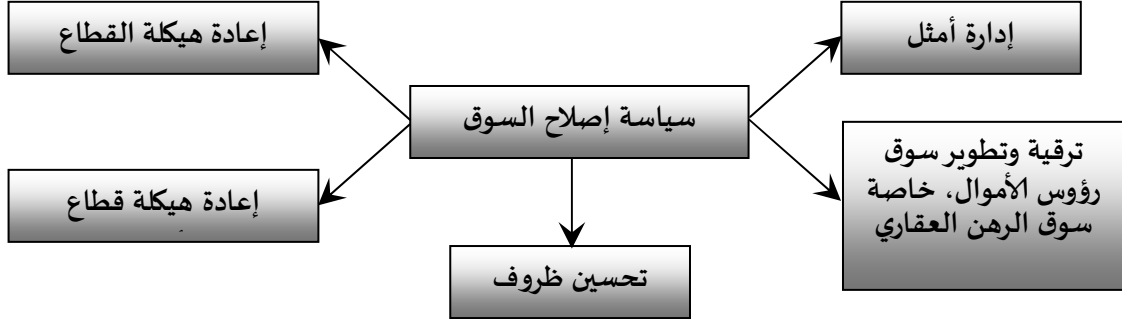
ومن أجل إدماج البنوك الجزائرية في الحركية الاقتصادية العالمية فقد أصبح الشروع في خصخصة البنوك العمومية ضرورة ملحة على الرغم من الخصوصية الكبيرة لهذا القطاع، كما أن استحداث بنوك الاستثمار يعد أمرا بالغ الأهمية وذلك للمساهمة في إصدار الأوراق المالية وتوزيعها. وترجع الرسملة الضعيفة لسوق الأسهم والتي تمثل نسبة 0.13% من الناتج المحلي الإجمالي بصفة أساسية لقلّة الأوراق المالية المسعرة في البورصة⁽¹²⁾، إضافة إلى ذلك فإن غياب نشاط هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (OPVCM) قد أثر وبشكل كبير على تعبئة الادخار وهو دور جد هام على مستوى

- محمد زيدان، الآثار المتوقعة من إنضمام الجزائر إلى منظمة التجارة العالمية على الجهاز البنكي، مجلة العلوم الاقتصادية¹¹ وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد 3، 2004، ص.138.

¹²- Conseil National Economique et Social, Note de conjoncture du premier semestre 2006, p.20.

السوق المالية، لهذا يجب تشجيع إنشاء (FCP أو SICAV) بالجزائر، كما أن وضع التدابير اللازمة لترقية التكوين في مجال تقنيات البورصة وتوسيع دائرة الحوار مع الجمهور والمستثمرين أمر ضروري من أجل نشر الثقافة البورصية. ويوضح الشكل الموالي بعض الإجراءات المقترحة لإصلاح السوق المالية:

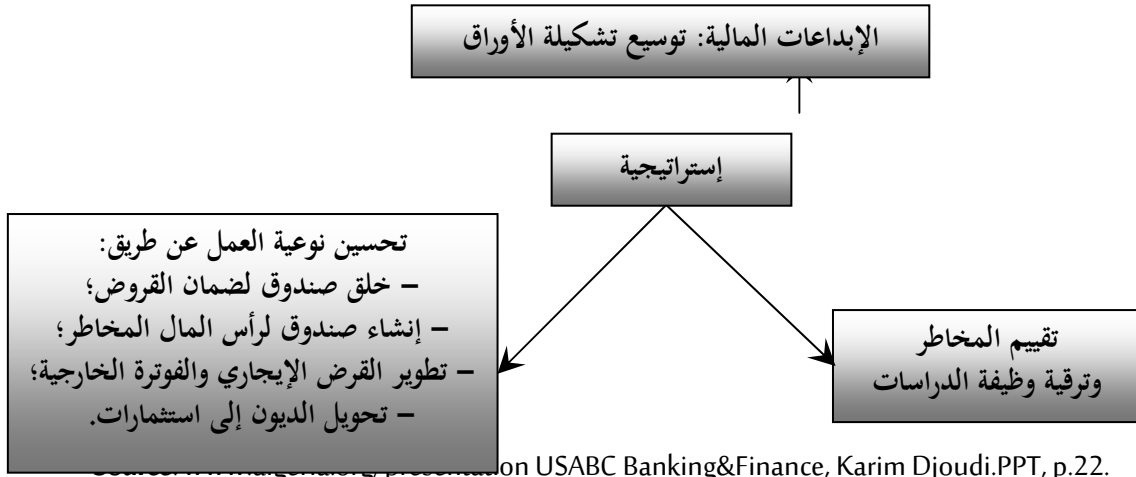
الشكل رقم (12): سياسة إصلاح السوق المالية الجزائرية



Source: www.algeria.org/presentation USABC Banking&Finance, Karim Djoudi.PPT, USA, 173/2/2005, p.

ويكمن التسيير الأمثل للسيولة البنكية في تنوع تشكيلة الأوراق المالية المعروضة على مستوى السوق المالية الجزائرية، وفي تشجيع البنوك على التدخل بشكل أكبر على مستوى بورصة الجزائر والتوجه نحو إستراتيجية البنوك الشاملة وذلك عوضاً عن سياسة البنك المركزي والمتمثلة في استرجاع السيولة (reprise de liquidité)، ويوضح الشكل الموالي إستراتيجية الإدارة المثلى للسيولة البنكية:

الشكل رقم (13): إستراتيجية التسيير الأمثل للسيولة البنكية



on USABC Banking&Finance, Karim Djoudi.PPT, p.22.

الخاتمة:

من خلال ما تم التطرق إليه سابقا تم التوصل إلى مجموعة من النتائج والتوصيات والتي يمكن إيجازها في ما يلي، تؤدي تقنية التوريق دورا أساسيا في تدعيم النشاط المصرفي خاصة في مجال التوريق العقاري وذلك من خلال الرفع من قدراتها الاقراضية من خلال تسهيل جزء من قروضها الممنوحة في إطار التمويل طويل الأجل، وهو ما تم فعلا في الجزائر خاصة بصدر القانون المتعلق بتوريق القروض الرهنية والذي سيدعم دون شك تطور سوق الرهن العقاري الجزائرية وخاصة مع الدور الملقى على عاتق شركة إعادة التمويل للرهن العقاري.

يعتمد نجاح هذا النوع من العمليات على دقة ومرونة الاطار القانوني المتعلق بها، لذا يجب على السلطات الجزائرية إجراء تعديلات جوهرية على قانون التوريق لا سيما ما تعلق بتعدد الأصول المورقة وعدم اقتصارها على القروض الرهنية فقط، هذا بالإضافة إلى ضرورة الإسراع بإصلاح السوق المالية الجزائرية لأن نجاح عمليات التوريق مرهون بوجود سوق ثانوية نشطة تضمن التداول النشط على إصدارات هذا النوع من العمليات.

كذلك لا بد من الاعتماد على خبرة الدول العربية خاصة تونس والمغرب، هذه الأخيرة التي تمتلك شركة ذات خبرة وامكانيات ضخمة في مجال عمليات التوريق وهي المغربية للتسديد وتوقيع اتفاقيات تعاون وشراكة.

يعد تطبيق تقنية التنقية أمرا ضروريا خاصة بالبنوك العمومية الجزائرية التي لا تزال تعاني من مشكلة الديون المشكوك في تحصيلها خاصة مع فشل معظم السياسات التي انتهجتها السلطات الجزائرية في مجال تطهير محافظها المالية.

الهوامش:

¹ - المرسوم التشريعي رقم 03/93، والوارد في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المؤرخة في 9 رمضان 1413 هـ الموافق لـ 1 مارس 1993، العدد 14، ص ص. 4-8.

² - Thierry Garnier, Corynne Jaffaux, , **La titrisation, aspects juridique et financier**, 2^{ème} édition, Paris, Economica, 2004, pp.22.

³ - Dominique Legeais, **Surétés et garanties du crédit**, 2^{ème} édition, librairie générale de droit et de jurisprudence, 1999, p.295.

⁴ -Thierry Granier, Corynne Jaffaux, op. cit., p. 23.

⁵ - SRH bulletin, N° 5, 2006, **Le marché hypothécaire en quoi est-il important ?**, p.3.

⁶ - Ibid, p. 5.

⁷ - Ibid, p.7.

- ⁸ - Bernard de Polignac, Jean-Pierre Monceau, **Expertise immobilière, guide pratique**, 2^{ème} édition, Paris, édition Eyrolles, 2003, p.38.
- ⁹ - Abdelkader Beltas, **Le développement du marché des capitaux et la structure des taux d'intérêt**, Alger, édition El-Borhane, 2002, p.41.
- ¹⁰ - SRH bulletin, N°7, **Le marché hypothécaire secondaire**, Mars 2006, p.9.
- ¹¹ - Abdelkader Beltas, **Ektissad El-Mali & El-Masrafi**, Alger, O.P.U, 2001, p. 120.
- ¹² -Ibid, p. 198.
- ¹³ - Michèle Dubernet, **Gestion Actif-Passif et tarification des services bancaires**, Paris, Economica, 1997, p : 259-273.
- * - إن سياسة السكن بالجزائر ترجع لوزارة السكن والتهيئة العمرانية والتي توجد تحت وصايتها وكالات الترقية والتسيير العقاري (OPGI)، إضافة إلى الوكالة الوطنية لترقية وتطوير السكن (AADL)، الصندوق الوطني للسكن (CNL) ومؤسسات ترقية السكن العائلي (EPLF).
- ¹⁴ - Djamel Sadoun, **CNEP NEWS**, N°11, septembre 2006, p.7.
- ** - Société de Refinancement Hypothécaire.
- ¹⁵ - CNEP NEWS, Rapport de la banque d'Algérie, **Le paysage bancaire algérien**, N°35, octobre 2012, p.17.
- ¹⁶ - Housing bank for trade and finance-Algeria.
- ¹⁷ - Abdelkader Beltas, president & director of SRH, **On the development of the Algerian mortgage market**, the annual business economic and political review, **Emerging Algeria 2006**, Oxford Business Group, p.64.
- ¹⁸ - Conseil National Economique et Social, rapport : **Regards sur la politique monétaire en Algérie 2004**, 26^{ème} session plénière, p.22.
- * السكن الريفي: تم - وفقا لتقديرات وزارة السكن، حيث تنوع بين السكن الاجتماعي الإيجاري، التساهمي، السكن الريفي، البيع بالإيجار والسكن الترقوي. أزيد من 400 ألف سكن خلال الفترة 2005-2009 ومن المتوقع أن تصل لحوالي 600 ألف بحلول 2014. ومنذ سنة 2002 تحول تمويل تسيير يطمح قطاع السكن لإيجاز أزيد من إعانات السكن الريفي مباشرة للصندوق الوطني للسكن ووضعت هذه الإعانة في نفس سلم السكن الاجتماعي التساهمي و لهذا الشأن تم تخصيص . مليون وحدة سكنية في آفاق سنة 2014 وذلك بعد تجسيد مخطط السكن المدرج في إطار البرنامج الخماسي 2010-2014 كما تم مؤخرا اطلاق صيغة. أزيد من 4300 مليار دينار لتمويل هذا البرنامج الضخم الذي خصص 75 بالمائة منه إلى تمويل السكن الاجتماعي الإيجاري السكن الترقوي العمومي.
- . 7 مليون وحدة سكنية و تطمح بلوغ 8 ملايين وحدة سكنية في آفاق 2014، وبعد مرور 50 سنة من مسيرة البناء والتشيد تحصى الجزائر اليوم أزيد من 5
- ¹⁹ - Lachemi Siagh, CEO of Strategica, **On investing and raising capital in Algeria, The emerging corporate Bond market**, oxford business group, p. 74.
- ²⁰ - Ammour Benhalima, **Le système bancaire Algérien, textes et réalité**, 2^{ème} édition, Alger, édition Dahlab, 2003, p.53.
- * - Caisse Nationale du Logement.
- ²¹ - Saada Merieme, **Le développement du marché du crédit hypothécaire en Algérie**, mémoire de fin d'études, en vue de l'obtenir de diplôme de magistère, non publié, Ecole Supérieure de Commerce, Alger, 2004, p. 173.
- ²² - **الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية**، المؤرخة في 27 رمضان 1414 هـ الموافق لـ 9 مارس 1994، العدد 13، صص.11-12.
- ²³ - Guide pour **"L'obtention d'un prêt hypothécaire auprès d'une banque"**, SRH, Rubicube, Alger, 2004, p.8.
- * - Société de Garantie du Crédit Immobilier.
- ** - الشركة الجزائرية للتأمين (SAA)، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR)، الشركة المركزية لإعادة التأمين (CCR)، الشركة الجزائرية للتأمين الشامل (CAAT).

- ²⁴- La lettre d'information trimestrielle du groupe de la banque mondiale au Maghreb, Janvier 2006, N°1, Algérie: **Aperçus sur la coopération de la banque mondiale avec l'Algérie**, p.26.
- ²⁵- Société de Garantie du Crédit Immobilier, Séminaire sur "**La nouvelle SGCI**", Alger, le 4/12/2008, p.5.
- * - La Société d'Automatisation des Transactions Interbancaires et de la Monétique (SATIM).
- ** - **Le Fonds de Garantie et de Caution Mutuelle de la Promotion Immobilière**
- ²⁶- تم استحداث صيغة البيع على المخطط بموجب المرسوم التشريعي رقم 03/93، لمزيد من التفاصيل: **الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية**، المؤرخة في 27 رمضان 1414 هـ الموافق لـ 9 مارس 1994، العدد 13، ص 11-12.
- ²⁷- Saada Merieme, op. cit., p. 179.
- ²⁸- Salah Slimani, El Watan, journal quotidien, "**Ouverture du capital de la BDL/le cahier des changes en préparation**", N°4899, 22-23/12/2006, p.6.
- * - البنوك التي حصلت على اعتماد شركة اعادة التمويل للرهن العقاري، وأمضت معها اتفاقية لاعادة المويل هي: CPA BDL BNA CNEP/Banque بنك الاسكان للتجارة والتمويل، بنك الخليج الجزائر وبنك البركة الجزائري، مع العلم أن هذا الاخير يمول قطاع السكن بطريقة اسلامية، حيث ينص افاقه على اعادة التمويل مقابل ضمانات تتمثل اساسا في تحويل ملكية العقار لشركة SRH
- ²⁹- Guide pratique pour **Le refinancement des crédits au logement**, SRH, 2004, p.5.
- ³⁰- Guide pratique pour **Le refinancement des crédits au logement**, op. cit., p. 6.
- ³¹- الصادر بالجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المؤرخة في 12 صفر 1427 هـ، الموافق لـ 12 مارس 2006، العدد 15.
- ³²- Dib Saïd, Titrisation, El-Watan Economie, journal hebdomadaire, "**La révolution financière en perspective**", N°53, du 10 au 16 avril 2006, p.2.
- ³³- Fonds Commun de Créances
- ³⁴- Dib Saïd, op.cit, p.2.
- ³⁵- Abdelkader Beltas, **Une stratégie de facilitation pour l'atténuation de la crise du logement**, Strategica Business & Finance, N°2, Novembre 2004, Alger, pp.16-17.
- ³⁶هناك عدة تسميات للتوريق كالتسديد، التصكك والتسهيم.
- ³⁷- فتحية إسماعيل محمد مشعل، **التوريق وعلاقته بالأزمة المالية العالمية الراهنة - رؤية فقهية معالجة**، ورقة بحثية مقدمة في إطار المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر لكلية الحقوق- جامعة المنصورة- الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، 1-2 أبريل 2009، ص:4.
- ³⁸- Robert Ferrandier, Vincent Kôen, **Marchés de capitaux et Techniques financières**, 5^{ème} édition, Paris, Economica, 2000, p.169.
- (*) - **التمويل المهيكل (التمويل المنظم)**: هو نوع من التمويل الذي يفترض أن تعتمد جودة ائتمان الدين فيه على ضمان مباشر من جهة ذات أهلية ائتمانية أو على جودة ائتمان الأصول الخاصة بالمدين، سواء بتعزيز ائتماني أو بدون، وليس بالاعتماد على المقدر المالية للمدين نفسه. راجع: التمويل المنظم، مسرد مصطلحات عمليات التوريق، منشورات وكالة ستاندر أند بورز لخدمات التصنيف، بدون سنة نشر، ص.33.
- ³⁹- Janet Tavakoli, **Collateralized Debt Obligations & Structured Finance. New developments in cash & synthetic securitization**, New York, Wiley Finance, 2003, p.15.
- ⁴⁰- SRH Bulletin, N°5, **Le marché hypothécaire**, p.6.
- ⁴¹- Guide pratique pour **Le refinancement des crédits au logement**, op. cit., pp. 8-9.
- * - هناك مجموعة من التعهدات للوسيط المعتمد يجب أن يلتزم بها، للإطلاع عليها الرجوع إلى: Guide pratique pour le refinancement des crédits au logement, op. cit., pp. 10-11.
- ⁴²- Guide pratique pour **Le refinancement des crédits au logement**, op. cit., pp. 8-9.
- ⁴³- Ibid, p.9.

⁴⁴ - Ibid, p.11.

⁴⁵ - وثائق داخلية للشركة والمتعلقة بسير عمليات إعادة التمويل.

⁴⁶ - Abdelkader Beltas, **Une stratégie de facilitation pour l'atténuation de la crise du logement**, op. cit., pp. 17-18.

⁴⁷ - Ibid, p.18.

⁴⁸ - SRH Bulletin, N°2, Février 2005, édition spéciale: séminaire sur **"Le développement du marché du crédit hypothécaire en Algérie"**, du 8 au 10 Février 2006, p.3.

⁴⁹ - Lachemi Siagh, **The Emerging Corporate Bond market**, op. cit., p. 74.

⁵⁰ - Strategica Business & Finance, N°2, Novembre 2004, Alger, p.10.

⁵¹ - Saada Merieme, op. cit., p. 182.

⁵² - In-substance defeasance.