

دور التوريق (إعادة التمويل الرهنى) في تمويل الاستثمار في الجزائر

The role of Securitization (mortgage refinancing) in financing investment in Algeria

حنان موشارة

جامعة 8 ماي 1945 قالة (الجزائر)، mouchara.hanane@gmail.com

تاريخ النشر: 2022/04/27

تاريخ القبول: 2022/01/19

تاريخ الاستلام: 2021/11/15

ملخص:

نظرا للأهمية التي يكتسبها الاستثمار في إقتصاديات الدول، تسعى أغلب الحكومات إلى توفير مناخ مناسب لجذب المستثمرين. لكن رغم الجهود المبذولة من قبل المشرع الجزائري لتحسين مناخ الاستثمار، تبقى العديد من العوائق التي يواجهها المستثمر التي يعتبر التمويل أهمها وتعد البنوك أهم مصدر فيه. غير أن المؤسسات المالية والمصرفية تتعرض للعديد من المخاطر من أهمها مخاطر السيولة. لذلك تم التفكير في نظام تمويل ذاتي لتفادي مشاكل التمويل التقليدية، يعتمد على أصول المؤسسة وذلك ببيع الحقوق التجارية التي تمتلكها المؤسسة في مواجهة آخرين. بموجب عقد تمويل لكيان ذي غرض خاص (Special Purpose Entity (SPE) الذي يقوم بدوره بإصدار أوراق مالية مضمونة بتلك الأصول وهو ما يعرف باسم التوريق (إعادة التمويل الرهنى).
كلمات مفتاحية: استثمار، تمويل، حوالة، حقوق تجارية، توريق.

Abstract:

Considering the importance of investing in countries' economies, most governments seek to create an appropriate climate to attract investors. However, despite the efforts made by the Algerian legislator to improve the investment climate, many obstacles remain for the investor, whose financing is the most important and the banks are the most important source. However, financial and banking institutions are exposed to many risks, the most important of which is liquidity risk. Therefore, a self-financing system has been designed to avoid the problems of traditional financing, which depends on the assets of the institution by selling the commercial rights that the institution holds against others under a financing contract. for a special purpose entity (SPE), which in turn issues securities secured by these assets, which is known as securitization (mortgage refinancing).

Keywords: Investment, financing, transfer, commercial rights, Securitization. .

1- مقدمة

يُعرّف الاستثمار بأنه: "تقديم الأموال المادية والمعنوية من شخص طبيعي أو معنوي للمساهمة المباشرة أو غير المباشرة في مشروع قائم أو سيتم إنشاؤه للقيام بنشاط اقتصادي ما خلال مدة معقولة من الزمن"¹. فنظرا للأهمية التي يكتسبها في إقتصاديات الدول، تسعى أغلب الحكومات إلى توفير مناخ مناسب لجذب المستثمرين سواء كانوا وطنين أم أجانب من خلال إصدار عدد من القوانين تهدف إلى خلق مناخ استثماري جيد. فقرار الاستثمار يتوقف على مدى توفر البيئة المناسبة لاتخاذ القرار الصحيح، حيث تشكل هذه البيئة الاستثمارية من العديد من العوامل يتمثل أولها في الاستقرار السياسي والأمني الذي يعتبر شرطا ضروريا لأي استثمار محلي أو أجنبي. لكن إتخاذ القرار لا يتوقف على الاستقرار السياسي والأمني فقط بل يتأثر بعوامل أخرى يطلق عليها مصطلح مناخ الإستثمار، الذي يقصد به مجمل الظروف والأوضاع السياسية والاقتصادية والاجتماعية والقانونية والإجرائية التي تؤثر على فرص نجاح المشروع الاستثماري في منطقة أو دولة معينة.

وباعتبار الإستثمار هو إنعكاس النهج الإقتصادي المتبنى فإن قانون الإستثمار في الجزائر عرف عدة تعديلات تبعا للتحولات الإقتصادية التي عرفتها الجزائر حيث كان آخرها القانون رقم 16-09 المتعلق بترقية الإستثمار² الذي ألغى الأمر رقم 01-03³ والذي يعد إنطلاقة جديدة في مجال الإستثمار فقد حاول قدر الإمكان تفادي الثغرات والعيوب التي كانت تعترى الأمر رقم 01-03.

فرغم الجهود المبذولة من طرف المشرع الجزائري بتوفير العديد من الضمانات والإمتيازات المنصوص عليها في قانون الاستثمار لتحسين مناخ الاستثمار في الجزائر، تبقى العديد من العوائق التي يواجهها المستثمر والتي يعتبر التمويل أهمها. ذلك أن نجاح أي مشروع مرتبط بمدى قدرته على الاستمرار من خلال مصادر التمويل المتاحة سواء الذاتية أو الخارجية. حيث تعتبر البنوك أهم مصدر تمويلي للمستثمرين في الجزائر نظرا للسيولة المالية التي تمتلكها غير أن المؤسسات المالية والمصرفية تتعرض للعديد من المخاطر من أهمها مخاطر السيولة، هذه الأخيرة يقصد بها عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها أي قصور التدفقات النقدية الداخلة عن مقابلة التدفقات النقدية الخارجة⁴.

¹ زواقري الطاهر وأوشن حنان ومحمد شعيب توفيق، الإستثمار الأجنبي في التشريع الجزائري، مجلة الباحث للدراسات القانونية، عدد 3، 2014، ص 169.

² القانون رقم 16-09 المتعلق بترقية الاستثمار، جريدة رسمية عدد 46 بتاريخ 3 غشت 2016، ص ص 18-24. معدل بالقانون رقم 13-18 المؤرخ في 11 يوليو 2018 المتضمن قانون المالية لسنة 2018، جريدة رسمية عدد 42 بتاريخ 15 يوليو 2018.

³ الأمر 01-03 المؤرخ في 20 غشت 2001 المتعلق بتطوير الاستثمار، جريدة رسمية عدد 47 بتاريخ 22 غشت 2001، ص ص 4-9 (ملغى جزئيا)

⁴ سمير الخطيب، قياس وإدارة المخاطر بالبنوك، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005، ص 113.

فالمؤسسات المانحة للائتمان تعتمد في تحقيق إيراداتها على الفرق بين سعر الفائدة على الأموال المودعة لديها وسعر الفائدة على الأموال المقترضة منها، إلا أن ذلك لا يغطي دائما حجم السيولة المطلوبة للمؤسسة، لذلك فهي تلجأ إلى أساليب التمويل المعروفة وهي: طرح أسهم زيادة رأس المال أو الاقتراض من جهة أخرى أو إصدار أسناد القرض. إلا أن هذه الأساليب تتميز بالعديد من المشاكل من الناحية العملية. فبالنسبة لأسلوب زيادة رأس المال مستبعد من طرف المساهمين في المؤسسة لأنه قد يؤدي إلى تغيير نسبة ملكية كل مساهم في رأس المال، وبالتالي تغيير من يملك سلطة اتخاذ القرار. أما بالنسبة لأسلوب الاقتراض فإنه يعرض المؤسسة لمشكلة عدم المطابقة لأن منح الائتمان يجب أن يكون مقرونا بحصول تطابق بين المدة الزمنية للأموال المودعة والمدة الزمنية للقروض. من جهة أخرى كانت عملية الإقراض تصاغ على شكل وثيقة أو صك للدين وكانت المشكلة أن هذا الصك غير قابل للتداول ولا يمكن تحويله إلى شكل سائل إلا بعد انتهاء فترة القرض.

لذلك تم التفكير في نظام تمويل ذاتي يعتمد على أصول المؤسسة وذلك ببيع الحقوق التجارية التي تمتلكها المؤسسة في مواجهة آخرين بموجب عقد تمويل، إذ تقوم المؤسسات ببيع منتجاتها إلى العملاء بأجل ثم تسعى إلى تحويل ملكية حقوقها التجارية غير الحالة إلى الممول الذي يقوم بدوره بتعجيل قيم هذه الحقوق، وهو ما يعرف باسم التوريق ويقصد به: "تجميع حزمة من القروض أو الديون المتماثلة أو المتشابهة ذات التدفقات النقدية المستمرة في المستقبل والمضمونة بأصول محددة من قبل المؤسسات المالية والمصرفية، ثم بيعها لكيان ذي غرض خاص **Special Purpose Entity (SPE)** الذي يقوم بدوره بإصدار أوراق مالية مضمونة بتلك الأصول، بمعنى قيام المؤسسات المعنية بطرح أوراق مالية مقابل مجموعة من الديون المدرة للدخل التي لديها كالديون بضمان رهونات"¹.

فما هي الضمانات القانونية الكفيلة لتفعيل دور التوريق في تمويل الاستثمار؟

وللإجابة على هذه الإشكالية سيتم التطرق بداية إلى مدى فعالية نظام التوريق في تمويل الاستثمار في الجزائر للوقوف على خصوصية التطبيق العملي لهذه التقنية الحديثة في التمويل وبيان المزايا التي تحققها لكافة الأطراف. ثم بيان الآليات القانونية لتفعيل دور التوريق في تمويل الاستثمار للحد من المخاطر المرتبطة بهذه التقنية.

¹ محمد عبد الله يوسف، دور المعلومات المحاسبية في قياس المخاطر لترشيد قرار الاستثمار في أنشطة التوريق "دراسة إختباريه"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، 2009، ص 16. أنظر في تعريفات أخرى:

-إسماعيل عبد العال السيد، الأدوات والسياسات المستحدثة في أسواق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2007-2008، ص 209.

- نصيرة ددر، التوريق البنكي أداة لجلب السيولة وتحقيق الربح، مجلة دراسات إقتصادية، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر العاصمة، المجلد 9، عدد 1، فيفري 2009، ص 84.

2. مدى فعالية نظام التوريق في تمويل الاستثمار في الجزائر

بدأت فكرة التوريق تكتسب أهمية متنامية في الأسواق العربية، عندما بدأت الحكومات ورجال البنوك والمصارف العربية يدرسون بكل جدية آليات تطبيق هذه الأداة في الأسواق المحلية، إذ يعتقد الخبراء أن التوريق قد أصبح محركا هاما وأساسيا في النظام المالي للدول، إذ يعد من بين الآليات الحديثة التي تم التوصل إليها في البلدان المتطورة كحل لمشكلة التمويل الطويل الأجل بصفة عامة وتمويل قطاع السكن بصفة خاصة. لذلك سيتم التطرق إلى خصوصية نظام التوريق ثم إلى طبيعة المزايا التي يحققها هذا النظام.

2.1. خصوصية نظام التوريق

يعدّ التوريق من الآليات المستحدثة في الأنظمة القانونية بغرض مواجهة مشاكل السيولة التي كانت تعاني منها أسواق الإئتمان، حيث تلجأ له مؤسسة الائتمان بغرض الاسترداد المعجل للإئتمان الممنوح للعملاء، وذلك بحالة محفظة حقوقها على العملاء إلى منشأة متخصصة في الاستثمار الجماعي لمحافظة الحقوق التي تتولى طرح هذه المحفظة للإكتتاب في صورة صكوك مالية. فهو بذلك أداة للربط بين السوق المصرفية وسوق المال¹. فهو "النظام الذي يقصد به الحصول على الأموال أو التمويل اللازم بالاستناد إلى الديون المصرفية القائمة والمضمونة وذلك عن طريق خلق أصول مالية جديدة. ومن خلاله يتم تحويل القروض المصرفية إلى أوراق مالية قابلة للتداول ويقوم البنك المعني من جانبه باسترداد الأموال الناتجة عن بيع هذه الأوراق بالبورصة إذ يتم عادة إستخدامها بمنح قروض جديدة وتوظيفات أخرى مشابهة، وهكذا يعمل التوريق على تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة"². أو هو:

"le mécanisme de la titrisation permet à un établissement de crédit ou à une entreprise d'assurance de céder dans des formes simples les créances, qui émet en contre partie des parts négociables sur un marché public "

بمعنى "آلية التوريق تسمح لمؤسسات القروض أو شركات التأمين بحالة ديونها تجاه عملائها إلى صندوق

الإستثمار في الحقوق الآجلة الذي يقوم بدوره بإصدار أوراق مالية في السوق."

ورغم تنوع التعاريف المتعلقة بآلية التوريق، إلا أنها تشترك جميعا في إشتراط توفر 5 أركان أساسية³ هي:

- وجود علاقة دائنية أصلية.

- رغبة الدائن في التخلص من سندات الدين التي تحت يده وتحويلها إلى جهة أخرى تحل محله.

- قيام الجهة الحال إليها الدين بإصدار سندات جديدة في صورة أسهم أو سندات قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية.

- إستناد الأوراق المالية الجديدة إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة.

- وجود مستثمر.

¹ هشام فضلي، الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة التوريق، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2004، ص 6، 5.

² وحيد أحمد أبو الفتوح، إطار مقترح لنظام المعلومات المحاسبية لترشيد قرارات التوريق دراسة نظرية ميدانية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قسم المحاسبة، كلية التجارة ببورسعيد، جامعة قناة السويس، 2005، ص 8.

³ عبيد علي أحمد حجازي، التوريق "مفهومه وأهميته"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1997، ص 8-9.

وقد عرّف قانون توريق القروض الرهنية الجزائري¹ التوريق بأنه: "عملية تحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية . وتتم هذه العملية على مرحلتين:

- تنازل عن القروض الرهنية من قبل مؤسسة مصرفية أو مالية لفائدة مؤسسة مالية أخرى.

- قيام هذه الأخيرة بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول في السوق ممثلة للقروض الرهنية".

وعلى العكس من ذلك نجد أن التشريع الفرنسي تبني نظام قانوني مختلف للكيان المحتضن لعملية التوريق وهو نظام صناديق الاستثمار، إذ عرّف المشرع الفرنسي التوريق **La titrisation** بأنه: "لجوء مؤسسة الائتمان إلى صناديق الاستثمار في الديون لإصدار أوراق مالية (أسهم وسندات) بضمان تلك الديون"².
إذ تعد الولايات المتحدة الأمريكية الرائد الأول في هذا المجال، باعتبارها أول الدول التي تبنت هذه الآلية وساهمت في تطوير التشريعات المتعلقة بها نظرا للمزايا المتعددة التي تحققها هذه الآلية لمختلف الأطراف المشاركة فيها، وذلك من خلال إنشاء كيان قانوني خاص يحتضن عمليات التوريق. بما يتوافق مع المصالح الاقتصادية للدولة. وقد تزامن اتساع وتطور نشاط هذا النظام مع انفجار الأزمة العالمية الأخيرة التي شهدتها العالم سنة 2008³ والتي يمكن إجمال أسبابها في:

- تراخٍ واسع في معايير الإقراض المصرفية (التوسع في منح الائتمان)، وهو ما يتضح من:

- ارتفاع إجمالي القروض المُصدرة عبر الجهات المنشئة على اختلاف أنواعها، من 2,113 تريليون دولار عام 2001 إلى حوالي 2,864 تريليون دولار عام 2002 بزيادة نسبتها 36%. وقد بلغت ذروتها عام 2003 لتصل إلى 3,765 تريليون دولار، أي بزيادة نسبتها 31% عن عام 2002 و78% عن عام 2001.

¹ المادة 2 من قانون رقم 0506 مؤرخ في 21 محرم 1427 الموافق 20 فبراير سنة 2006 المتضمن توريق القروض الرهنية. الجريدة الرسمية عدد 15 بتاريخ 12 صفر 1427 الموافق 12 مارس سنة 2006، ص ص 13-16.

² يحكم أنشطة التوريق في فرنسا المرسوم المنشور بالجريدة الرسمية رقم 75 في 26 نوفمبر 2004 والمعدل للقانون 120188 بتاريخ 23 ديسمبر 1988 في شأن صناديق الاستثمار في الديون.

Alain Couret, Philippe Dupont, André Prum, Jean-Paul Spang et Alain Steichen, **La titrisation**, Anthemis, 2008, p 12.

³ وقد سميت هذه الأزمة بـ **La crise du subprime** حيث يقصد بـ **subprime** الرهون العقارية "les prêts hypothécaires". راجع في تفصيل ذلك:

Velentin Bauwens et Jean-François Walhin, **La titrisation du risque d'assurance**, Larcier, Bruxelles, 2008, p 17.

أنظر أيضا: مهند منجونة، عمليات توريق قروض الرهن العقاري وإمكانية تطبيقها في سورية، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، 2011، ص 80.

-نسبة قيمة القرض بالنسبة لقيمة العقار¹، والتي كانت تصل إلى 100% بالنسبة للقروض السيئة لأغراض سكنية. أي أن المنشئ يُمول كامل قيمة العقار دون وجود هامش أمان لاحتمال انخفاض قيمة العقار.

-خصوصية التأمين ضد مخاطر عدم الوفاء التي يتمتع بها القرض.

وهو تأمين من نوع خاص يختلف عن التأمين العادي، فعادة تُؤمن الشركات علي مخاطر مستقلة وغير مرتبطة ببعضها بعضاً. لكن في حالة الرهون العقارية فإن الأمر يختلف ذلك أن إخفاق أحد المدينين في السداد يرجع عادة إلى إهميار أسعار العقارات بشكل عام، وبالتالي فإن خطر عدم السداد يصيب معظم المؤمنين الآخرين الوقت نفسه، لأن سوق العقار قد إنهارت. هكذا تواجه شركة التأمين مشكلة تعويض جميع المؤمنين دفعة واحدة مما يهددها بالإفلاس.

- تعرض وكالات التوريق الحكومية للخطر الأخلاقي.

وذلك بعدم مراعاتها لقواعد الحوكمة الرشيدة ومنح مكافآت وأجور مغالى فيها لمديري المصارف اعتمادا على الأداء الرقمي للمؤسسات المالية وليس الأداء الحقيقي.

2.2.2. طبيعة المزايا التي يحققها نظام التوريق.

فنظام التوريق يحقق مزايا لكافة الأطراف المرتبطة بهذه العملية سواء بالنسبة للمؤسسة مانحة الائتمان، المستثمرين، أسواق رأس المال والدولة.

1. 2.2. مزايا التوريق بالنسبة للمؤسسة مانحة الائتمان.

بالنسبة للبنوك على وجه التحديد، فإنها عادة ما تعتمد في تحقيق إيراداتها على الفرق بين سعر الفائدة على الأموال المودعة لديها وسعر الفائدة على الأموال المقرضة منها، إلا أن منح الائتمان يجب أن يكون مقرونا بحصول تطابق بين المدة الزمنية للأموال المودعة والمدة الزمنية للقروض، لذلك فعملية التوريق ستجنب البنك احتمال عدم المطابقة². كما أن جزءاً من إيراداتها هو نتيجة فرض رسوم على الخدمات التي تقدمها للمستفيدين منها، وعملية التوريق سينجم عنها حتما فرض رسوم لخدمة الأصول محل هذه العملية ذلك أن المؤسسة المنشئة في أغلب الأحيان سيعهد إليها بإدارة الأصول مقابل رسوم³. وبالتالي فإنه عبر التوريق يتم تحويل الأصول طويلة الأجل وعديمة السيولة إلى نقدية يمكن إعادة توظيفها مرة أخرى مما يعني تحسين كفاءة الدورة المالية وزيادة معدل دورانها وتوفير المزيد من السيولة القابلة للتوظيف⁴.

¹ راجع في تفصيل ذلك: ج.فرمان/ ج. هاريس، المبادئ الأساسية للاستثمار العقاري وتأمين المخاطر وإعادة التمويل في ظل الإقتصاد الحر" المسار الأمريكي"، ترجمة جلال البناء، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2007، ص 172.

² أحمد عبد الرحمن الملحم ومحمود أحمد الكندري، عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية وعمليات التوريق، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، 2004، ص 164.

³ نفس المرجع، ص 163.

⁴ مهند منجونة، مرجع سبق ذكره، ص 37.

من جهة أخرى فإن عملية التوريق ستمكن المؤسسة المالية وبخاصة البنوك من تحسين هيكل رأس مالها. فإذا تمت معاملة عملية التوريق على أساس أنها بيع للأصول فإن الأصول محل التوريق والمسؤوليات الناتجة (مخاطر الأصول) عنها سيتم شطبها من ميزانية المؤسسة¹. وبالتالي يمكن إعتبار التوريق مصدر تمويل لا يظهر أثره في الميزانية العمومية بالمقارنة مع مصادر التمويل الأخرى كالإقراض أو زيادة رأس المال التي تؤثر في ميزانية المؤسسة المنشئة². هذه العملية المحاسبية سترتب عليها أثر قانوني بالغ الأهمية هو تحرير احتياطي رأس مال المؤسسة الضامنة لمخاطر عدم سداد قيم هذه الأصول والتي هي عبارة عن القروض الممنوحة للمستفيدين منها.

كما تفرض القواعد المحاسبية والمالية على كل بنك أو مؤسسة مالية التزاماً بالأقل نقل نسبة أمواله الخاصة التي يلتزم بالاحتفاظ بها إلى مجموع المخاطر المتحصلة من عملياته عن حد معين³، وهو ما يعرف بمبدأ كفاية رأس المال ضماناً لاحتفاظ البنوك بجزء من أموالها الخاصة يكفل لها الوفاء بالتزاماتها الذي يشمل بشكل خاص حقوق الملكية والاحتياطات المحتجزة لتجنب خسائر إخفاق القروض في المستقبل.

2.2.2. بالنسبة للمستثمرين.

إذ يساهم التوريق في خلق أداة مالية جديدة في أسواق المال تتمثل في الأوراق المالية المضمونة بأصول-، وهو ما يحقق فوائد بالنسبة لأسواق رأس المال وللمستثمرين في هذه الأسواق. فبالنسبة للمستثمر تتميز هذه الأداة بالعائد المرتفع- عوائد محفظة الحقوق خلال فترة الاستحقاق فضلاً عن إسترداد المحفظة بحلول أجلها - وذلك بسبب التصنيف الائتماني المرتفع لهذه الأوراق، وسهولة التداول في أسواق المال كما أنه يحق له الإقتراض بضمائها، هذا بالإضافة إلى تقليل المخاطر المالية وهو ما يحققه تنوع المحفظة المالية والضمانات المرتبطة بها⁴.

2.2.3. النسبة لأسواق رأس المال.

أما بالنسبة لأسواق رأس المال فإن هذه الأداة تساهم في تنشيطها خاصة سوق السندات وذلك من خلال تداولها ببورصات الأوراق المالية⁵، كما أن التوريق يربط سوق المال المحلية بالأسواق العالمية إذا تم إشراك شركات أجنبية مسجلة في بورصات أخرى في هذا النشاط⁶، وهو ما تظهر أهميته بالنسبة للدول النامية خاصة إذ تعاني مؤسساتها من عدم القدرة على الإقتراض طويل الأجل من الأسواق المالية العالمية نظراً للتصنيف السيادي المتدني للدولة التي تنتمي إليها هذه المؤسسات المالية.

¹ أحمد عبد الرحمن الملحم ومحمود أحمد الكندري، مرجع سبق ذكره، ص 162.

² مهند منجونة، مرجع سبق ذكره، ص 38.

³ هشام فضلي، مرجع سبق ذكره، ص 11.

⁴ نفس المرجع، ص 14.

⁵ محمد عبد الله يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 25.

⁶ إسماعيل عبد العال السيد، مرجع سبق ذكره، ص 219.

4.2.2. بالنسبة للدولة.

التوريق يحقق فوائد للدولة فيما يتعلق بالديون الخارجية أو ما يسمى بالقروض الرسمية وهي التي تكون الحكومات طرفا فيها أو ضامنة لأحد أطرافها، وذلك بعد إخفاق كل من الخطط الدولية وإعادة الجدولة في حل مشكلة الديون الخارجية. ولا تختلف عملية توريق الديون الخارجية عما سبق ذكره فهنا فقط قد يشترط الطرف المدين بعض الضوابط للموافقة على قيام الدائن بتوريق الديون، كأن يشترط سداد القيمة بالعملة المحلية أو أن تستثمر القيمة بكاملها داخل حدود وطنه¹.

من جهة أخرى فإن التوريق يحقق مزايا متعددة للشركات الصغيرة والمتوسطة، فبالرغم من مساهمة هذه الأخيرة في التنمية الاقتصادية وخلق فرص عمل، إلا أنها ما تزال تعاني من إمتناع المصارف التجارية عن إقراضها للمخاطر الكبيرة المحيطة بها. لذلك من أجل دفع المصارف نحو تمويل هذه الشركات وتخفيض كلفة الإقراض، قامت بعض الدول بإنشاء مؤسسة تعنى بضمان القروض الصغيرة، مما ساهم في إطلاق عمليات توريق واسعة وفي قيام المصارف التجارية بتمويل المؤسسات الصغيرة بعد تدني مخاطر التسليف المحيطة بها.

3. الآليات القانونية لتنفيذ دور التوريق في تمويل الاستثمار.

على الرغم من المزايا العديدة التي حققها نظام التوريق، كانت له آثار سلبية على الأسواق العالمية، إذ تزامن اتساع وتطور نشاط هذا النظام مع انفجار الأزمة العالمية الأخيرة التي شهدتها العالم سنة 2008. إذ ذهب بعضهم إلى القول بضرورة التحلي عن هذا النظام لتسببه في الأزمة العالمية²، في حين يرى آخرون بأن السبب الحقيقي كان في آلية تطبيق النظام وليس في النظام نفسه. خاصة وأن العديد من الدول العربية تبنت هذا النظام من خلال قانوني خاص يتخذ شكل الشركة المساهمة، والذي أثبت نجاعته في تحقيق الأهداف التي أنشأ من أجلها دون أن يتسبب في حدوث أزمة مالية لها. لذلك سيتم التعرض إلى أهم الضمانات القانونية للحد من المخاطر المرتبطة سواء بأطراف عملية التوريق، الحقوق المحالة و الأوراق المالية المصدرة.

3.1. الضمانات القانونية للحد من المخاطر المرتبطة بأطراف عملية التوريق.

3.1.1. من حيث صفة المحيل.

أضفى القانون الفرنسي عند صدوره على نظام الاستثمار الجماعي الطبيعة المصرفية فلم يسمح للصندوق إلا بتملك الحقوق التي تحوزها مؤسسات الائتمان وصناديق الودائع والأمانات. إذ تُعرّف مؤسسات الائتمان بأنها الأشخاص المعنوية التي تزاول العمليات المصرفية على وجه الاحتراف (العمليات المصرفية هي عمليات تلقي الودائع من

¹ عبيد علي أحمد حجازي، مرجع سبق ذكره، ص ص 39-51.

² حيث يرى Hubert de Vauplane وهو دكتور في جامعة باريس 2 أن الرابط بين القانون والأزمة العامة يتمثل في عمليات التوريق. راجع في تفصيل ذلك:

الجمهور ومختلف عمليات الإئتمان فضلا عن منح العملاء سبل الوفاء بديونهم أو سبل إدارة أموالهم)، وهي تتنوع بين البنوك، البنوك التعاونية، صناديق التوفير والإدخار صناديق الإئتمان المحلي، الشركات المالية، المؤسسات المالية المتخصصة¹.

وقد اتجه المشرع إلى التقييد لسببين²:

- أن القوانين تفرض على مؤسسات الائتمان إحترام مبدأ كفاية رأس المال.

- محافظ الحقوق التي تحوزها البنوك ومؤسسات الائتمان تكون مكفولة بالعديد من الضمانات مما يعزز الحماية لحاملي صكوك الصندوق.

بعد ذلك ألغي الشرط الخاص بتطلب صفة معينة في الحيل، ومع ذلك فإنه في الغالب يكون الحيل من مؤسسات الإقراض.

أما المشرع الجزائري فإن الحيل (المؤسسة المتنازلة) طبقا للمادة 2 من قانون توريق القروض الرهنية يمكن أن يكون مؤسسة مصرفية أو مالية. لكن بالرجوع إلى الموقع الرسمي لشركة إعادة التمويل الرهني في الجزائر، فإن الحيل يجب أن تتوافر فيه إضافة إلى الشرط السابق ما يلي:

- أن يخضع لنظام تسيير محفظة القروض العقارية متبنى وقابل لمراقبة شركة إعادة التمويل الرهني من خلال الوثائق أو الوجود في عين المكان.

- أن تكون حسابات الاستغلال للسنة الفارطة مصادق عليها من قبل المساهمين المجتمعين في دورة عادية .

- أن يكون معتمداً من قبل شركة إعادة التمويل الرهني: وقد حددت البنوك والمؤسسات المالية المعتمدة بمايلي: القرض الشعبي الجزائري CPA، بنك التنمية المحلية BDL، البنك الوطني الجزائري BNA، بنك الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque، بنك البركة الجزائري، بنك الإسكان للتجارة والتمويل، الجزائر بنك الخليج AGB.

3.1.2. من حيث شكل المحال له.

إن الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة في التشريع الفرنسي يتم من خلال صناديق الاستثمار ولكن نظرا للمشاكل التي تكتنف الاستثمار خارج إطار الشركة، دفعت بعضهم إلى المناداة بضرورة إمداد شكل الشركة ليشمل أيضا توظيف المدخرات في الحقوق الآجلة وذلك أسوة بالنظام المتبع في القيم المنقولة³. وعلى العكس من ذلك نجد أن أغلب التشريعات العربية⁴ أخذت بشكل الشركة فيما يتعلق بهذا النوع من الاستثمار مستخدما البعض منها مصطلح

¹ Thierry Granier et Corynne Jaffeux, **La titrisation: Aspects juridique et financier**, Economica, 2è édition, 2004, pp 88- 89.

² هشام فضلي، مرجع سبق ذكره، ص 104.

³ نفس المرجع، ص 60.

⁴ كالتشريع المصري، التشريع الجزائري، التشريع الأردني (الشركة الأردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري شركة التوريق).

شركات إعادة التمويل الرهني للدلالة على هذه الشركة وقد تم إنشاؤها في إطار استراتيجية حكومية واسعة تهدف لتحريك الاستثمار العقاري عن طريق السوق المالية وجعلها آلية أساسية لمعالجة أزمة السكن بغية تخفيف العبء المالي على ميزانية الدولة فيما يخص عملية تمويل هذا المجال. فهي هيئة مالية تعمل على تدعيم نوعية وفاعلية التمويل العقاري والبرامج الداعمة لسياسة التمويل والإطار القانوني لتفعيل ذلك¹.

أما في الجزائر طبقا للمادة 2 من قانون توريق القروض الرهنية الجزائري فإن مؤسسة التوريق هي هيئة لها صفة مالية تقوم بعملية التوريق في سوق الأوراق المالية، أي أن مؤسسة التوريق يمكن أن تتخذ شكل الشركة أو الصندوق. لكن عمليا فإن نشاط التوريق في الجزائر يمارس من قبل شركة واحدة هي شركة إعادة التمويل الرهني تأسست في 27 نوفمبر 1997 وقد تم اعتمادها من قبل مجلس النقد والقرض بالقرار رقم 0198 كمؤسسة مالية ذات طابع اقتصادي عمومي². وبالتالي فهي خاضعة للأمر 01-04 المؤرخ في 1 جمادى الثانية الموافق 2001/8/20 يتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخصوصتها

3.2. الضمانات القانونية للحد من المخاطر المرتبطة بالحقوق الحالية.

تبنت الممارسة آليتين قانونيتين لنقل ملكية الأصول من المحيل إلى المصدر، تتمثل الأولى في حوالة الحق أما الثانية فهي تجديد الالتزام كوسيلة لانقضاء الالتزام بما يعادل الوفاء، بالإضافة إلى ذلك يتبع عدد من البنوك أسلوب المشاركة الفرعية. إلا أنه سيتم التركيز على حوالة الحق باعتبارها النظام المتبني من قبل القانون محل الدراسة. تتم حوالة محفظة التوريق بموجب إتفاق بين المنشئ (المحيل) وشركة التوريق (المحال له)³ هذا الإتفاق حتى يكون نافذا وناجزا، يجب أن تتوافر فيه شروط معينة من حيث أطرافه ومحل الممثل في محفظة التوريق. وقد اختلفت التشريعات الوطنية في تحديد هذه الشروط تبعا للسياسة المتبناة من قبل هذه الدول والغاية المتبغاة من عمليات التوريق. تؤدي الحوالة إلى فقدان المحيل صفته كدائن واكتساب شركة التوريق صفة الدائن الجديد. إذ ينتقل الحق إلى ذمة الشركة بما له من خصائص وما يلحقه من توابع وما يكفله من تأمينات وما يرد عليه من دفع⁴. ويرى بعضهم أن النقل التلقائي للحق وتوابعه دون اتباع إجراءات شكلية لا يعفي من ضرورة إتباع إجراءات نقل الرهن الرسمي للعقارات الضامنة للوفاء بالحق المنقول، حتى يصبح نقل الرهن ساريا في مواجهة الغير⁵.
علما أن المسائل المهمة المطروحة في عمليات التوريق تتمثل فيما يلي:

راجع: خالد وهيب الراوي، إدارة العمليات المصرفية، الطبعة الأولى، دار المناهج، الأردن، 2001، ص 73.

¹ بوحفص جلاب نعناعة، الابتكارات المالية وتفعيل نظم القروض السكنية في الجزائر، مجلة المفكر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر بسكرة، المجلد الخامس، العدد 2، 2010، ص 357.

² منقول من الموقع الرسمي لشركة إعادة التمويل الرهني الجزائرية (شركة التوريق): www.srh-dz.org

³ المادة 8 من قانون توريق القروض الرهنية الجزائري.

⁴ المادة 11 من قانون توريق القروض الرهنية الجزائري.

⁵ هشام فضلي، مرجع سبق ذكره، ص 120-121.

3.2.1. المصدر الذي تتولد منه الحقوق المحالة.

فالأصل أن الحق الشخصي أي حق الدائنية قابل للحوالة أيا كان محله وبصرف النظر عما إذا كان هذا الحق منجزاً أو معلقاً على شرط أو مقترناً بأجل أو كان حقاً مستقبلاً. ويسري هذا الأصل طالما لم تحظر الحوالة بنص قانوني) كحضر حوالة الحق غير القابل للحجز، أو بسبب منافاة الحوالة لطبيعة الالتزام (كالحقوق اللصيقة بشخصية الدائن) أو نتيجة إتفاق المتعاقدين على عدم جواز حوالة الحق- كما يجب التأكد من عدم وجود أية وثائق متصلة بالأصول موضوع النقل تحظر حوالاته-. فبالنسبة للتوريق فإنه يغطي نوعين من الأصول¹:

أ-توريق الإلتزامات الناشئة عن التمويل العقاري حيث تصدر السندات بضمان أصول عقارية (قروض الإسكان العقاري).

ب-توريق الإلتزامات المالية الناشئة عن حقوق مالية ينشأ عنها تدفقات نقدية. مثل:
-الديون المصرفية.

-القروض التي تخصص لتمويل صناعة الإسكان والمقاولات.

-الالتزامات والحقوق المالية الناشئة عن تمويل وبيع السيارات بالتقسيط.

-الالتزامات والحقوق المالية الناشئة عن الطائرات والقوارب.

-الالتزامات والحقوق المالية الناشئة عن نشاط التأجير التمويلي.

-الالتزامات والحقوق المالية الناشئة عن إستخدام بطاقات الائتمان.

-القروض الممنوحة للصناعات الصغيرة.

-القروض التي تمنح للطلاب.

-جميع أنواع الأوراق التجارية الناتجة عن جميع أنشطة التجارة مثل تذاكر الطائرات، فواتير الهاتف والمياه.

-الالتزامات والحقوق المالية الناشئة عن عقود التأمين².

إلا أن الدول قد اختلفت في تحديد الأصول محل التوريق. فهناك اتجاهان، الأول هو **الاتجاه اللاتحي** يذهب إلى أنه بما أن عملية التوريق هي عملية يكتنفها العديد من المخاطر فيجب حماية المكتتبين لذلك فالأصل أن المشرع هو الذي يحدد على سبيل الحصر الديون أو الحقوق التجارية محل التوريق. مثلاً القانون التشيلي جعل تحديد هذه المسألة خاضعاً إلى لائحة تصدر في هذا الشأن لتحديد الأصول محل التوريق. ولقد تم اختيار لائحة وليس قانوناً نظراً لسهولة تعديلها بإجراءات بسيطة استجابة لتطورات السوق³. أما الإتجاه الثاني فهو **الاتجاه التعاقدية**، الذي يرى أن عملية التوريق هي

¹ أحمد العلي، إدارة الإستثمارات والمخاطر الإستثمارية، قسم المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد جامعة دمشق، 2007-2008، ص 137.

² راجع في تفصيل توريق ديون شركات التأمين خاصة تلك الناشئة عن الكوارث الطبيعية:

Velentin Bauwens et Jean-François Walhin, op cit.

³ أحمد عبد الرحمن الملحم ومحمود أحمد الكندري، مرجع سبق ذكره، ص 175.

عملية استثمارية بالدرجة الأولى وأن المستثمرين هم الأقدر على حماية مصالحهم، ذلك أن التوريق علاقة تعاقدية. انطلاقاً من ذلك فإن أي أصول أو ديون أو حقوق تجارية تصلح لأن تكون محلاً للتوريق. وهو ما تبناه القانون الأرجنتيني¹.

وبالنسبة للمشرع الجزائري فإن مؤسسة التوريق طبقاً للمادة 10 من قانون توريق القروض الرهنية لا يمكنها شراء قروض ماعدا تلك التي تمنح من طرف المؤسسات المتنازلة في إطار تمويل السكن. وهو ما تؤكدته المادة 2 من خلال تعريفها للمؤسسة المتنازلة والقروض: "القروض هي السلفيات الممنوحة من البنوك والمؤسسات المالية في إطار تمويل السكن". وبالرجوع إلى الموقع الرسمي لشركة إعادة التمويل الرهني فإن هذه القروض يجب أن تكون ممنوحة للأغراض التالية فقط وهي:

- شراء مسكن أو إقامة جديدة.

- بناء سكن عائلي فردي.

- توسيع السكن الموجود.

- إعادة ترميم السكن أو الإقامة.

أي أن المشرع الجزائري قصر عمليات التوريق على الديون العقارية ذلك أن إنشاء هذا النوع من الشركات كان في إطار استراتيجية حكومية واسعة تهدف لتحريك الاستثمار العقاري عن طريق السوق المالية وجعلها آلية أساسية لمعالجة أزمة السكن بغية تخفيف العبء المالي على ميزانية الدولة فيما يخص عملية تمويل هذا المجال. فهي هيئة مالية تعمل على تدعيم نوعية وفعالية التمويل العقاري والبرامج الداعمة لسياسة التمويل والإطار القانوني لتفعيل ذلك. على عكس المشرع الفرنسي الذي فتح المجال لتوريق أنواع الديون كافة.

وقد كان من الأفضل تنويع الأصول القابلة للتوريق من خلال السماح بتوريق الديون الأخرى مثل ديون شركات التأمين بالإضافة إلى توريق ديون الدولة أو القطاع العام، لتفعيل الدور التمويلي للتوريق في مجال الاستثمار

3.2.2. المخاطر التي تنطوي عليها محفظة الحقوق

إذ يمكن تقسيم الحقوق تبعاً للمخاطر التي تنطوي عليها إلى²:

- حقوق موقوفة أو مجمدة: تلك الحقوق التي يكون ردها النهائي ليس مشكوكاً فيه وإنما يرجع عدم الوفاء بقيمتها إلى المشكلات المادية التي يمر بها المدين أو بسبب القوانين أو الأوضاع السياسية وغيرها من الأسباب التي لا دخل للمدين بها.

¹ أحمد عبد الرحمن الملحم ومحمود أحمد الكندري، مرجع سبق ذكره، ص 175، 176.

² راجع في تفصيل هذه الأشكال من الحقوق:

-الحقوق المشكوك في استردادها (الديون المتعثرة): التي يمتثل عدم تحصيلها كليا أو جزئيا والحقوق التي تكون محلا لنزاع قضائي¹.

-الحقوق المتنازع عليها: التي يلزم لتحصيلها مباشرة إجراءات قضائية ويكون سبب عدم تحصيلها امتناع المدين عن الوفاء وليس إلى مشكلات مالية يمر بها.

وعلى الرغم من خطورة هذه الحقوق إلا أن المشرع الفرنسي سمح بحوالتها، وهو ما قرره اللائحة التنفيذية لقانون الاستثمار الجماعي بعد تعديلها في 1993/3/27 قبل تعديلها كانت تمنع حوالتها². وذلك على عكس المشرع الجزائري الذي اشترط ألا تكون متنازعا عليها أو تتضمن خطر عدم التحصيل عند تاريخ التنازل عنها طبقا للمادة 10 من قانون توريق القروض الرهنية، بل أن المشرع ذهب إلى أبعد من ذلك إذ ألزم المؤسسة المتنازلة باستبدال القروض المشكوك فيها أو المتنازع عليها أو صعوبة التحصيل لفائدة مؤسسة التوريق طبقا للمادة 14 فقرة 6 من نفس القانون، وقد أحسن المشرع الجزائري بتبني ذلك.

3.3. الضمانات القانونية للحد من المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المصدرة

إن إنشاء الأوراق المالية المضمونة بأصول يستند على محفظة التوريق المحالة من المنشئ إلى المصدر مما يتيح لحاملها الرجوع على الأصول المكونة للمحفظة وليس على المنشئ، إذ تعد هذه المحفظة محل الاستثمار لدى المصدر والضامن الأساسي لعملية الاستثمار لذلك يجب عزلها عن المنشئ ونقلها إلى الذمة المالية للمصدر، هذا العزل لا يتحقق إلا إذا كان المصدر يتمتع باستقلالية عن المنشئ من خلال إتخاذها لشكل الشركة ذات الغرض الخاص (شركة التوريق) - كما سبق بيانه-. فتنتقل بذلك مخاطر الأصول الضامنة من المنشئ إلى المستثمرين في الأوراق المورقة عبر شركة التوريق التي تعد حلقة الوصل بين أسواق الائتمان وأسواق المال. فتتجمع بذلك هذه الأوراق بين المخاطر المعتادة للأوراق المالية إضافة إلى مخاطر محفظة التوريق

ولحماية المستثمرين في هذه الأوراق المستحدثة ومنه حماية سوق المال بصفة عامة وسوق الأوراق المالية على وجه الخصوص، لابد من بيان مختلف المخاطر المصاحبة للاستثمار في الأوراق المالية المضمونة بأصول والتي تتميز بخصوصية معينة مرتبطة بطبيعة هذه الأوراق المختلفة عن باقي الأوراق المالية

فعلى الرغم من المزايا التي حققتها عمليات التوريق للأسواق المالية من خلال خلقها لأوراق مالية جديدة تتميز بدرجة عالية من السيولة، ساهمت في تطوير هذه الأوراق وتنشيط حركتها. إلا أنها تبقى كغيرها من الأدوات تحمل معها مخاطر متنوعة تميزت بطابعها الخاص نظرا لارتباطها بنوعية الضمانات المقررة لهذه الأوراق وتنوع الجهات التي

¹ يمكن تقسيم أسباب الديون المتعثرة إلى أسباب يرتكبها البنك فتؤدي إلى تعثر الدين مثل قصور دراسة منح التسهيلات، وأسباب يرتكبها العميل فتؤدي إلى تعثر الدين مثل عدم تقديم البيانات والمعلومات الصحيحة والكاملة للبنك.

راجع في تفصيل الديون المتعثرة: فايق حبر حسن النجار، التحليل الائتماني (مدخل اتخاذ القرارات)، الطبعة الأولى، مطبعة بنك الإسكان، عمان الأردن، 1997، ص 409 وما يليها.

² هشام فضلي، مرجع سبق ذكره، ص 108.

تساهم في إنشائها. لذلك فإن هذه المخاطر تخضع للتقدير من قبل جهات مختصة بغية مساعدة المتعاملين في هذه الأوراق على إتخاذ القرارات الإستثمارية الصحيحة.

3.3.1. طبيعة الأوراق المالية التي تصدرها شركات التوريق

يمكن التمييز بين الأنواع المختلفة للتوريق وفقا لنوع الأوراق المالية التي تصدرها شركات التوريق، يتمثل أهمها في¹:

1- التوريق من خلال إصدار السندات المضمونة بعقار.

2- التوريق من خلال قيام الشركة بإصدار أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء.

3- إصدار أوراق مالية ناقلة للتدفقات النقدية لحفظة القروض.

4- إصدار سندات قصيرة الأجل.

اختارت الجزائر تبني الشكل الأول المعروف في المنظومة القانونية الأمريكية، من خلال إصدار الأوراق المالية المضمونة بأصول في شكل سندات نظرا لبساطة هذا النوع وسهولة تطبيقه في هذه الدول التي يعتبر نشاط التوريق فيها حديث النشأة. وكان من الأفضل السماح للكيانات القانونية المحتضنة لعمليات التوريق بإصدار أوراق مالية مثل الأسهم إلى جانب السندات. ذلك أن الأسهم تجذب مستثمرين أكثر باعتبارها أوراق تمثل ملكية في رأس المال وليس مجرد مديونية.

وباعتبار أن سندات التوريق تصدر من طرف شركة مساهمة (الشكل المتبنى في القانون الجزائري والمصري) ولغرض معين، فإنها تشبه بذلك مع السندات العادية التي تصدرها عادة الشركات المساهمة والتي يمكن أن تكون كذلك مضمونة شأنها في ذلك شأن سندات التوريق، ومع صكوك التمويل باعتبار أن هذه الأخيرة كذلك تصدر لغرض معين أو لتمويل نشاط محدد. لذلك سيتم بيان الفرق بين سندات التوريق وهذين النوعين من الأوراق بغية تحديد الطبيعة الخاصة التي تتميز بها سندات التوريق.

حيث تختلف سندات التوريق عن السندات العادية للشركات فيما يلي²:

- من حيث الشركة المصدرة: تكون في السندات العادية شركة مساهمة أو توصية بالأسهم أو ذات مسؤولية محدودة أيا كان طبيعة نشاطها، أما في سندات التوريق فهي شركة نشاطها الوحيد هو التوريق.

- من حيث مصدر سداد السندات وعوائدها: في السندات العادية تكون التدفقات النقدية للشركة المصدرة ذاتها. أما سندات التوريق فيكون سدادها من التدفقات النقدية المتولدة من تحصيل الحقوق المالية المحولة إليها.

- من حيث ضمانات حقوق حملة السندات: في السندات العادية يكون ضمان عام أو خاص على أصول الشركة. أما سندات التوريق فإن هذه الضمانات تتمثل في محفظة الحقوق المالية المحولة وما يلحق بها من ضمانات والتي تتجاوز قيمتها قيمة السندات المصدرة.

¹ أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 136 - 137.

² محمد عبد الله يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 74.

-من حيث التصنيف الائتماني: في السندات العادية يكون التصنيف للشركة المصدرة على عكس سندات التوريق التي يكون التصنيف فيها للسند ذاته.

-من حيث غرض الإصدار: تهدف الشركة من إصدارها إلى التمويل متوسط وطويل الأجل لأنشطتها. أما في سندات التوريق، فإن الشركة تعمل كوسيط مالي لتحويل محافظ الحقوق المالية التي تحال إليها من مؤسسات مالية وما يلحق بها من ضمانات إلى سندات متوسطة وطويلة الأجل، ثم رد قيمة تلك المحافظ للمؤسسات المالية لإعادة تدوير هذه الأموال.

3.3.2. مخاطر الأوراق المالية التي تصدرها شركات التوريق

ففي عمليات التوريق تتمثل في خطر عدم تلقي الدخل من الأصول التي تم توريقها في الموعد المناسب لتمويل سداد قيمة السندات والفوائد المستحقة على شركة التوريق. حيث تعد المخاطر الائتمانية الأهم والأكثر تأثيراً ضمن كل المخاطر¹، إذ ترتبط إرتباطاً مباشراً بالقصور في تطبيق المعايير الائتمانية عند القيام بعملية الإقراض أو في الإدارة الضعيفة لمخاطر المحفظة الائتمانية أو بعدم الاهتمام بالتغيرات في الظروف والعوامل السياسية والاقتصادية أو في أية عوامل أخرى يمكن أن تؤدي إلى تدهور الوضع الائتماني للعميل. إذ تمثل الخسائر التي يمكن أن يتحملها البنك بسبب عدم قدرة العميل على السداد أو عدم وجود النية لسداد أصل القرض وفوائده²، أو هي المخاطر الناشئة عن عدم تحقيق البنك للعائد المتوقع للتسهيل الائتماني نتيجة عدم التقدير الصحيح للمخاطر المحيطة به³.

وعادة تلجأ البنوك لتخفيف المخاطر الائتمانية إلى إتباع سياسة تسعير للعوائد تتناسب مع حجم المخاطر. وقد أشارت لجنة بازل إلى نقطة البداية في منح الائتمان هي تصنيف العميل (وهو ما نص عليه اتفاق بازل2)⁴.

فقبل عملية المنح⁵ هناك العديد من الأساليب ولعل أهمها:

-الدراسة الجادة لكافة مقومات الجدارة الائتمانية للعميل من خلال المستندات المؤيدة لطلب الائتمان.
وهناك مؤشرات عدة يستخدمها محلل الائتمان للحكم على الجدارة الائتمانية للعميل ويمكن تلخيصها في 5 مؤشرات يطلق عليها (Five of C's) وهي الشخصية Character، القدرة Capacity، رأس المال Capital، الضمانات Collateral، الظروف السائدة Conditions،

-الدراسة الكاملة للمركز المالي للعميل ومصادره التمويلية.

¹ إضافة إلى مخاطر أخرى تتمثل في:

-مخاطر مرتبطة بالأصول المكونة لمحفظة التوريق. راجع في تفصيلها: محمد عبد الله يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 101 وما يليها.

-مخاطر مرتبطة بإدارة محفظة التوريق. راجع في تفصيلها: إسماعيل عبد العال السيد، مرجع سبق ذكره، ص 226 وما يليها.

² عبد المعطي رضا أورشيد و محفوظ أحمد جودة، إدارة الائتمان، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، 1999، ص 213

³ أحمد جمال الدين يوسف يوسف، المحاسبة عن التوريق في البنوك وأثره على إدارة المخاطر الائتمانية، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2009، ص 157.

⁴ صلاح إبراهيم شحاته، ضوابط منح الائتمان المصرفي من منظور قانوني ومصرفي، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، 2008، ص 133.

⁵ سمير الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 63.

-التحديد الدقيق لنوع القرض والغرض الممنوح من أجله ومصادر السداد الأصلية والإيضافية والبرنامج المالي والزميني للسداد.

-دراسة حجم التمويل المطلوب لكي يحقق الغرض منه.

-تحديد مدى المخاطر ونوعيتها وكيفية تجنبها.

-تدريب العاملين في مجال الائتمان بما يكفل لهم الدراسة الكافية بإعداد الدراسات الفنية والمالية والاقتصادية في مجالات الائتمان كافة.

-وضع ضوابط لمنح التسهيلات الائتمانية¹.

أما بعد عملية المنح²، هناك العديد من الإجراءات لعل أهمها:

-المتابعة الدورية للقوائم المالية للعميل وعلى مدار فترة التعامل لإكتشاف أي اختلال بالمركز المالي في الوقت المناسب.

-المتابعة الميدانية لنشاط العميل للوقوف على ظروف الإنتاج والصناعة والتطور الفني والتكنولوجي واتجاهات المستهلكين والسوق والأسعار.

-تحليل المخاطر العامة والقوانين الحاكمة والمؤثرة في النشاط.

-التأكد من إستخدام التسهيل الائتماني في الغرض الممنوح من أجله.

-المتابعة المستمرة للضمانات المقدمة.

-متابعة مستمرة للبيان المجمع للوقوف على ثبات أو تضخم أو انخفاض مديونية العميل قبل الجهاز المصرفي.

-متابعة نسب تحصيل الشيكات والكمبيالات ومدى تماشيها مع النسب المتعارف عليها.

وعادة يتم تقدير هذه المخاطر في المؤسسات المالية والمصرفية من خلال التصنيف الائتماني الداخلي³، إلا أن

عمليات التوريق تتميز بطبيعة خاصة. إذ تعد عمليات التوريق معقدة ويتداخل في تنفيذها جهات عدة حتى تؤمن انتقالها

من المنشئ إلى المستثمر، ولا يمكن تجميع هذه الديون وإعادة بيعها دون إضافة تحسينات على الأوراق المالية الناتجة عنها.

من هنا يأتي دور وكالات التقييم الخارجي External Credit Assessment Institutions أو ما بات

يعرف بوكالات التصنيف Rating Agencies سواء العالمية⁴ أو المحلية⁵. فالمستثمر في الأوراق المالية الناتجة عن

عمليات التوريق والمنشئ والمصدر يحتاجون إلى طرف ثالث خارجي مستقل ليقدم خدمات تقييم مخاطر الائتمان من

خلال الاعتماد على أعلى درجات المهنية والحرفية

¹ أحمد جمال الدين يوسف يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 168.

² نفس المرجع، ص 169.

³ راجع في تفصيل التصنيف الداخلي: نفس المرجع، ص 186 وما بعدها.

⁴ راجع في أنواع شركات التصنيف العالمية: مهند منحونة، مرجع سبق ذكره، ص 19.

⁵ راجع في تفصيل أنواع شركات التصنيف المحلية:

رامي زعتري، التصنيف الائتماني وآفاق تطبيقه في الاقتصاد السوري، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم الإقتصاد والعلاقات الدولية، كلية الإقتصاد، جامعة حلب، سورية، 2011، ص 5 وما يليها.

ويقصد بالتصنيف الائتماني ترتيب جودة سندات التوريق ومحفظة التوريق، أي تصنيف محفظة التوريق وفقا لقدرتها على خدمة الديون (سندات التوريق)، أي دفع الفوائد المستحقة في التواريخ المحددة والوفاء بالدين نفسه في تاريخ إستحقاقه بعبارة أخرى قياس احتمال التوقف عن خدمة الدين.

وتعود أهمية التصنيف الائتماني إلى أن السند يستمد قيمته من قدرة المحفظة على سداد الفوائد وأصل الدين في تاريخ الاستحقاق. فعندما يكون المركز الائتماني للمحفظة قويا ينعكس ذلك على جودة السندات المصدرة، وكلما ارتفع مستوى جودة السند أمكن إصداره بكوبون يحمل سعر فائدة منخفض بما يسهم في تخفيض تكلفة الأموال للجهة المصدرة والعكس. لذلك يعد التصنيف الذي تصدره هذه الوكالات سواء المعتمدة عالميا أو المرخص لها محليا بمثابة رأي حيادي فيما يخص جودة الإصدار، وهي ليست توصية شراء للورقة المعنية أو الاحتفاظ بها أو بيعها¹. ولتفعيل دور شركات التصنيف لابد من:

- حصول المصارف العامة والخاصة على التصنيف الائتماني لتحديد نقاط القوة والضعف التي تعاني منها مع تحديد مدى التزامها بمعايير بازل.

- ضرورة حصول الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية على درجة للتصنيف الائتماني لزيادة الشفافية وتحديد مستوى المخاطر ومدى الالتزام بقواعد الحوكمة

- وضع الإطار القانوني الذي يمكن المؤسسات المالية والمصرفية من التعامل مع وكالات التصنيف خاصة العالمية لأن ذلك سيساعد المؤسسة على النفاذ إلى أسواق المال العالمية

- ضمان استقلالية مؤسسات التصنيف وشفافيتها، وذلك من خلال:

❖ إخضاعها لرقابة هيئات دولية مستقلة لضمان مصداقية التصنيف. وزيادة المنافسة بين وكالات التصنيف من خلال تخفيض عقبات الدخول إلى السوق. مثل المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، منظمة الشفافية الدولية. الاستفادة من الخبرة الطويلة لبنك التسويات الدولية في مجال الرقابة و الإشراف على البنوك و المؤسسات المالية. بنك التسويات الدولية

❖ أتعاب شركات التصنيف يجب أن تكون نسبة من سعر الأوراق المالية وليس مبالغ من المنشئ لمنع التواطؤ واعتبار هذه الأتعاب من ضمن تكاليف عملية التوريق

4. خاتمة:

يتضح مما سبق أن عملية التوريق تهدف بالاساس إلى توفير السيولة المالية بأقل تكلفة ممكنة. فقد أثبتت عمليات التوريق أهميتها لأسواق الائتمان من خلال توفير السيولة المطلوبة والالتزام بالضوابط القانونية، إضافة إلى أسواق المال

¹ محمد عبد الله يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 82.

من خلال خلق أوراق مالية جديدة تساهم في تنشيط أسواق المال نظرا لسهولة تداولها وإقبال المستثمرين عليها لجودة ضماناتها. فنظرا لمشاكل السيولة التي كانت تعاني منها أسواق الائتمان حاولت الدول من خلال هذه الآلية الحد من هذه المشاكل، إذ تعد الولايات المتحدة الأمريكية الرائد الأول في هذا المجال باعتبارها أول الدول التي تبنت هذه الآلية في مجال أسواق الرهن العقاري رغبة في دعم هذه السوق

وبما أن نشاط شركات التوريق يقسم إلى عمليتين الأولى تتمثل في إعادة تمويل المؤسسات المنشئة (المألقة للديون محل محفظة التوريق)، أما الثانية فهي إصدار الأوراق المالية المضمونة بأصول. كان لابد لنجاح هذا النشاط من:

- بالنسبة لعملية إعادة التمويل، وضع ضوابط للأصول المالية التي يجوز حوالتها حتى لا يتم توريق الأصول المالية المشكوك في تحصيلها أو المتنازع عليها أو المتوقف أصحابها عن السداد حتى لا تنتقل مخاطر عدم السداد إلى المستثمرين. إضافة إلى تنوع الأصول القابلة للتوريق من خلال السماح بتوريق الديون الأخرى مثل ديون شركات التأمين بالإضافة إلى توريق ديون الدولة أو القطاع العام وذلك لتحسين مناخ الاستثمار في الجزائر من خلال خلق مصادر تمويل جديدة للمستثمرين في كافة القطاعات. ذلك أن المشرع الجزائري عندما قصر هذه الآلية على الرهون العقارية فقط أدخل بطريقة غير مباشرة بمدأ المساواة بين المستثمرين.

- بالنسبة لعملية إصدار الأوراق المالية المضمونة بأصول، السماح للكيانات القانونية المختصة لعمليات التوريق بإصدار أوراق مالية مثل الأسهم إلى جانب السندات. ذلك أن الأسهم تجذب مستثمرين أكثر باعتبارها أوراق تمثل ملكية في رأس المال وليس مجرد مديونية.

- ضرورة تفعيل نشاط البورصة في الجزائر، ذلك أن عملية بيع الأوراق المصدرة في إطار عملية التوريق يتم عبر هذه القناة.

- ضرورة تغيير شكل شركة إعادة التمويل الرهني الجزائرية من مؤسسة عامة إقتصادية إلى شركة مساهمة تجارية، للإستفادة من المدخرات في السوق المالية، ذلك أن ضمان عملية التوريق من قبل الخزينة العمومية يشكل عبء على ميزانية الدولة

5. قائمة المراجع:

- أحمد العلي، إدارة الإستثمارات وإحافظ الإستثمارية، قسم المصارف والتأمين، كلية الإقتصاد جامعة دمشق، 2008-2007.
- أحمد جمال الدين يوسف يوسف، المحاسبة عن التوريق في البنوك وأثره على إدارة المخاطر الائتمانية، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2009.
- أحمد عبد الرحمن الملحم ومحمود أحمد الكندري، عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية وعمليات التوريق، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، 2004

- إسماعيل عبد العال السيد، الأدوات والسياسات المستحدثة في أسواق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2007/2008
- الأمر 03-01 المؤرخ في 20 غشت 2001 المتعلق بتطوير الاستثمار، جريدة رسمية عدد 47 بتاريخ 22 غشت 2001، ص ص 4-9 (ملغى جزئياً)
- بوحفص جلاب نعناعة، الابتكارات المالية وتفعيل نظم القروض السكنية في الجزائر، مجلة المفكر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر بسكرة، المجلد الخامس، العدد 2، 2010، ص ص 353-379.
- خالد وهيب الراوي، إدارة العمليات المصرفية، الطبعة الأولى، دار المناهج، الأردن، 2001
- رامي زعتري، التصنيف الائتماني وآفاق تطبيقه في الاقتصاد السوري، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم الإقتصاد والعلاقات الدولية، كلية الإقتصاد، جامعة حلب، سورية، 2011
- زواقري الطاهر وأوشن حنان ومحمد شعيب توفيق، الإستثمار الأجنبي في التشريع الجزائري، مجلة الباحث للدراسات القانونية، عدد 3، 2014
- سمير الخطيب، قياس وإدارة المخاطر بالبنوك، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005
- صلاح إبراهيم شحاته، ضوابط منح الإئتمان المصرفي من منظور قانوني ومصرفي، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، 2008.
- عبد المعطي رضا أرشيد و محفوظ أحمد جودة، إدارة الإئتمان، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، 1999.
- عبيد علي أحمد حجازي، التوريق "مفهومه وأهميته"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1997
- فايق حبر حسن النجار، التحليل الائتماني (مدخل اتخاذ القرارات)، الطبعة الأولى، مطبعة بنك الإسكان، عمان الأردن، 1997.
- فريمان/ ج. هاريس، المبادئ الأساسية للاستثمار العقاري وتأمين المخاطر وإعادة التمويل في ظل الإقتصاد الحر " المسار الأمريكي"، ترجمة جلال البناء، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2007
- القانون رقم 0506 مؤرخ في 21 محرم 1427 الموافق 20 فبراير سنة 2006 المتضمن توريق القروض الرهنية. الجريدة الرسمية عدد 15 بتاريخ 12 صفر 1427 الموافق 12 مارس سنة 2006، ص ص 13-16.

- القانون رقم 16-09 المتعلق بترقية الاستثمار، جريدة رسمية عدد 46 بتاريخ 3 غشت 2016، ص ص 18-24. معدل بالقانون رقم 18-13 المؤرخ في 11 يوليو 2018 المتضمن قانون المالية لسنة 2018، جريدة رسمية عدد 42 بتاريخ 15 يوليو 2018.
- محمد عبد الله يوسف، دور المعلومات المحاسبية في قياس المخاطر لترشيد قرار الاستثمار في أنشطة التوريق "دراسة إختباريه"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، 2009
- مهند منجونة، عمليات توريق قروض الرهن العقاري وإمكانية تطبيقها في سورية، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الإقتصاد، جامعة حلب، 2011
- نصيرة ددر، التوريق البنكي أداة لجلب السيولة وتحقيق الربح، مجلة دراسات إقتصادية، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر العاصمة، المجلد 9، عدد 1، فيفري 2009، ص ص 83-93.
- هشام فضلي، الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة التوريق، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2004
- وحيد أحمد أبو الفتوح، إطار مقترح لنظام المعلومات المحاسبية لترشيد قرارات التوريق دراسة نظرية ميدانية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قسم المحاسبة، كلية التجارة ببورسعيد، جامعة قناة السويس، 2005.
- الموقع الرسمي لشركة إعادة التمويل الرهني الجزائرية (شركة التوريق): www.srh-dz.org
- Alain Couret, Philippe Dupont, André Prum, Jean-Paul Spang et Alain Steichen, **La titrisation**, Anthemis, 2008
- Georges Ripert, René Roblot, **traité de droit commercial**, Tome1, 16 Edition
- Hubert de Vauplane, **La crise financière et le droit français**, JCP/ La semaine juridique, édition générale n 50, 10 Décembre 2008
- Thierry Granier et Corynne Jaffeux, **La titrisation: Aspects juridique et financier**, Economica, 2èm édition, 2004
- Velentin Bauwens et Jean-François Walhin, **La titrisation du risque d'assurance**, Larcier, Bruxelles, 2008