



مذكرة مقدمة ضمن متطلبات لنيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم المالية و المحاسبة

تخصص : تدقيق محاسبي و مراقبة التسيير

عنوان المذكرة:

اهمية التوريق في تمويل المؤسسات الاقتصادية
دراسة حالة بنك التنمية المحلية

من اعداد الطالبة :

بلعماري اسماء

اعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا : استاد بوظراف جيلالي

مقررا: استاد بوشیخي بوحوص

مناقشا: استاد براهيمی عمر

السنة الجامعية: 2016/2015

.....الشكر

.....الإهداء

.....الفهرس

المقدمة العامة أ- و

1- الفصل الاول : التوريق كأداة مالية

7..... تمهيد

8..... المبحث الاول : ماهية التوريق

8..... المطلب الاول : مفهوم التوريق

13..... المطلب الثاني: نشأة و تطور نشاط التوريق

27..... المطلب الثالث : دوافع عملية التوريق

30..... المبحث الثاني : ميكانيزمات عملية التوريق

31..... المطلب الاول : اطراف الفاعلة في عملية التوريق

39..... المطلب الثاني : اجراءات عملية التوريق

45..... المطلب الثالث : اساليب عملية التوريق

49..... المبحث الثالث : منتجات عملية التوريق و طرق تقييمها

49..... المطلب الاول : منتجات عملية التوريق

59..... المطلب الثاني : طرق تقييم منتجات عملية التوريق

70..... خلاصة الفصل

2- الفصل الثاني : التوريق اداة لتسيير المخاطر و وسيلة لتمويل

- تمهيد:.....72
- المبحث الاول : التوريق كأداة لتسيير المخاطر73
- المطلب الاول : المخاطر عملية التوريق73
- المطلب الثاني : تقنيات تخفيض المخاطر المتعلقة بعملية التوريق78
- المطلب الثالث: فوائد التوريق80
- المبحث الثاني : دور التوريق و اثره على التمويل85
- المطلب الاول : التوريق في السوق الجزائري و اثره على التمويل85
- المطلب الثاني : دور التوريق في تفعيل جانب التمويل89
- المطلب الثالث: المزايا المتوقعة على التمويل91
- المبحث الثالث : التوريق كوسيلة لتمويل.....93
- المطلب الاول : تكلفة التمويل الكلاسيكي باصدار السندات في السوق93
- المطلب الثاني: هامش الحصاص المصدرة.....93
- المطلب الثالث : تكاليف عملية التوريق95
- خلاصة الفصل97

3- الفصل الثالث : تطبيق عملية التوريق في بنك التنمية المحلية

- تمهيد:.....98
- المبحث الأول : نشاط العقاري لبنك التنمية المحلية99
- المطلب الاول : دراسة نظرية لبنك التنمية المحلية99
- المطلب الثاني: تنظيم مديرية الرهن العقاري و القروض الخاصة.....103
- المطلب الثالث: نشاط بنك التنمية المحلية في السوق العقاري.....108

الفهرس

- 114.....المبحث الثاني : التمويل الرهنى فى الجزائر
- 115.....المطلب الاول : مراحل تطور سوق الرهن فى الجزائر
- 119.....المطلب الثاني : واقع سوق الرهونات العقارية
- 130.....المطلب الثالث : عملية اعادة الرهن العقارى فى ظل صدور قانون التوريق الجزائرى
- 133.....المبحث الثالث : التوريق محفظة القروض العقارية لبنك التنمية المحلية
- المطلب الاول : إعادة تمويل "ش.إ.ت.ر" لمحفظة القروض العقارية لبنك التنمية المحلية..
- 138.....المطلب الثاني : تركيب عملية التوريق
- 140.....المطلب الثالث : أثر تطبيق التوريق على بنك التنمية المحلية
- 143.....خلاصة الفصل

144.....خاتمة

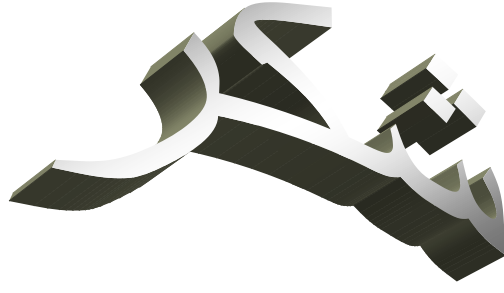
- 148.....قائمة المراجع
- قائمة الجداول
- قائمة الاشكال
- الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
	العمليات الأولى للتوريق في الولايات المتحدة الأمريكية حسب الوكالات الفدرالية الثلاثة خلال الفترة 1970-1990	جدول (1.1)
	سلم الترجيحات المطبقة على الأنواع الرئيسية للقروض	جدول (1.2)
	مقارنة معاملات ترجيحات المخاطر إقتراح لجنة بازل جوان 1999	جدول (2.2)
	القروض العقارية الممنوحة من طرف بنك التنمية المحلية.	جدول (3.1)
	التوزيع حسب النسب للقروض العقارية الممنوحة من طرف بنك التنمية المحلية	جدول (3.2)
	عمليات اعادة التمويل الرهني للفترة 2000-2006.	جدول (3.3)

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
	سوق التوريق بأوروبا لعام 2004	شكل (1.1)
	أدوار مختلف المشاركين في عملية التوريق	شكل (2.1)
	الأوراق المالية متعددة الفئات	شكل (3.1)
	رأس المال المتبقي من قروض الرهونات العقارية	شكل (4.1)
	تطور عمليات إعادة التمويل الرهني للفترة 2006-2000	شكل (1.3)
	عملية توريق القروض الرهنية الممنوحة من طرف بنك التنمية المحلية	شكل (2.3)



الحمد لله نحمده ونستعينه، فبفضل الله علي أكملت هذا العمل المتواضع وما
توفيقني إلا بالله.

أتقدم بجزيل الشكر إلي كل أفراد عائلتي صغيرا و كبيرا.

أشكر كل من ساهم من قريب أو من بعيد في انجاز هذا العمل المتواضع .

كما يشرفني أن أتقدم بالشكر الجزيل و التقدير الخالص إلى الأستاذ المشرف :

بوشیخي بوحوص على توجيهاته ونصائحه القيمة خلال إنجاز المذكرة .

و أتقدم بجزيل الشكر لأعضاء اللجنة على قبولهم لمناقشة المذكرة .

كما أشكر جميع موظفي بنك التنمية المحلية و مديرية الجهوية الاستغلال على

مساعدتهم لي .

أسماء

الهدايا

أهدي ثمرة هذا العمل إلى:

والدي الكريمين حفظهما الله لي ،

أختي الحبيبة أمل ،

وإلى جميع الأهل والأقارب،

وكل طلبة السنة الثانية ماستر تدقيق محاسبي و مراقبة التسيير دفعة 2016-

.2017

وكل من قدم لي يد المساعدة للانجاز هذا العمل.

أسماء

المخلص:

في إطار التحولات المالية المتميزة بتركيباتها المتمثلة في التحرر من القيود التشريعية والتنظيمية، اللاموساطة والعولمة المالية. ونتيجة للتسارع الكبير في تطور النشاط المصرفي، ظهرت هناك أدوات مالية جديدة من بينها التوريق الذي يعد واحدا من أهم الإبداعات المالية في التعاملات المصرفية.

ظهر التوريق كتقنية مالية في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات السبعينات، حيث اقتصر على العقارات، قروض السيارات وبطاقات الائتمان، ثم انتشر إلى بقية دول العالم في نهاية الثمانينات وبداية التسعينات، ليشمل في الوقت الحالي معظم التدفقات النقدية. في حين أن الجزائر اعتمدت هذه التقنية في قطاع العقارات، مع بداية سنة 2006.

تستعمل تقنية التوريق خاصة من طرف مؤسسات القرض كوسيلة مفضلة للتمويل وأداة للتسيير.

إن هدف هذه الدراسة هو التأكيد على أهمية نشاط التوريق في أداء العمل المصرفي، وذلك من خلال معالجته لمشكلة السيولة ومخاطر القروض لدى البنوك، وقد أنجزت في ثلاث فصول:

-في الفصل الأول عرضنا المفاهيم الأساسية لنشاط التوريق، وعوامل تطوره بالإضافة إلى الدوافع التي أدت بالمؤسسات المالية إلى اعتماده.

-وفي الفصل الثاني تناولنا دور التوريق كونه وسيلة للتمويل، وأداة لتسيير المخاطر

-أما الفصل الثالث فقد خصص للدراسة التطبيقية، وقد تناولنا فيه خصوصية توريق الرهونات العقارية في النظام المصرفي الجزائري، مع دراسة حالة بنك التنمية المحلية.

ومن خلال هذه الدراسة توصلنا كنتيجة إلى أن التوريق في الجزائر يشكل بالرغم من حداثة عهده، وسيلة لوقف الركود في قطاع العقارات، وتحسين سيولة القطاع المصرفي، وتفعيل النشاط والانتعاش في سوق رأس المال الذي يعاني من ركود.

الكلمات المفتاحية:

التوريق، التمويل، شركة التوريق، تسيير المخاطر، البنوك، الرهن العقاري.

Résumé :

Depuis les vingt dernières années, le système financier international a été marqué par une transformation exceptionnelle du fait de l'intensification de la concurrence et la globalisation financière qui se sont rendues possibles par le décloisonnement des marchés, la déréglementation des activités et la désintermédiation des financements.

Dans cet environnement instable et en constante évolution nous assistons à une véritable explosion de la sphère financière et à une floraison de nouvelles activités et de nouveaux instruments financiers dont la technique de titrisation.

Cette technique est vue comme un des instruments privilégiés à la fin des années 80. Après avoir bouleverser le paysage financier américain au début des années 70, pour faire face aux problèmes aigues de financement du secteur du logement. Ainsi ka titrisation a connu un essor important dans le monde entier au début des années 90. L'Algérie a adopté la technique de titrisation, dans le secteur de l'immobilier en 2006.

L'étude a été réalisée en trois chapitres :

- le premier chapitre expose les concepts de base de la titrisation, ainsi que son évolution dans le temps, et l'utilité de cette technique pour les établissements financiers.
- le second chapitre traite le rôle de la titrisation comme un mode de financement et un outil de gestion du risque
- le troisième chapitre présente l'étude pratique qui expose la spécificité de la titrisation dans le secteur des créances immobilières du système bancaire algérien, le cas de la BDL.

A partir de cette étude, nous avons conclu que la titrisation, quoi quelle soit encore embryonnaire, elle présente un outil efficace pour stopper la décroissance dans le secteur hypothécaire et dynamiser les marchés des capitaux.

Mots clés :

Titrisation, financement, société de titrisation, gestion du risque, banques, l'hypothécaire immobilier.

مقدمة عامة

إن التحول الكبير والتنوع الملحوظ في الخدمات المصرفية أو في نشاط البنوك بصفة عامة كان استجابة للتطورات الاقتصادية وتأثرا بالتغيرات الدولية المتمثلة في التقدم التكنولوجي وعولمة الأسواق المالية والتحرر من القيود التي تعوق الأنشطة المصرفية، والاتجاه إلى تطوير وإدارة مخاطر الإقراض في ظل المعايير الدولية لضبط الأداء المصرفي، والتي عرفت باسم مقررات لجنة بازل المعلنه لأول مرة عام 1988. وهذا ما جعل الكثير من المختصين يرون بأن المشكلة الحقيقية التي تواجه البنوك تكمن في كيفية إدارة ومواجهة التغير والنمو السريع في المجالات الاقتصادية والاجتماعية بنجاح، بالإضافة إلى التغير والتطور في سوق الصناعة المصرفية التي أصبحت تتصف بالمنافسة الشديدة.

إن التقدم السريع في التكنولوجيا، يترتب عليه تطورا مقابلا في الأساليب الفنية المطبقة في مجال الخدمات المصرفية، مما يؤدي إلى حفز الإبداع المالي من خلال تقديم وسائل وأدوات مالية جديدة. هذه الخدمات المصرفية لم تعد تقتصر فقط على العمليات التقليدية وما يرتبط بها من أنشطة مصرفية (مثل النشاطات الاستشارية، أعمال الوكالة، إدارة الاستثمار وخدمات القروض)، وإنما تنوعت وتعددت في الوقت الحالي سواء في الدول المتقدمة أو في كثير من الدول النامية لتشمل صناعة التامين، وتحويل أصول مالية غير سائلة إلى أدوات مالية تتداول في السوق المالي وهو ما يعرف بالتوريق الذي يعتبر من أبرز الظواهر المالية في السنوات الأخيرة.

إن أول الانطلاقة لعمليات التوريق كانت في بداية سنوات السبعينات بالولايات المتحدة الأمريكية، من أجل تمكين المصارف من التخلص من القروض السكنية غير السائلة، ثم سرعان ما طالت بطاقات الائتمان وقروض السيارات. وفي السنوات الأخيرة ومع نهاية الثمانيات عرفت هذه العملية تنوعا في أصولها المورقة، وتطورا في تقنياتها المستعملة. وهذا بعدما ازداد استخدام هذه الأداة المالية الحديثة في الأسواق العالمية،

وذلك نتيجة للتحويلات والمستجدات والتغيرات العالمية التي شهدتها الساحة الدولية في السنوات الأخيرة.

1- أهمية اختيار الموضوع:

تعتبر تقنية التوريق من أهم الإبداعات المالية التي أحدثت ثورة في أسواق المال لعالمية منذ السبعينات القرن الماضي وأتاحت للبنوك ومختلف المؤسسات المالية إمكانية جديدة لتوفير السيولة بتكاليف قليلة بالإضافة إلى تمكينها من تحويل كل جزء من المخاطر التي كانت تشغل كاهلها إلى أطراف أخرى كما أنها مكنتها من توسيع نشاطها في السوق المالي وتتبع الأدوات الاستثمارية المعروفة فيه

إضافة إلى أن تقنين عملية التوريق وإيجاد سوق لها يخدم القطاعات التي تحتاج إلى تحويل طويل الأجل، مثل الرهن العقاري ونميز من أنواع التمويل القائم على الأصول حيث يصبح منح التمويل من مؤسسة مالية بمثابة جسر للوصول إلى عملية التوريق وهذا يشجع مؤسسات التمويل على دخول في عمليات التمويل طويل الأجل.

ومن هنا فإن خلق هذه الأداة كان يهدف حماية البنوك والمؤسسات المالية وتنظيم نشاطها من المخاطر التي تتعرض لها بالإضافة إلى الحفاظ على استقرار الأسواق المالية وتسهيل التعاملات فيها.

2- مبررات أو أسباب اختيار الموضوع:

إن مبررات أو أسباب اختيارنا لهذا الموضوع متعددة من بينها على سبيل المثال

- الأهمية البالغة التي يكتسبها هذا الموضوع خاصة مع تزايد مشاكل التسيير المالي في البنوك

- الحادثة التي يتصف بها الموضوع

- تسليط الضوء على آليات التوريق وبالأخص توريق القروض العقارية
- محاولة الإسهام في سد جزء من الفراغ الموجود في المراجع حول هذا الموضوع.

3- إشكالية البحث:

ضمن مساعي الجزائر للتحول في اقتصاد السوق وتحديث نظامها المالي والمصرفي، بدأت السلطات المختصة في تشجيع المؤسسات المالية على اعتماد تقنيات جديدة تمكنها من تجاوز وظائفها التقليدية فاستعملت تقنية التوريق كأداة لوقف الركود في قطاع العقارات وزيادة سيولة القطاع المصرفي وتوفير تمويل طويل لأجل بتكلفة أقل وتحريك النشاط والانتعاش في سوق رأس المال الذي يعاني من ركود وإنشاء مؤسسات مالية جديدة متخصصة تفعل هذا السوق، إن عملية التوريق في الجزائر مرت بمرحلتين حيث كانت البداية بتمويل السوق الرهنى الجزائري بالقرض السند للشركة إعادة التمويل الرهنى سنة 2003 الذي يعد عملية توريق غير مقننة يليها في مرحلة ثانية إصدار قانون التوريق سنة 2006.

من أجل ما سبق ولإبراز إشكالية البحث يمكن طرح التساؤل التالي:

إلى أي مدى يمكن لتقنية التوريق أن تساهم في تقليل من مخاطر وزيادة في السيولة البنكية وقدرتها على تمويل؟

4- فرضيات البحث:

يقوم البحث على مجموعة من الفرضيات:

- التوريق يزيد من القدرات التمويلية للبنوك التجارية بمنحها موارد سائلة إضافية .
- التوريق يساهم في تقليل من حاجة البنوك الجزائرية للأموال الخاصة (رأس المال) .

- بيان دور التوريق في تسيير المخاطر و في تفعيل عملية التمويل .
- زيادة القدرة التنافسية وتنوع الأدوات المصرفية أمر ضروري من أجل معالجة ركود السوق الرأسمالية في الجزائر .
- تحقق تقنية التوريق للبنوك والمؤسسات المالية من خلال منتجاتها العديد من مزايا التي تزيد من أهميتها وتساعد انتشارها .

5-أهداف البحث:

- يعالج البحث موضوعات على جانب كبير من الأهمية منها
- 1-التعريف بتقنية التوريق ومختلف منتجاتها
 - 2-التأكيد على أهمية التوريق في أداء العمل المصرفي وفي معالجة مشكلة السيولة وتسجيل مخاطر القروض
 - 3-التأكيد على معالجة مشاكل السيولة وتغطية مخاطر التي تحدثها الأداة
 - 4-التأكيد على أهمية التمويل وعلاقته بعملية التوريق
 - 5-بيان الواقع الحالي للسوق الرهنى الجزائري وإظهار أهمية قانون توريق القروض الرهنية

6-منهجية البحث:

لتحقيق غاية هذا البحث، اعتمدا على المنهج التاريخي، المنهج الوصفي التحليلي. فالمنهج التاريخ يبين جذور وأصل هذه التقنية، وبالتالي أسباب ظهورها وتطورها. أما المنهج الوصفي التحليلي، فيهتم بتجميع البيانات والمعلومات عن التوريق وتنظيمها بشكل تسلسلي، والتعريف بكافة المفاهيم وتبيان كافة المزايا وتلخيص دور التوريق في معالجة

مشاكل السيولة وتغطية مخاطر القروض، مستخدمين في ذلك جداول بيانية ورسومات تخطيطية.

7- هيكلية البحث:

تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول يضم كل فصل حوالي 3 مباحث :

الفصل الأول: التوريق كأداة مالية

يعتبر هذا الفصل مدخل أساسي للموضوع يتضمن الإطار العام للتوريق الذي سنتناول فيه :

المبحث الأول: ماهية التوريق

المبحث الثاني: ميكانيزمات عملية التوريق

المبحث الثالث: منتجات عملية التوريق وطرق تقييمها

الفصل الثاني: التوريق كأداة لتسيير المخاطر ووسيلة لتمويله

سيخصص هذا الفصل مزايا التي توفرها تقنية التوريق بالنسبة لمؤسسات القرض وهذا في ثلاث مباحث

المبحث الأول: التوريق كأداة لتسيير المخاطر

المبحث الثاني: دور التوريق وأثره على التمويل

المبحث الثالث: التوريق كوسيلة للتمويل

الفصل الثالث: تطبيق عملية التوريق في بنك التنمية المحلية (BDL)



سنتناول في هذا الفصل إمكانية تكيف هذه التقنية مع محيطنا المالي والمصرفي
ومن أجل ذلك سنعرض في :

المبحث الأول: نشاط العقاري لبنك التنمية المحلية

المبحث الثاني: التحويل الرهني في الجزائر

المبحث الثالث: التوريق محفظة القروض العقارية لبنك التنمية المحلية.

الفصل الأول

التوريق كأداة مالية

تمهيد:

تعتبر تقنية أحد أهم النواتج الأساسية لمجموعة من التطورات المالية العالمية والتي يأتي مقدمتها التحرير المالي المتنامي ظاهرة ابتكار المالي إلى جانب التحويل الموازي في نمط التحويل على مستوى الدولي من صيغة القرض البنكي إلى أوراق مالية الأمر الذي يدفعنا إلى تسليط الضوء على تقنية التوريق بكل إبعادها التعريفية والتقنية.

وسنحاول في هذا الفصل التطرق إلى الأساسيات التي تقوم عليها فكرة التوريق، وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى 3 مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: ماهية التوريق

المبحث الثاني: ميكانيزمات عمليات التوريق

المبحث الثالث: منتجات عملة التوريق وطرق تقييمها

المبحث الأول: ماهية التوريق

أصبح اللجوء إلى التوريق ضرورة تتطلبها المتطورات على الساحة المصرفية المحلية والدولية ولذلك فإنه يحد من التقدم الدولي والمتوقع في الصنف الأول من حيث التقنيات المالية رفيعة المستوى الأمر الذي يتطلب تحديداً دقيقاً لهذه التقنية

المطلب الأول: مفهوم التوريق

هناك عدة مفاهيم لنشاط التسويق، ولإطاحة بمفهوم هذا النشاط نركز اهتمامنا على أهم التعاريف في هذا الموضوع والتي مست مختلف الأصول. تم التركيز على تعريف التوريق العقاري لما له من أهمية وخاصة في أقطارنا العربية كما سنذكر الأركان الأساسية لهذا النشاط مع استخلاص أهم النقاط المشتركة لهذه التعاريف

1-تعريف عامة لتوريق:

1-1-تعريف التوريق: (Securitization)، (Titrisation)

التوريق لغة إخراج الأوراق، اصطلاحاً هو تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى الأوراق المالية سائلة (أسهم وسندات) قابلة للتداول في الأسواق المال وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على سداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين¹

1-2-تعريف كذلك بأنها عملية التي من خلالها يقوم المصدر بإنشاء أداة مالية عن طريق الجمع بين الأصول المالية الأخرى، وبعد ذلك يقوم بتسويقها على مختلف

¹ - عبد علي أحمد الحجازي، توريق ومدى أهمية في ظل الرصيد العقاري، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر ، 2002، ص 10.

المستويات المستثمرين في شكل أوراق مالية كما أن هذه العملية يمكن ان تشمل أي نوع من الأصول المالية والتي تعزز السيولة في السوق¹.

1-3-تعريف:

يعتبر نشاط التوريق أحد الأنشطة المالية المستحدثة، التي يمكن عن طريقها لإحدى المؤسسات المالية المصرفية أو غير المصرفية أن تقوم بتحويل الحقوق المالية (غير القابلة للتداول والمضمونة بأصول) إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص (تسمى في هذه الحالة شركة التوريق) بهدف إصدار أوراق مالية جديدة، في مقابل أن تكون هذه الحقوق المالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية².

1-4-تعريف:

لظاهرة التسنيد (Securitization) معنيان:

الأول: المعنى الضيق: تعبر ظاهرة التسنيد عن عملية تحويل الأصول المصرفية التقليدية، ولاسيما قروض الرهونات إلى أوراق مالية بشكل سندات مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية.

الثاني: المعنى الواسع: تشير هذه الظاهرة إلى تلك العملية التي تتضمن تحويل الأصول كافة إلى سندات، لذا تعني ظاهرة التسنيد التحويل إلى سندات.

¹ -[http:// www.investopedio.com/kerms/s/securitization.asp](http://www.investopedio.com/kerms/s/securitization.asp).

² - محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة المالية، بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، ص 315، الاسكندرية، 2002.

وفي كلا المعنيين، تمثل هذه الظاهرة أبرز المستجدات التي تضمنتها أدوات السوق المالية لغرض توفير السيولة والتمويل، وذلك يتم من خلال ابتكار أصول مالية جديدة قابلة للتداول مستندة إلى أصول أخرى".¹

2- تعريف التوريق العقاري وأهميته:

يعد التوريق العقاري أحد أهم الأساليب المستخدمة في الأسواق العالمية، كوسيلة لتوفير السيولة اللازمة لمؤسسات التمويل العقاري، عن طريق تحويل القروض العقارية إلى سندات تصدرها شركات متخصصة في التوريق. حيث تقوم هذه الشركات بشراء أصل القرض العقاري من الجهة الممولة (والذي يبلغ نسبة معينة من إجمالي المديونية المتمثلة في أصل الدين بالإضافة إلى أعباء أخرى مثل الفوائد والعمولات).

على أن تقوم بإصدار سندات طويلة الأجل تتراوح مدتها ما بين 15-30 عاما وتبلغ قيمتها نسبة معينة من أصل قيمة هذه العقارات وذلك بعد أن يتم إجراء ما يعرف بالتصنيف الائتماني²، وتطرح هذه السندات في سوق رأس المال للبيع للمستثمرين. وتكون هذه السندات، مضمونة بصفة أساسية بمحفظه الحقوق المالية المحولة لشركة التوريق وما يلحق بها من ضمانات. وغالبا ما يكون الإصدار بعائد ثابت يحصل عليه المستثمر حامل السند من شركة التوريق، ولهذا يجب مراعاة أن تتوافق تواريخ استحقاق السندات

¹ - عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية- اسبابه وانعكاسه على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، ص 217-218، بغداد، 2002.

² - التصنيف الائتماني، تقوم به مؤسسة مستقلة مسؤولة عن تتبع وتوفير معلومات عن مخاطر الائتمان الخاصة بالمستثمرين أو تصنيف محفظة م الرهون العقارية، (سيأتي الحديث عن هذه المؤسسة بشكل أوسع في المبحث الثاني من هذا الفصل، عند التطرق إلى أطراف عملية التوريق).

وعوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط القروض وفوائدها من قبل المدين الأصلي، وبذلك يتم خلق ما يسمى بالسوق الثانوي للرهن العقاري".¹

بمعنى آخر، فإن عملية التوريق يتم بمقتضاها تحويل القروض العقارية (وهي أصول غير سائلة)، إلى أوراق مالية قابلة للتداول (أي أصول سائلة)، وبالتالي تمكن البنوك أو شركات الإقراض العقاري من استرداد أموالها نتيجة لبيع هذه الأوراق بالبورصة، بحيث يتم استخدامها في منح قروض جديدة.

أما عن الجهات التي تستثمر أموالها في هذه السندات، فيأتي في مقدمتها صناديق التأمينات والمعاشات وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والبنوك كذلك المؤسسات المالية الاستثمارية فضلا عن الأفراد المستثمرين الذين يبحثون عن عوائد ثابتة.

وعليه نستنتج أن لعملية التوريق أركان أساسية²

3- الأركان الأساسية للتوريق في:

- 1- وجود علاقة مديونية قائمة بين بنك مقرض ومدين مقترض،
- 2- رغبة البنك (المقرض) في التخلص من القروض الموجودة تحت يده وتحويلها إلى جهة أخرى،
- 3- قيام الجهة المحال إليها القرض بإصدار سندات جديدة قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية،
- 4- استناد الأوراق المالية الجديدة إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة،

¹ - إدارة البحوث الاقتصادية ببنك الاسكندرية: "التوريق العقاري كأحد آليات تفعيل قانون التميز العقاري، النشرة الاقتصادية، ص 90-91 الاسكندرية، 2003.

² - مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب، ص 239-245، القاهرة 2001

5- أن يوجد مستثمر لديه الرغبة في شراء السندات التي تصدرها المؤسسة المتخصصة، ويقوم بتحصيل العائد الذي تدره هذه السندات في مواعيد استحقاق هذه العوائد.

ونستخلص مما سبق ذكره النقاط الآتية:

1- غالبا ما يسمى هذا النشاط (أو العملية) بالتوريق أو التسديد، كما يسمى في بعض الأحيان بالأوراق المالية المخلفة¹، وباللغة الانجليزية يدعى Securitization كما يدعى باللغة الفرنسية بـ titrisation،

2- التوريق أداة مالية مستحدثة

3- من خلال عملية التوريق، تبدو القروض المصرفية وكأنها قروض مؤقتة (أي تنتقل القروض عبرها من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية)،

4- مصطلح التوريق في أبسط صورته، يعني الحصول على الأموال بالاستناد إلى القروض المصرفية القائمة (أي أن القروض فيها تحول إلى أوراق مالية قابلة للتداول بضمان الأصول)،

5- التوريق هو تحويل الموجودات المالية من المقرض الأصلي إلى الآخرين،

6- تتم هذه العملية عن طريق الشركات المالية أو الشركات ذات الأغراض الخاصة أو المصارف المتمرسنة في هذا المجال،

7- فكرة التوريق تتمثل في توسيع سوق رأس المال وزيادة كفاءته

8- التوريق يوفر السيولة النقدية للبنك ويقلل من المخاطر الائتمانية

¹ - أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، ص 176، قسنطينة، 2002-2003

يتضح مما تقدم بأن التوريق عبارة عن هندسة مالية¹، يتم من خلالها تحويل الموجودات المالية من المقرض الأصلي إلى آخرين، عن طريق الشركات المالية أو الشركات ذات الأغراض الخاصة أو المصاريف المتمرسنة في هذا العمل. وهذا توفير للسيولة وتقليل المخاطر الائتمانية.

وقد حصلت أول عملية توريق في الولايات المتحدة الأمريكية في مطلع السبعينات حيث تم توريق عدد من القروض السكنية.

المطلب الثاني: تاريخ نشاط التوريق:

بالتطرق لحالة الولايات الأمريكية أول بلد ظهر به التوريق، سنتعرض للحلقة التي ربطت بين قروض الرهن العقاري، وبين توريق تلك القروض (يقصد بذلك دور المؤسسات الحكومية في دعم السوق الثانوي لتلك القروض). وسنحاول معرفة كيف استطاعت هذه التقنية المالية الجديدة التطور، وكيف عرفت في الأخير هذا النوع من النجاح.

إن نشأة وتطور نشاط التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية مرتبط ارتباطاً وثيقاً بوضعية النظام البنكي وبالتحديد بضعف سوق الرهن العقاري.

1- أزمة نظام تمويل الإسكان بالولايات المتحدة الأمريكية:

في بداية الأمر، كان ظهور التوريق بالولايات المتحدة الأمريكية بهدف إخراج نظام تمويل الإسكان من الأزمة الذي كان يتخبط فيها.

¹ - الهندسة المالية، هي تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلافة ومبدعة للمشكلات المالية التي تواجه منشآت الأعمال.

ففي بداية سنوات 1960، أسس هذا النظام نشاطه على تحويل الادخار القصير إلى تمويل طويل الأجل، مرتكزا أساسا على صناديق الادخار، لكن سرعان ما أظهر هذا النظام محدوديته أمام تقلبات اللاوساطة المالية وعالمية رؤوس الأموال في إطار التصاعد المتزايد لأسعار الفائدة.

من خلال هذه الأزمة ويتضح لنا السبب الرئيس لظهور وتطور توريق الحقوق الخاصة بالرهونات العقارية.

أ- تمويل الإسكان:

النظام البنكي الأمريكي لتمويل الإسكان أو بالأحرى أنظمة التمويل، وضع بالتحديد في سنوات 1930 في نفس الوقت والمبادئ العامة للنظام البنكي

إن انشغال سلطات ذلك الوقت والتي تأثرت تأثرا عميقا بالأزمة الاقتصادية الكبرى التي شهدها العالم سنة 1929 كان موجها أساسا لضمان توازن مالي للنظام بمنح حماية كاملة للمدخرين وقد نتج عن ذلك تنظيم ثنائي يقسم النشاط البنكي إلى قطاعين محددين¹، من جهة قطاع البنوك التجارية التقليدية ومن جهة أخرى قطاع خاص بصناديق الادخار، حيث يتطلب النشاط الأولي فيها جذب ادخار الخواص وحمايته من خطر الإعسار

وبعد خمسين سنة من العمل، اعتبر هذا النظام أحد الأسباب الرئيسية للأزمة العميقة التي مست قطاع صناديق الادخار منذ بداية سنوات 1980.

¹ -MICHELE Ceresoli, Michel Guillaud, titrisation gestion financière de la banque eska, p47. Toulouse ,décembre 1992.

إن الحماية الزائدة التي استفاد منها قطاع صناديق الادخار، كانت دون شك مصدر لسوء تسييره وإفلاسه، فصناديق الادخار آنذاك استمدت قوتها من الضمانات غير المشروطة التي منحها لها الدولة، والذي انجر عنها ما يأتي:

-سوء تقدير المخاطر

-عدم كفاية التوزيع الجغرافي للمخاطر

-نسبة فائدة مرتفعة للمدخرين

بالإضافة إلى ذلك، نشير إلى أن نظام التأمين على المدخرات بالولايات المتحدة الأمريكية الذي ساهم بشكل كبير في خلق تلك الوضعية لم يكن يرتبط بنوعية الأدوات المؤمنة، فالقسط المدفوع غير ملائم مع الخطر المالي التي تتحمله فعلا المنشأة.

إن مثل هذا الميكانيزم ساهم بطريقة ضمنية في تمويل المؤسسات الأقل كفاءة

ب-سوق الرهن العقاري:

استمر نظام توزيع تمويل الرهن العقاري الذي وضع بعد أزمة 1929 لأكثر من 60 سنة قبل أن يتم إصلاحه في عام 1989 وتاريخيا تعتبر صناديق الادخار الأمريكية مفتاح هذا النظام، فهي مسنودة من طرف نظام إعادة التمويل على النطاق الوطني، هذا النظام مبدئيا مكون من شركات التأمين على الحياة، وفيما بعد توسع إلى ممثلين آخرين ليشمل البنوك العقارية، الشركات الفيدرالية وصناديق الادخار ذات الحجم الوطني.

ب-1- مؤسسات الادخار الأمريكية:

بعد أن عرفت مؤسسات الادخار الأمريكية فترة ازدهار ليس لها مثيلاً، وجدت نفسها تواجه أزمة خطيرة، صعب الخروج منها رغم التدابير الاستعجالية المتخذة من طرف الحكومة.

تاريخياً نلاحظ ثلاثة أصناف من مؤسسات الادخار بالولايات المتحدة الأمريكية.

جمعيات القارض والادخار (Savings and Loans associations): تكونت هذه المؤسسات في القرن التاسع عشر من جمعية المزارعين، الحرفيين والتجار، وقد تخصصت في تقديم خدمات مالية للخواص وخاصة قروض الرهن العقاري، عن طريق جمع المدخرات وتمويل اقتناء السكنات. ارتكز نشاطها على تمويل قروض ذات معدلات فائدة ثابتة ولأجل طويلة انطلاقاً من مدخرات قصيرة الأجل، وبالتالي كانت جد حساسة للتغيرات التي تطرأ على أسعار الفائدة.

كانت هذه المؤسسة منظمة من 12 مكتب جهوي، وتمول أعضائها في شكل قروض مضمونة برهونات عقارية. نشاطها جد مهم، في عام 1988 وصلت مجمل ميزانيتها إلى 175 مليار دولار¹

وفي الأصل، كانت مدخرات جمعيات الإقراض والادخار مضمونة من طرف شركة حكومية هي "الشركة الفيدرالية للتأمين على المدخرات والقروض" "Savings and Loans Insurance Corporation Federal" (FSLIC) والموازية للشركة الفيدرالية للتأمين على الإيداعات "Federal deposit insurance corporation" (FDIC) بالنسبة للبنوك التجارية.

¹ - إدارة البحوث الاقتصادية ببنك الاسكندرية: "التوريق العقاري كأحد آليات تفعيل قانون التميزل العقاري، النشرة الاقتصادية، ص 90-91 الاسكندرية، 2003.

بنوك الادخار (Savings Banks): تشكل الصنف الثاني لمؤسسات الادخار، في الغالب تمتلك هذه المؤسسات نظام تضامني وهي ملك لعملائها مثل بقية البنوك التجارية الأمريكية فهي موضوعة تحت سلطة الشركة الفيدرالية للتأمين على الإيداعات.

اتحادات الإقراض (Crédit Unions) : هذه المؤسسات متعددة بالولايات المتحدة الأمريكية، عملاؤها مشكلين أساسا من الإجراء لنفس الشركة. وهي مضمونة من طرف الإدارة الوطنية لاتحاد الإقراض " National Crédit union administration " حيث ثقلها الاقتصادي يبقى جد ضعيف¹

البنوك التجارية التقليدية: تاريخيا لعبت البنوك التجارية التقليدية دورا جد محدود في تمويل الخواص، يتكون عملاؤها في الأساس من المؤسسات، ومع هذا نجدها قد مركزت نشاطها حول تقديم خدمات للإدارة وخاصة في تمويل العقار.

ب-2- أزمة مؤسسات الادخار الأمريكية:

تدرجيا، ومع تطور المحيط الاقتصادي العالمي وتحت تأثير التغيرات الوطنية للتقنين، عرف قطاع مؤسسات الادخار الأمريكية تحولا عميقا إلى غاية سنوات 1960، وعرفت معه البنوك المملوكة لمودعيها (Thrifths)² فترة ازدهار لم يسبق لها مثيل. في إطار استقرار أسعار الفائدة تحول الموارد قصيرة الأجل المتولدة عن المدخرات وحسابات الادخار للعملاء، إلى استثمارات طويلة الأجل مثل التمويل العقاري الذي كان يمثل نشاط أكيد ومريح، زيادة على ذلك استفادت البنوك المملوكة لمودعيها، لمدة طويلة من نفاذ التقنين الملائم، ففي أغلب الأحيان كانت منظمة على شكل مؤسسات تعاونية، معفاة

¹ -Michéle Ceresoli, Michel Guillaud, titrisation, gestion financière de la banque, op, cit, p49.

² - كلمة أمريكية تعني في نفس الوقت "savings and loans" و "savings banks"

من الضرائب ويفضل نظام التقنين "Q"¹ لم تكن لتنافس من طرف البنوك التجارية مما سمح لها جنب المدخرين بكل سهولة بمنح معدلات من 50 إلى 100 نقطة كأساس² أعلى من النسب الممنوحة من طرف البنوك التجارية.

هذه الوضعية لم تدم طويلا، فسرعان ما انقلبت الظروف مع حلول سنوات 1970. فقد دفع ارتفاع معدلات الفائدة بالمؤسسات المتخصصة وبنوك الاستثمارات، للاقتراح على المدخرين توظيفات يكون فيها المردود أعلى من التعويضات على الودائع الممنوحة من طرف صناديق الادخار. تسببت هذه الظاهرة في هروب المودعين نحو توظيفات أخرى، مما نتج عنه حرمان مؤسسات الادخار من حصة معتبرة من مصادرها.

بالإضافة إلى ذلك ألغى التقنين البنكي الأمريكي تدريجيا الامتيازات التي سبق أن منحها لصناديق الادخار. ففي عام 1980 تم إلغاء العمل بقانون "q" ونتيجة لذلك وجدت البنوك المملوكة لمودعيها نفسها في وضعية منافسة كبيرة من طرف البنوك التجارية التقليدية. من 1982 إلى غاية 1988، مرت البنوك المملوكة لمودعيها بأزمات جد صعبة فبينما أصولها لم تتوقف عن الارتفاع (مرورا من 880 مليار دولار في 1982 إلى 1500 مليار دولار في 1988) نجد أن خسائرها تراكمت لتصل إلى 80 مليار دولار، وفي نفس السنة، أكثر من 500 مؤسسة ادخار ثم إشهارها تقنيا معسرة³

¹ - التقنين "Q" يهدف إلى تسقيف معدلات الفائدة المطبقة من طرف البنوك على الودائع حتى: 6.25% على الودائع من 30 إلى 59 يوم و 7.5% على الودائع لأكثر من سنة.

² - نقطة أساس، مصطلح يستخدم لوصف الفروق في عادات السندات، حيث تمثل نقطة أساس واحد مائة من النقطة المئوية، مثال ، إذا كانت حصيلية السند (س) تمثل 11.50% والسن (ص) 11.75% فيصبح الفرق بينهما 25 نقطة أساس.

³ - Michèle Ceresoli, Michel Guillaud, titrisation, gestion financière de la banque, op, cit, p49.

إن أزمة بهذا الحجم لا يمكن تفسيرها إلا بأخطاء خطيرة في التسيير معفاة من كل عقوبة في إطار الحماية الزائدة من طرف السلطات. بالإضافة إلى كل ذلك، تلقت شركات الادخار ضربة قاسية أخرى نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة من سنة 1979 إلى 1983 والتي سببت لها خسائر جد معتبرة.

لقد حاولت الحكومة الأمريكية إيجاد حلول لهذه الأزمة، وذلك من خلال السماح للبنوك المملوكة لمودعيها بالتنوع خارج قطاع تمويل السكنات، فمرسوم " Garn St Germain" لعام 1982 سمح للبنوك المملوكة لمودعيها باقتحام ميدان تمويل الاستهلاك، وخاصة تمويل المشاريع العقارية ذات الصبغة المهنية، هذا التنوع في النشاط لم يزد الوضع إلا خطورة.

2- السوق الثانوي لقروض الرهن العقاري:

كان تمويل الإسكان بالولايات المتحدة الأمريكية مضمونا من طرف مجموع مؤسسات الادخار والتي في الغالب تمنح لعملائها قروضا على الرهن العقاري بمعدل ثابت¹ ولمدة طويلة الأجل تتراوح من 15 إلى 30 سنة، فمردودية هذه الأنشطة تركز على الفارق بين معدلات الإيداع ومعدلات القروض.

لقد عمل هذا النظام لأكثر من 50 سنة بحيث سمح لعدد كبير من الأسر الأمريكية بالحصول على ملكية مساكنها. في حين شعرت السلطات بضرورة إيجاد

¹ - على الرغم من أن معدلات الفائدة الثابت هو الاتجاه الشائع، إلا أن اتجاها جديدا في الظهور هو القروض العقارية التي تحمل سعر فائدة متغير يرتبط في حركته بسعر فائدة على أصل مالي مرجعي variable-rate Mortgages كما ظهرت كذلك القروض العقارية البالونية bassoon mortgages وفي هذا النوع من القروض تكون الدفعة الأخيرة قد تستحق بعد ثلاثة إلى سبع سنوات من نشأة القرض الأكبر من الدفعات الشهرية العادية. للمزيد أنظر (منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الهندسة المالية باستعمال التوريق والمشتقات، الجزء الأول التوريق ، منشأة المعارف، ص 413، الاسكندرية ، 2003).

وبسرعة نظام إعادة تمويل، لامتصاص الصدمات التي يمكن أن تصيب سوق الرهن العقاري. وحتى قبل استعمال التوريق، جعلت شركات التأمين وبنوك الرهونات (Mortgages Bankers) من إعادة تمويل الرهن نشاطها الرئيسي.

أ- دور شركات التأمين على الحياة: (compagnes d'assurance-vie)

يوجد بالولايات المتحدة الأمريكية عدد وافر من الشركات الخاصة، شركات التأمين على الرهونات (Mortgages Insurance Compagnes) أو (Mic's) وظيفتها ضمان خطر الإعسار بالنسبة للمدينين، تخصصت شركات التأمين هذه والتي يعود أصلها إلى ما قبل بداية أزمة 1929، خاصة في تأمين قروض الرهونات العقارية، ميدانيا تجلّى دورها في اقتسام خطر الإعسار مع المؤسسة المقرضة التي تؤمنها، وهكذا تنشئ حساب احتياطي لتغطية التعويضات الواجب تسديدها في حالة أزمة اقتصادية كبيرة.

عموما يستفيد المؤمن من حماية كاملة تغطي 20% أو 25% من الخسائر الأولية للقروض على الرهن العقاري إلى جانب شركات التأمين على الرهونات، نجد شركات تأمين عمومية والمعروف منها خاصة ادارة الاسكان الفيدرالي " Association Federal Housing " (FHA) وكذا ادارة خدمة قدماء المحاربين " Veterans Administration " (VA) يقتصر دور هذه الشركات العمومية على منح التأمين وتعيين معايير لقروض الرهن العقاري حتى تجعلها قابلة للتفاوض بكل سهولة ومع مرور الوقت هاتان الشركتان العموميتان تفوقتا في نشاطهما، فأصبحتا تهددان تواجد شركات التأمين على الرهونات في الساحة.

ب- دور بنوك الرهونات العقارية: (mortgages bankers)

تقوم بنوك الرهونات العقارية بدو الإنتاج، التسيير الإداري وإعادة بيع للمستثمرين قروض الرهونات العقارية ذات طابع السكني والتجاري تتحصل هذه البنوك على مداخيلها أساسا من العمولات التي تقبضها مقابل أنشطتها التمويلية للإدارة ونقل القروض، لقد كانت هذه المؤسسات هي الأصل في ظهور ونشأة سوق جد نشط فيما يخص سندات الرهونات العقارية، والذي للأسف رغم وجود مجموعة قوانين حكومية بقي سوق غير منظم (informel) وجد جزاء ولم يبلغ التطور الفيدرالي¹.

وفي النهاية لقد كان سوق الرهن العقاري الأمريكية مجزأ إلى حد كبير ظهور التوريق.

3- ظهور نشاط التوريق في بداية سنوات 1970:

من خلال مضمون أزمة سوق الرهونات العقارية، وفي إطار محيط قانوني حر، تمكن التوريق من التطور. خلافا لما يمكن أن يعتقد، لم تحقق هذه التقنية المالية النجاح مباشرة، إذ بعد مشوار طويل من الرهانات التي كانت في نفس الوقت اقتصادية، محاسبية وضريبية، تمكن التوريق من احتلال أهمية حقيقية في النظام المالي الأمريكي.

ظهر التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية في فترة، حيث كان السكن فيها يشكل الأولوية بالنسبة للحكومة. لقد وضعت السلطات نظام ضمان حكومي واسع أين توجد به ثلاث وكالات فيدرالية، يتمثل دورها في تطوير السوق الثانوي لقروض الرهونات العقارية، وذلك بحماية المستثمرين من خطر الإعسار.

أ- مؤسسة الرهن الوطنية الفيدرالية: (Fannie Mae)

¹ –Michèle ceresoli, Michel Guillaud, titrisation, gestion financière de la banque, op, cit, p52.

أنشئت " فاني مي " في عام 1938 وهي شركة رؤوس أموال (يتوزع رأس مالها بين الجمهور) لكانت تحت سلطة حكومية، أهم عمل لها هو تنظيم وتنسيق سوق الرهن العقاري، تحتفظ (فاني مي) بعشر الرهونات العقارية تقريبا، وتحتوي سجلاتها (دفاتها) في كل لحظة على ما يقرب 100 مليار دولار من الرهونات العقارية¹. فهي تتعاقد مع كيانات مختلفة (البنوك المملوكة لعملائها وبنوك الرهن العقاري)، على شراء قروض للسكنات الشخصية أو لمجمعات سكنية. حيث أن هذا التعاقد قد يكون إلزامي أو اختياري ففي العقد الإلزامي أو اختياري، ففي العقد الإلزامي تلتزم المؤسسة بشراء قدر معين من قروض الإسكان من الجهة المنشئة بسعر وتوقيت محددين كما تلتزم الجهة المنشئة لتلك القروض ببيعها للمؤسسة، كل ذلك مقابل رسوم التزام تدفعها الجهة المنشئة للمؤسسة، أما النظام الاختياري، فلا يخرج عن كونه صورة من عقود الاختيار، ففي ظل هذا النظام يكون من حق الجهة المنشئة للقروض الامتناع عن بيع القروض للمؤسسة، في مقابل رسوم تدفعها مقدما كئمن لهذا الاختيار وهي رسوم غير قابلة للرد وليست لها علاقة بقيمة القروض² وللقيام بذلك يجب أن تتوفر للمؤسسة إمكانيات، إما إن تحصل على قروضها مقابل سيولة، وإما تبادلها مقابل سندات للرهونات العقارية. فالحالة الأخيرة هذه تمثل عملية توريق حقيقية، لأنه يمكن لمنشئ القروض والذي يحصل على سندات الرهونات العقارية أن يعيد التنازل عنها في السوق الثانوي.

ب- الشركة الفيدرالية لقروض الاسكان العقاري: (Freddie Mac):

¹ –Michèle ceresoli, Michel Guillaud, titrisation, gestion financière de la banque, op, cit, p52.

² – عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات وثائق الاستثمار، الخيارات، دار الجامعة الجديدة للنشر، ص 415، الاسكندرية.2003.

هي وكالة فيدرالية تمتلكها البنوك المملوكة لمودعيها، تم انشاء (فريدي مك) في عام 170، من طرف الحكومة الأمريكية يشابه عملها إلى حد كبير (فاني مي)، فهي تعيد شراء قروض الرهونات العقارية المتأتية من البنوك المملوكة لمودعيها، تعيد هذه الشركة تمويل نفسها إما بصادات لسندات تقليدية غير المضمونة من طرف الحكومة، وإما بإصدار سندات للرهنات العقارية مسماة "شهادات المساهمة".

ج-مؤسسة الرهن الوطنية الحكومية: (Ginnie Mae):

انحدرت "جيني مي" من تفرق "فاني مي" في عام 1968 وخلافا لهذه الأخيرة، فهي ملك للدولة. تضمن "جيني مي" أساسا قروض العائلات ذات الدخل الضعيف، فعند عجز مالك العقار عن تسديد فوائد قرضه، تتدخل الحكومة بدفع الفارق إلى المقرض. ويستفيد كل مقرض تتوفر فيه معايير وشروط إدارة الإسكان الفيدرالي، وإدارة خدمة قداماء المحاربين (وهو حالة 15% من الأمريكيين الذين يشترون سكن)، من ضمان "جيني مي"، أما الموارد المالية اللازمة لقيام المؤسسة بهذه المهام، فمصدرها وزارة الخزانة، وأيضا من خلال الافتراض بإصدار سندات¹

إن أول عملية للتوريق² كانت في عام 1970، من طرف "جيني مي" وبعدها مباشرة "فريدي مك" في عام 1971، وهو ما يوضحه الجدول التالي:

¹ - منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الهندسة المالية باستعمال التوريق والمشتقات، الجزء الأول، التوريق، مرجع سابق ذكره، ص 417.

² - تمثل هذه الاصدارات من الأوراق المالية فئة "pass-through" والتي سناتي على شرحها في المبحث الثالث من هذا الفصل.

جدول (1.1): العمليات الأولى للتوريق في الولايات المتحدة الأمريكية حسب الوكالات الفيدرالية الثلاثة خلال الفترة 1970-1990.

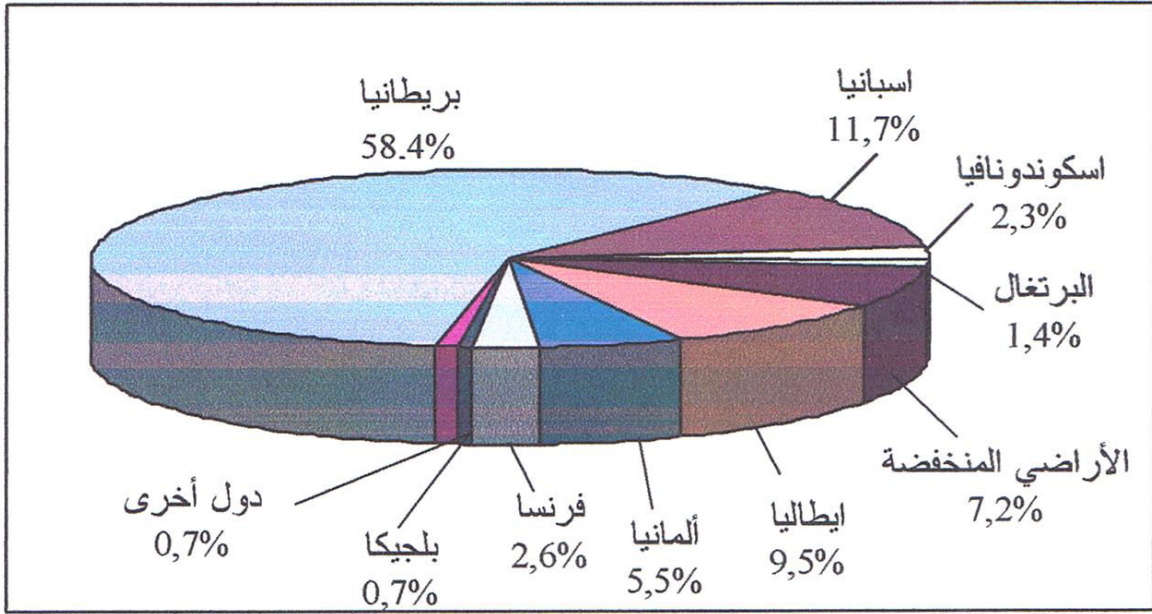
السنوات	جيني مي	فاني مي	فريدي مك
1970	0.45	-	-
1971	2.70	-	0.06
1972	2.66	-	0.49
1973	2.95	-	0.32
1974	4.55	-	-
1975	7.45	-	0.95
1976	13.76	-	1.36
1977	17.43	-	4.66
1978	15.35	-	6.41
1979	24.94	-	4.55
1980	20.65	-	2.53
1981	14.26	0.72	3.53
1982	16.01	13.97	24.17
1983	50.50	13.34	16.69
1984	27.86	13.55	18.68
1985	45.88	23.63	37.95
1986	101.43	60.57	100.20
1987	94.93	63.23	75.02
1988	55.25	54.88	39.78
1989	57.19	69.76	73.52
1990	64.65	96.69	73.81

Source : A Frachot, ch gourieroux : titrisation et remboursements anticipés, economica, p 16, paris 1995

تجدر الإشارة إلى أن الحماية التي قدمتها هذه المؤسسات، تعتبر نقطة التحول التي مهدت الطريق لظهور نشاط التوريق، وذلك بإمكانية تحويل القروض الرهن العقاري إلى أوراق مالية تتسم بدرجة عالية من السيولة تجعل سوق تداولها نشط، وتبدأ خطوات التحول هذه بقيام الجهة المقدمة لتلك القروض ببناء محفظة منها، ثم اصدار سندات في مقابلها بقيمة أسمية صغيرة تجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين مقارنة بالقروض التي تتسم بضخامة كل منها. ولتوفير المزيد من الأمان للمستثمرين في تلك السندات، يتم رهن محفظة القروض محل التوريق كضمان تلك الأوراق.

ولقد تطور التوريق بشكل جيد معتبر، فأصبح يمثل في الوقت الراهن احدى المكونات الرئيسية للنظام المالي الأمريكي، وقد تكلب الأمر أكثر من 15 سنة قبل أن تنتقل هذه التقنية إلى بقية دول العالم. المطلعون الأوائل، المملكة المتحدة عام 1987 ثم كندا وأستراليا وعن طريق الروابط المفضلة مع الولايات المتحدة، استطاعت هذه الدول الاستفادة من المهارة الأمريكية وفي سنوات التسعينات تمت الموافقة على عدد من القوانين الخاصة بالتوريق في عدد من بلدان أوربا، وبالتحديد في فرنسا وبلجيكا عام 1991، اسبانيا عام 1993 ايطاليا عام 1999، البرتغال عام 1999، واليونان عام 2003، وهو ما يبينه الشكل الموالي:

الشكل (1-1): سوق التوريق بأوروبا عام 2004



Source : N.Esnault : la titrisation un outil de gestion des risques bancaires, p20, cours en ligne, sciences-pro.fr/2004-2005/risques-bancaires/doc2.pdf

ولم يقتصر استعمال هذه التقنية الجديدة على هذه الدول فقط، بل حتى بعض الدول النامية والعربية¹ خاضت هذه التجربة. وبهذا بلغ التوريق تطورا عالميا واحتل الصف الأول في مجال التقنيات المالية ذات المستوى العالي.

وقد اقتصر عمليات التوريق في بداية الأمر ولغاية عام 1990، على العقارات المرهونة وقروض السيارات والبطاقات الائتمانية، ثم توسعت بعدها لتشمل معظم التدفقات النقدية. إن التوريق مقابل قروض السيارات ارتفع من 900 مليون دولار عام 1985 إلى 10 ملايين دولار في العام التالي مباشرة،

¹ - راجع التجربة المصرية، المغربية والأردنية الخاصة بالتوريق

وفي عام 1989 بلغ توريق المبالغ المستحقة نتيجة استخدام بطاقات الائتمان 30 مليون دولار، وأن سوق توريق القروض غير العقارية أصبحت تزيد عن 100 مليون دولار¹

المطلب الثالث: دوافع عمليات التوريق:

تلجأ البنوك في الأسواق الكفأة والنشطة لتوريق بعض موجداتها لأسباب تتعلق بالحصول على تمويل أقل كلفة، أو لتحسين نسب كفاية رأس لأمال، أو لتقليص القروض المستحقة ذات النوعية المتدنية، أو لهذه الأسباب مجتمعة معا.

والتوريق في هذه الحالة يعد بديلا مناسباً للبنك، حيث يسمح بتدوير جزء من الأصول السائلة الناجمة عن توريق أصوله غير السائلة، الضامنة لديون لدى الغير.

دون أن يحتم ذلك زيادة في الجزء المخصص للمخاطر في ميزانيته، أي دون الحاجة لمخصصات مناظرة في الميزانية.

إلى جانب هذا، أو بالتوازي معه، ثمة مجموعة من المنافع الاقتصادية، يوفرها التوريق بالنسبة للمصارف والمؤسسات المالية، حسب ما جاء عن الدكتور سعيد عبد الخالق² سنذكر أهمها في نقاط.

¹ - مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار الفغريب، ص 239، القاهرة، 21.

² - سعيد عبد الخالق، توريق الحقوق المالية، www.tashreaat.com جانفي 2006.

1-أهمية التوريق بالنسبة للدول النامية:

المؤسسات المالية في الدول النامية، تعاني من عدم القدرة على الاقتراض الطويل الأجل من الأسواق المالية العالمية، نظرا للتصنيف السيادي المتدني للدولة التي تنتمي إليها، وبالتالي لتصنيفها هي وقد عمدت بعض المؤسسات المالية إلى توريق بعض موجوداتها كوسيلة لتحسين تصنيفها الائتماني، وفصله عن التصنيف السيادي للدولة. وقد أتاح هذا النوع من العمليات تأمين قروض سكنية لذوي الدخل المحدود في غياب قدرة الدولة على التمويل، وأحجام المؤسسات المالية في ظل مخاطر مرتفعة لهذا النوع من القروض. 28.

وبالرغم من مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية وخلق فرص عمل، إلا أنها لا تزال تعاني من امتناع المصارف التجارية عن اقراضها جراء المخاطر الكبيرة المحيطة بها. نتيجة لذلك، ومن أجل دفع هذه المصاريف نحو تمويل المؤسسات الصغيرة وتخفيض كلفة الاقتراض قامت بعض الدول بإنشاء مؤسسة تعني بضمان القروض الصغيرة، ما ساهم في إطلاق عمليات توريق واسعة النطاق وفي قيام المصاريف التجارية بتمويل المؤسسات الصغيرة بعد تدني مخاطر الإقراض المحيطة بها.

أما بعض الدول النامية وفي ظل ارتفاع مديونيتها العامة وافتقارها لمصادر تمويل من الأسواق العالمية، فقد عمدت إلى توريق إيراداتها الخارجية حيث تم إيداع هذه التدفقات النقدية في حسابات ترأست في الخارج. مما أدى إلى إزالة مخاطر التخلف عن الإيفاء بالدين، وتحسين التصنيف الائتماني المرتبط بهذه العمليات.

بالرغم من المنافع العديدة التي يحققها نشاط التوريق، إلا أنه لا يخلو من بعض

المخاطر

فقد تؤدي عملية التوريق إلى تقليص أهمية البنك في عملية الوساطة المالية، مما ينتج عنه تقليص نسبة الأصول والخصوم المالية التي تمتلكها البنوك، وقد يصعب ذلك من تنفيذ السياسة النقدية في البلدان التي تعمل فيها البنوك المركزية من خلال متطلبات متغيرة للحد الأدنى للاحتياطي كما أن تقلص أهمية البنوك قد يضعف العلاقة بين المقرضين والمقترضين خاصة في البلدان التي تكون فيها البنوك متسيدة على الاقتصاد.

وبالرغم من أنه قد تكون للتوريق ميزة التمكين من أن يتم الإقراض رغم قيود قاعدة رأس المال للنظام المصرفي فإن العملية قد تؤدي إلى انخفاض في جملة رأس المال الموظف في النظام المصرفي وبالتالي زيادة الهشاشة المالية للنظام المالي بأكمله على المستويين الوطني والعالمي.

من خلال ما تم عرضه تبين لنا أن موضوع توريق القروض المصرفية أصبح أمرا لا يمكن للمؤسسة الاستغناء عنه، نظرا للدور المميز والفعال الذي يلعبه في تحريك السوق المالي وحتى تتضح الرؤية أكثر عن هذا النوع من العمليات. سنتطرق لمختلف الخطوات التي تسمح بتحقيق التوريق بدءا بأهم الفاعلين في العملية ومرورا بالأساليب القانونية للتوريق ثم انتهاء بإصدار السندات والضمانات الخاصة بها، وهو ما سنحاول إبرازه في المبحث الموالي الذي خصصناه لميكانيزمات عمليات التوريق

المبحث الثاني: ميكانيزمات عمليات التوريق

ترتكز عملية التوريق في الأساس على وجود متنازل يرغب في التنازل عن جزء من أصوله نظير حوافز مختلفة، لإعادة التمويل، لتسيير المخاطر أو أي انشغال لتغيير بنية الميزانية، وبمشاركة أطراف مختلفة في إنجاز هذه العملية، تتفق المؤسسة المتنازلة مع الشركة المصدرة للأوراق المالية على القيام بعملية التوريق، وذلك من خلال إصدار الحصص التي يتم طرحها في السوق لأجل الاكتتاب فيها. في حين، وبحسب الأهداف والنتائج المتوقعة من طرف البنك المتنازل (المنشئ) يمكن التمييز بين التوريق الدفاعي والتوريق الهجومي.

في هذا المبحث، سنتناول مختلف العناصر المتدخلة في عملية التوريق، مع مخطط توضيحي يبين أدوار مختلف المشاركين في العملية، وكذا التعرف على الطبيعة القانونية لتوريق (أو أساليب التوريق) مع الإشارة إلى مراحل هيكلية وإصدار السندات، وانتهاء بالضمانات الخاصة بها.

التوريق الدفاعي: وهو نوع من التوريق، يستعمل من طرف مؤسسة قرض عندما تكون في خطر¹ هذا النوع من التوريق عادة ما يتطلب استعمال أسلوب إعادة تمويل أكثر تكليفاً من بقية الأساليب التقليدية الأخرى، بهدف تجاوز التطور غير الملائم لمحيط البنك. يمكن الإشارة إلى ثلاثة عوامل متسببة في استعماله:

-انخفاض التقييم في أسواق رأس المال

-إعادة الهيكلة لمحفظه الأصول

¹-التوريق الدفاعي يكون بهدف معالجة اعسارات كبيرة معتبرة.

-تحسين نسب الملاءة

التوريق الهجومي: يهدف إلى تحسين وتغطية جانب الخطر للمؤسسة المتنازلة ورفع مردودية أموالها المملوكة. الوصول إلى هذا الهدف هو من الاهتمامات الأولى في منطق الأنجلوسكسوني (anglo-saxonne) وهذا ليس هو الحال في فرنسا.

هناك تمييز آخر للتوريق يمكن العمل به بدلالة تحويل المخاطر ويتمثل في التوريق داخل الميزانية، والتوريق خارج الميزانية.

التوريق داخل الميزانية: يتمثل بالنسبة للبنك مثلا في إسناد قروض بقيت ضمن أصوله، إلى إصدارات لأوراق مالية (في جانب الخصوم)، مخاطر التعاقد ومخاطر السوق تبقى على عاتق المؤسسة المنشئة للقرض، يعني البنك المنشئ لكن يشترط في نوع الإسناد (الضمان)، المحتفظ به أن يبقى في أعلى مستوى يمكنه من تغطية مخاطر معدلات الفائدة.

التوريق خارج الميزانية: يترجم بتحويل الأصول المورقة إلى جهاز أنشئ خصيصا لهذا الغرض، ضامنا لأخطار التعاقد ومستفيدا من تدفقات الدفع الناشئة من الأصول المورقة. هذا النوع من التوريق غالبا ما يكون في الدول الأنجلوسكسونية. (مع الإشارة إلى أن هذا النوع من التوريق هو الذي سيؤخذ بعين الاعتبار في رسالتنا هذه).

المطلب الأول: الأطراف الفاعلة في عملية التوريق:

قد يحتاج البنك إلى مصدر نقدي لتلبية احتياجاته المالية، ويعتبر التوريق من أسهل الوسائل للحصول على التمويل بالمقارنة مع الاقتراض أو زيادة رأس المال، اللذان يعتبران مصدران ذا تكلفة باهظة، إضافة إلى تأثيرها على الموقف المالي للشركة، عكس التوريق الذي يضيف الدخل الناتج عن بيع الأصل، إلى جزء الأصول في ميزانية الشركة مع حذف الأصول المباعة (خارج الميزانية)،

ولتبيان عملية التوريق لابد من دراسة الأطراف الفاعلة وتبيان العلاقة الموجودة فيما بينها.

1-الأطراف الفاعلة الداخلية:

تعتبر الأطراف الفاعلة الداخلية، عن مجموع المتدخلين الذين لهم تأثير مباشر على عملية التوريق، ويمكن إحصاء مختلف هؤلاء المتدخلين حسب الأولوية عند تركيب هذه العملية فيما يلي:

أ-المتنازل (le Cédant):

على العموم يأخذ شكل مؤسسة قرض، وهو ليس حصرا على البنوك التجارية فقط. ففي معظم الدول تضع سلطات الرقابة قائمة لأنواع المؤسسات المخول لها ممارسة هذه العمليات، يقوم المتنازل بتحويل الديون الناتجة عن إقراض العملاء إلى مجموعات متجانسة (والمضمونة بأصول ملموسة) لإحدى المنشآت ذات الأغراض الخاصة والتي تقوم بتوريقها¹، فقد يكون الغرض من هذا التنازل هو مواجهة التعثر المالي، إعادة الهيكلة أو للوفاء بديون حل تاريخ استحقاقها.

ب-المنظم (أو المهيي): (L'arrangeur)

هو هيكل (أو جهاز) مكون من أخصائيين في الهندسة المالية، يلعب دور الوسيط بين المؤسسة المتنازلة وشركة التوريق. بمعنى آخر هو عبارة عن بنك أعمال (بنك استثمار) يهتم بإغراء المتنازلين، ويتصور بنية عملية التوريق ككل حتى تكون أهداف

¹-محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق ذكره، ص

المتنازل محققة، وعوائد حاملو الحصص أكيدة بالمقدار الكافي من أجل أن يلقي التوريق طلب فعلي¹ (حقيقي)

ج- شركة التسيير : (La Société de gestion)

هي مؤسسة تجارية، تتفرع عن شركة التوريق وتسييرها. فهي تمثل مصالح ملاك الحصص تقوم بمراقبة وتنفيذ عمليات التنازل عن القروض، تسيير ممتلكات الخزينة لشركة التوريق، تتأكد من حسن إتباع الإجراءات الخاصة للحصول على التصنيف الملائم، كما تزود سلطات الرقابة بالمعلومات المطلوبة.²

شركة التوريق (المصدر):

هي شركة ذات غرض خاص³ Special Purpose Vehicul (SPV)، دورها يتمثل في توريق القروض المحولة إليها، والمضمونة بأصول. أي تقوم بإصدار أوراق مالية تكون مضمونة بحصيلة هذه الحقوق المالية والأصول الضامنة لها. يمكن للشركة ذات الغرض الخاص، أن تكون تابعة أو شقيقة للشركة المنشئة لهذه القروض. أي بمعنى آخر، إذا لم تكن مثل هذه الشركات المتخصصة متاحة، فإن البنك ينشئ هذه الشركات خصيصا لتوريق قروضه، وتعتبر تابعة له ولكن لها ميزانية مستقلة ولها ذمة مالية مستقلة⁴

¹ -Francois Leroux, la titrisation, cetai.hec/leroux/note20%pedagogique20%mic16.pdf,p5,08/2000.

² -Ibid, p5

³ -شركة ذات غرض خاص (spv): يطلق عليها هذا الاسم لأنها أنشئت خصيصا لأجل تأدية غرض توريق الذمم المدينة (أو الديون) للمؤسسات المصرفية المتنازلة.

⁴ -مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، مرجع سبق ذكره، ص 243.

فحوى عملية التوريق أن تقوم الشركة بتجميع الأصول ذات الطبيعة المتشابهة، لممول واحد أو لممولين مختلفين¹ في محفظة واحدة، وتوريقها مع بعضها البعض. فبعد الانتهاء من عملية التوريق، وبيع هذه الأوراق المالية في صورة طرح خاص إلى المستثمرين (البنوك، شركات التأمين، مؤسسات التأمين والمعاشات) أو في صورة طرح عام، وفور تحصيل هذه الأموال يتم سدادها إلى المتنازل.

د-المودع: (Le dépositaire)

مؤسسة قرض تراقب العمليات التي تقوم بها شركة التسيير

هـ-مؤسسات تعزيز الائتمان: (Les Sociétés des Rechaussement de) (Crédit

لدعم الجدارة الائتمانية لنشاط التوريق، ويهدف الحصول على تصنيف مناسب، يمكن اللجوء إلى أحد أو بعض وسائل الدعم المتمثلة في خطاب ضمان مصرفي و أو بوليصة تأمين من شركة تأمين²

و-شركة خدمة الدين: (L'agent payeur)

دورها في الأساس هو دور تنفيذي هذه الشركة مكلفة بالاهتمام بالتسديدات المقررة لملاك الحصص، حيث تقوم باستلام المتحصلات من المدينين وتسليمها لشركة التوريق

¹-يحدث هذا عندما لا يكون لدى الممول الواحد منهم الكافية من الأصول لاصدار مجموعة من الأوراق المالية.

²-سنعود إلى هذه النقطة في الفصل الثاني، عند تناولنا للتقنيات الخارجية لتخفيض المخاطر المتعلقة بالتوريق

لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها. في أغلب الأحيان تكون المؤسسة المتنازلة هي نفسها الجهة المسؤولة عن خدمة الدين.¹

2- الأطراف الفاعلة الخارجية:

للأطراف الفاعلة الخارجية دور بالغ الأهمية، من حيث تقييمها لنوعية الحصص المصدرة، أو من حيث مراقبتها لعملية التوريق، وبهذا فهي تتمثل في نوعين رئيسيين:

أ- وكالات التصنيف الائتماني:

تلعب وكالات التصنيف الائتماني دورا لا مناص منه، بتصنيف نوعية الحصص المعروضة للتداول لصالح المستثمرين، فسوق التوريق يعتمد على قدرة وكالات التقييم على منح قيمة مالية لعملية التوريق، وعلى الثقة الموضوعية من طرف المستثمرين في هذه الوكالات.

يرتكز التصنيف الائتماني على تقدير الخطر المرتبط بالقروض، ومدى ما تتمتع به من ضمانات. فالتحليل المجري يتم تركيبه إلى قيمة تعكس قدرة المصدر للسند على الوفاء بالتزاماته (دفع الفوائد ورد قيمة أصل القرض) في نهاية فترة الاستحقاق. ولا يعتبر التقييم ضمانا في أي حال من الأحوال، بل هو أحد المؤشرات الإرشادية العديدة التي يستخدمها المستثمرون لتحديد المخاطر النسبية لمختلف الإصدارات من السندات، ومن ثم العائد الذي يطلبونه. ولأهمية هذا التقييم (والذي قد يتراوح إلى 12 شهرا من التحضير والإعداد) لجميع الأطراف كان لابد من الشفافية والدقة في هذه العملية، التي لا تقتصر فقد على فحص السندات المصدرة، وإنما تمتد لتشمل تقييم الجدارة الائتمانية لكل من

¹-محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص

البنك المتنازل وشركة التوريق. وحسب الخبراء¹ فإن الوسيلة الوحيدة لتوريق القروض، ألا تقل درجة التقييم عن AAA أو AA ففي حالة محفظة قروض الرهونات العقارية مثلا، تقوم هذه الوكالات بتفحص نوعية المحفظة (أصناف العملاء، العائد، المنطقة الجغرافية، نسبة القروض/المبلغ المقترض..الخ).

يوجد نوعان من التصنيف، محلي ودولي لا يمكن المقارنة بينهما. على الصعيد الداخلي، أي إصدار من السندات يحصل على تصنيف محلي، يتم مقارنته مع السندات المماثلة في نفس البلد. أما السندات المتداولة في الأسواق العالمية، فتحصل على تصنيف دولي يمكن مقارنته بمثيله من الإصدارات حول العالم، وعلى نفس المنوال يتم تصنيف السندات السيادية التي تصدرها حكومات الدول المختلفة.

تعتبر Moody's، Standard & Poor's و IBCA أهم الوكالات المؤهلة لتقييم شركات التوريق²، التي تمتلك سلاسل خاصة بها للتقييم، وكلها تحمل خاصية تمييز السندات من خلال مدتها.

فمثلا³، Moody's. تقيم السندات حسب سلم AAA، AA، A-، BAA، BA، B-، CAA، CA، C. إذا تعلق الأمر بسندات طويلة الأجل، وبـ Prime-1، Prime-2،

¹ -محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 246.

² -IBCA: inter banking credit analysis notation groupe والتي أصبحت فيما بعد Fitch IBCA

-موديز: تحمل اسم مؤسسها جون مودي "john moody"

-ستاندراد أند بورز: تحمل اسم مؤسسها هانري بور "henry poor"

³ -Theirry Granier, Corynne jaffeux : la titrasation aspect juridique et financier, economica, pp147-148, paris, 2004.

3-Prime بالنسبة للسندات قصيرة الأجل. بالإضافة إلى ذلك، فالرموز "+" أو "-" يمكن لها أن توضع كإشارات للتقييم،

أم التقييم IBCA للسندات طويلة الأجل، فهو حسب السلم التالي: AAA، AA، BB، BBB A-، B-، CC، CCC، c، D، بينما تقيم السندات قصيرة الأجل كالتالي: En1، En2، En3، En4.

وفي الأخير Standard & Poor's، فتقييمها يكون من AAA إلى D بالنسبة للسندات طويلة الأجل، وكما هو الحال بالنسبة لموديز ممكن إرفاق التقييمات بإشارات.

ب-سلطات الرقابة أو الوصاية:

دورها يختلف من بلد لآخر، لكنها متواجدة دائما لأجل مراقبة وترخيص مثل هذا النوع من العمليات.

3-مخطط عملية التوريق:

يلخص مخطط عملية التوريق، الأدوار سابقة الذكر لمختلف المتدخلين في هذه العملية. فالشكل (1.2) الموالي، يبين أنه يمكن لبعضهم لعب عدة أدوار ومثال ذلك، قروض يتم بيعها لشركة التوريق من طرف المتنازل الذي يستمر مع ذلك في تأمين التسيير لصالح هذه الأخيرة بعمولة.

المطلب الثاني : إجراءات عملية التوريق

تتمثل أهمية إجراءات توريق القروض فيما يلي:¹

عند زيادة البنك لرأس ماله لغرض أو لآخر أو حين يحتاج السيولة نقدية فإنه لن يكون لديه إلا طريق من ثلاثة: فأما يطرح أسهما لزيادة رأس المال للاكتتاب العام. أو يلجأ الاقتراض من البنك أو البنوك أخرى، أو أخيرا يطرح سندات مديونية للاكتتاب العام. وهو ما يعد قرضا جماعيا مقابل فائدة ثابتة ولأجل طويل وهو ما يفضله حملة الأسهم بالبنك محلية إدخال مساهمين جدد يقاسمونهم الأرباح عند ولوج الطريق الأول، أو بالتعرض لضغط فائدة بنكية مرتفعة أو أجال قصيرة لسداد أجل مبلغ القرض المصرفي في الحالة الثانية.

في حالة إصدار سندات المديونية فإن البنك قد يمنح حق الدائنين حق امتياز أو اختصاص أو رهن على بعض ممتلكاته وفي كل الأحوال فإن الدائنين سيحولون بالدرجة الأولى في شأن الوفاء بديونهم على البنك ، فإذا ما تعرض للاضطراب يحل بمركزه المالي أو يضطره للإفلاس، فإن الوفاء بصيغة السندات يصبح معرضا لخطر العجز عن القضاء أو هي الأقل العطاء المستأجر الآجال غير معلومة أو منضبطة.

أسلوب التمويل المنظم يفيد جميع الأطراف ويتم ذلك بفضل مصدر الوفاء بقيمة فوائد سندات الديون والأصل مبلغ القرض عن البنك نفسه ولكن يتار تساؤل حول كيفية إجابة السؤال السابق تتلخص في بيع البنك بعض الأموال المضمونة بسعر منخفض لمنشأة متخصصة² غالبا ما تكون في صورة بنك متخصص في ذلك النشاط يطلق

¹-د/حسين فتحي عثمان، التوريق المصرفي للديون الممارسة والايطار القانوني، الدليل الالكتروني للقانون العربي، ص5، الموقع الالكتروني: <http://www.arablawnfo.com/research-search-search-asp?validité> : article &achile id :80.com

²-مفهوم التخصص، هنا يعني أن يكون غرض هذه المنشأة فقط هو الأصول من المصرف الراتب في توريق ديون

عليها وسيلة ذات غرض خاص (Special Purpose Vehicle (SPV) من المستبعد تعرضها للإفلاس من خلال دعما ائتمانيا فتدخل الأصول في الذمة المالية للبنك المتخصص وتتعد عن مخاطر إفلاس البنك الراغب في التوريق.

هذه الأصول تكون في معظم الأحيان سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك الذي يكون دائما بها لمجموعة من المدنيين الذين يكونون غالبا مقترضين وتجسد هذه السندات مديونياتهم للبنك فتنتقل الأصول (سندات المديونية) بضماناتها للمنشأة المتخصصة (SPV) .

- تصدر المنشأة ذات القرض الخاص أوراق مالية تكون غالبا سندات بعلاوة اصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق (LBO overag buyout) وذلك للحصول على سيولة نقدية يمكنها تراد سندات المديونية ولذلك يطلق على تلك المنشأة أحيانا "اسم المصدر" وغالبا ما تلجأ ال (spv) للقروض المصرفية البسيطة تحويل شراء السندات مع مراعاة أن تكون موعيد وفاء المدنيين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة القرض المصرفي .

- المستثمر الذي يشتري الأوراق المالية المصدرة من المنشأة ذات غرض الخاص يكون شاغله الاساسي ما تدره هذه الأوراق من فوائد، دون أن يعني من خلال سندات مديونياته ويطلق عليه اصطلاح البادئ للتوريق the originator

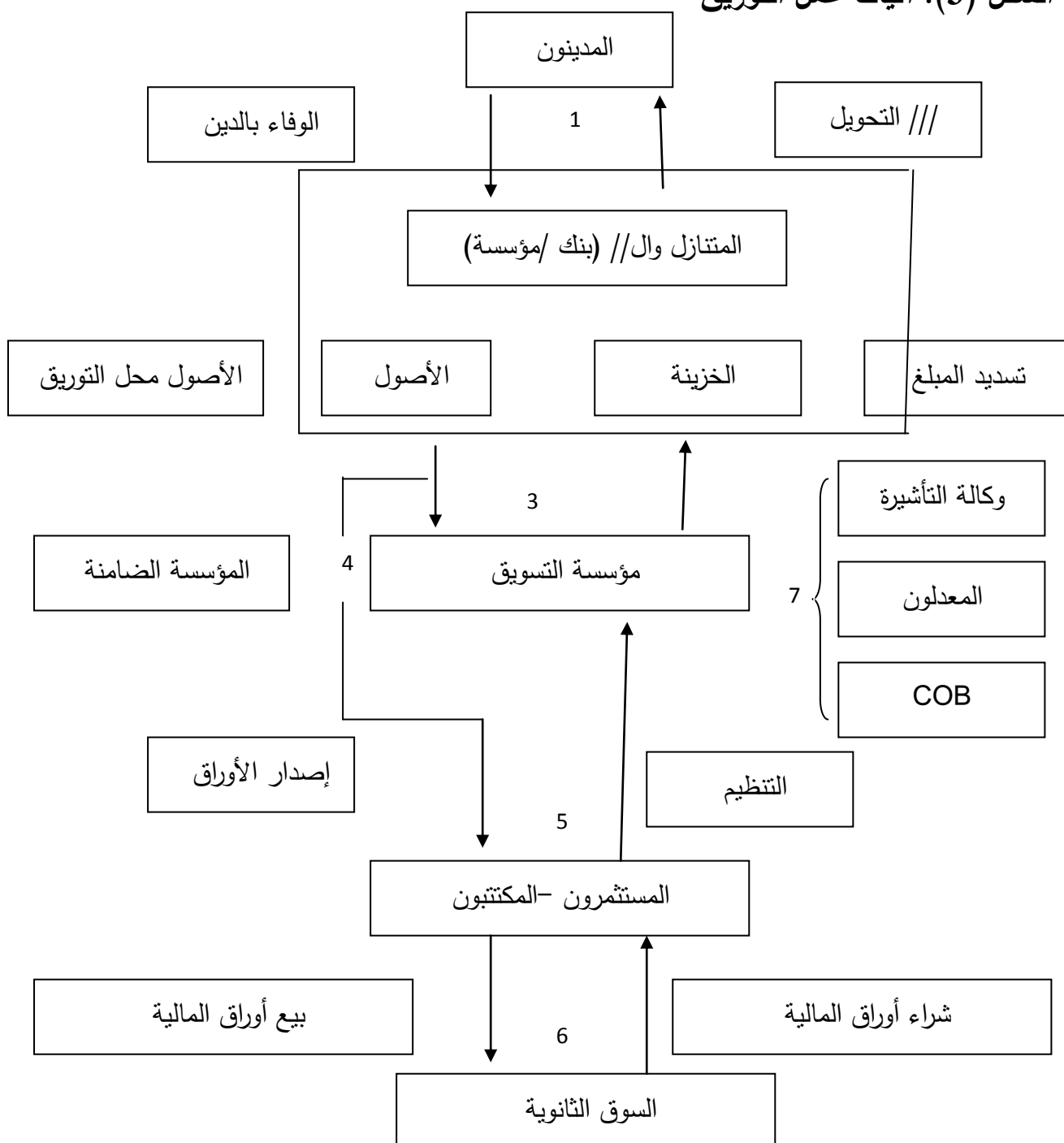
وبين هذه السندات ذاتها يمكن بسرعة وقبل حلول تاريخ استحقاق مديونياته لدى المدنيين الأصليين (المقترضين غالبا) زيادة قدرته التمويلية بكلفة منخفضة عن طريق ما تصدره المنشأة المتخصصة من الأوراق المالية أكثر مما لو كان البنك هو الذي أصدر هذه

الأوراق المالية وتحمل مصاريف اصدارها وما يرتبط ذلك الاصدار من عمليات الترويچ والدعاية والاكتتاب...الخ

يتعين على البنك المبادئ للتوريق و المنشأ المتخصصة ضرورة الاتفاق بشكل بالغ الأهمية ومحدد على التوفيق ما بين تواريخ استحقاق المتحصلات النقدية من المدنيين وتواريخ استحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم.

يجب أن يحرص أطراف صفة التوريق ما بين قيم الفوائد المقررة على ديونهم الأصلية وقيم الفوائد على الأوراق المالية الموجودة بحوزة المستثمرين والشكل الموالي يوضح آليات عمل التوريق:

الشكل (3): آليات عمل التوريق



بيانات الشكل:

- 1- للبنك أو المؤسسة المتنازلة دين على مدين ما الذي يجب على هذا الأخير ان يوفي به ، و الذي يمنح له اشعار بتحويله .
- 2- يملك البنك أو المؤسسة المتنازلة الأصول محل التوريق التي هي جزء من الديون اتجاه المدنيين.
- 3- تحويل الأصول واسترجاع قيمة الديون المباعة.
- 4- الضمان برفع وتبعية الأوراق المالية.
- 5- اصدار الأوراق المالية من طرف مؤسسة التوريق.
- 6- بيع وشراء الأوراق المالية في السوق الثانوية من طرف المكتتبين.
- 7- تعديل تسعيرة موافقة لجنة عمليات، تدوين المعلومات .

مما سبق ذكره، يمكن القول بأن الطبيعة التعاقدية للعلاقات بين مختلف المتدخلين ليست دائما سهلة المنال بالنسبة للملاحظ الخارجي. فالتركيب التقني للتوريق يعد عملية معقدة وجد متأثرة بالنص القانوني، والتنظيمي للباد الذي تتم فيه. ومن بين الأسئلة التي تطرح، ندون التالي:

1- كيف تم عملية التوريق؟

2- ما هي طبيعة عقد التنازل بين البنك والمنتازل وشركة التوريق؟

في بداية الأمر، نشير إلى أنه يتم ربط القروض الأصلية بالأوراق المالية مباشرة من خلال تجميع تلك القروض في شكل محفظة، ثم إصدار أوراق مالية مقابل تلك المحفظة مضمونة (بضمانات المتعلقة بالأصول). وعليه فإن عملية التوريق تتم من

خلال تجميع حزمة من القروض المتمثلة أو المتشابهة ذات التدفقات النقدية المستمرة في المستقبل، والمضمونة بأصول مجددة وإصدار أوراق مالية مضمونة بتلك الأصول. أي مثلا قيام بعض البنوك أو شركات الإقراض العقاري ببيع مجمع من قروض الرهونات العقارية لشركة توريق، والتي تقوم بطرح أوراق مالية مقابل ما لديها من مجموعة القروض المدرة للدخل، كالقروض بضمان رهونات (العقارات - الآلات -..... إلخ). وعند قيام المقترضين بسداد هذه القروض مع فوائدها فإن حاملي هذه الأوراق المالية يستفيدون بهذه التدفقات النقدية.

وعلى ذلك، فإن التوريق يعني تكوين مجتمعات متجانسة "Pools" من القروض العقارية ثم إعادة تحويلها إلى المستثمرين عن طريق إصدار أوراق مالية، عادة ما تكون في شكل سندات ذات عائد دوري ثابت. ويحصل المستثمر حامل السند على الفوائد الدورية بالإضافة إلى أصل مبلغ السند. ولهذا يجب مراعاة أن تتوافق تواريخ استحقاق السندات وعوائدها، مع تواريخ استحقاق أقساط القروض وفوائدها. وهكذا يتم خلق ما يسمى بالسوق الثانوي للرهن العقاري أو سوق السندات، الذي يمكن أن يمثل جانب الطلب فيه صناديق التأمين والمعاشات، وصناديق الاستثمار، وبالمؤسسات المالية والاستثمارية، وشركات التأمين والأفراد المستثمرين في شراء السندات، والذين يبحثون عن فوائد ثابتة. وهكذا تتمكن البنوك أو شركات الإقراض العقاري من الاستفادة من الأموال الناتجة عن بيع الأوراق المالية بالبورصة، حيث يتم إعادة توظيفها بمنح قروض جديدة أو توظيفها أخرى مشابهة.

أما الإجابة على السؤال الثاني فيكون من خلال تناولنا للأساليب القانونية التوريق.

المطلب الثالث: أساليب عملية التوريق:

تقوم صفقات التوريق بالضرورة على جوانب قانونية تؤخذ بعين الاعتبار لضمان انجاز الصفقة بالشكل الصحيح، إذ يتعين التعرف على الأساليب القانونية التوريق التي تبنتها الممارسة لكافة حقوق جميع أطراف عملية التوريق. ويتم تحويل الموجودات المالية بوحدة من الطرق الثلاثة وهي: استبدال الدين، التنازل أو المشاركة الجزئية.

1- استبدال الدين¹ (التجديد):

ويمثل أحد أهم الأساليب لانقضاء الحق في الجانب البنك، ونشوء حق جديد للمصدر. إن مثل هذا الأسلوب يسمح بتحقيق عملية التوريق من خلال استبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، غير أنه يقتضي الحصول على موافقة مسبقة لجميع الأطراف ذات الصلة بالقروض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية.

2- التنازل:

التنازل عن الصول أو الموجودات لمصلحة الدائنين أو المقرضين، هو الطريقة الشائعة في التوريق الذم عن بيع الصول أو إيجارها، ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره، إما بتحويلها إلى مستثمري الذم المدنية (الديون)، أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق، وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين².

¹ - سعيد عبد الخالق، توريق الحقوق المالية، مرجع سبق ذكره،

² - ادارة البحوث والدراسات والنشر، التسديد، الدراسات المالية والمصرفية، ص 26-32، مجلة فصلية، المجلد الثاني، العدد الثاني، 1994.

وعملية التنازل هذه، التي لا يعرف القانون الفرنسي لها بديلا تتم من خلال اتفاق بين البنك البادئ للتوريق وشركة التوريق، ملحق به جدول (أو قائمة Bordereau) تتضمن مايلي¹:

- 1- عقد أو صك الحوالة.
 - 2- عبارة يفاد منها خضوع الحوالة لأحكام قانون 23 ديسمبر سنة 1988
 - 3- تعيين المحال إليه
 - 4- تعيين وتفريد القروض (الديون) المحالة
 - 5- التفاصيل الخاصة بالمدينين
 - 6- إجمالي مبلغ القروض وتواريخ استحقاقها النهائي
 - 7- الأساليب المقبولة للوفاء بالديون
 - 8- عبارة تفيد أن الحوالة تلزم المحيل بأن يقوم بناء على طلب من المحال إليه بأي عمل ضرورة للمحافظة على ضمانات القروض (الصول).
- ومن الأهمية أن يعلم المدين بهذا التنازل، لأنه لو لم يعلم فسوف يستمر في الوفاء للبنك البادئ للتوريق، ولن يكون من الممكن إلزامه مرة أخرى في حالة عدم وفاء الأخير بالمبلغ الموفى به لشركة التوريق نتيجة غش أو خطأ غير مقصود.

3- المشاركة الجزئية (أو الفرعية) :

هو ثالث الأساليب المعروفة لنقل الأصول من البنك البادئ للتوريق للمصدر وربما الأكثر شهرة كمصطلح مصرفي، وإن لم يكن له مدلول قانوني إلا في القانون الانجليزي

¹ – Christian le Hir : le fonds commun créances- la titrisation loi du 23 décembre 1998, la revue banque éditeur p 87, paris, 1994.

والأمريكي¹. وهذا الأسلوب يستخدم لوصف ترتيب تمويلي يتم ما بين البنك البادئ للتوريق، وبنك آخر يطلق عليه اسم البنك المشارك² أو البنك القائد.

يتضمن هذا الأسلوب بيع الذم المدينة (أو الديون) من قبل الدائن الأصلي إلى البنك المشارك، ولا يتحمل بائع الذم بعدها أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد، لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الانتمائية ويجري عموماً إشعار المقترض (المدين) بأن حسابه قد تم بيعه إلى البنك، وعليه التسديد للآخرين. وهناك طرق عديدة لحماية مشتري الديون، منها حصوله على ضمانات عقارية أو حقوق إدارة الدين كوصي عليه (Trustee) .

بعد أن تتم عملية تحويل ملكية الأصول إلى شركة التوريق، تقوم هذه الأخير في مرحلة لاحقة بإصدار الحصص ، حيث تلتزم خلالها بالحصول على موافقة سلطات الرقابة أو الوصاية على إصدار أوراق مالية (سندات)، كما تلتزم بإيداع المستندات الخاصة بالحقوق التي تم تحويلها والضمانات المرتبطة بها لدى أمين حفظ مرخص له بذلك.

وتتولى شركة التصنيف الائتماني إجراء عملية تقييم للسند المورق، والتي تعتمد على عدد من المتغيرات من أبرزها³:

1- جودة محفظة القروض، التي تتوقف بدورها على ما إذا كانت القروض التي تحتويها مضمونة كلياً أو جزئياً من مؤسسات حكومية أو خاصة، كما تتوقف كذلك على نسبة تغطية السندات أي قيمة المصدرة إلى قيمة محفظة القروض،

¹ - حسين فتحي عثمان: التوريق المصرفي الممارسة والاطار القانوني، www.arablawnfo.com أوت 2006.

² -البنك المشارك أو البنك القائد: هو بنك متخصص بشراء الذم وتمويلها.

³ -منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الهندسة المالية باستعمال التوريق والمشتقات، الجزء الأول، التوريق، مرجع سابق ذكره، ص 427.

- 2- التوزيع الجغرافي للقروض المكونة للمحفظة
 - 3- متوسط سعر الفائدة على القروض المكونة للمحفظة. فكلما ارتفع سعر الفائدة على تلك القروض تحقق ضمان أكبر لحماية السندات
 - 4- مدى احتمال سداد قيمة القروض قبل تاريخ الاستحقاق. فالسداد المبكر من شأنه أن يؤثر عكسيا على نسبة تغطية السندات
 - 5- وجود تأمين ضد خطر عدم السداد.
- وهكذا تحدد جودة القروض، على ضوء العناصر المشار إليها سابقا، وكذا مستوى المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات التي تم توريقها منها.
- أما فيما يخص الإصدارات من السندات الممثلة للقروض المورقة، فيمكن أن تكون عامة (أي مفتوحة لمجموع المستثمرين بدعوة عامة للاكتتاب، حيث يمكن أن تكون الحصص المصدرة إسمية أو لحاملها)، أو خاصة (أي موجهة لعدد محدودة من الحاملين حيث أن هذه الحصص لا تكون قابلة للتداول في البورصة).
- وفيما يخص ضمانات عملية التوريق، فيمكن تقسيمها إلى فئتين¹ ضمانات مرحلة التمويل، و ضمانات في مرحلة التوريق.

1- **ضمانات في مرحلة التمويل:** في حالة التمويل العقاري يكون الضمان برهن العقار محل التمويل لصالح الممول، كما يجوز قبول ضمانات أخرى ويتم تقييم العقار محل التمويل بواسطة خبير تثمين عقاري معتمد طبقا للمعايير الدولية المتعارف عليها والمعتمدة من هيئة التحويل العقاري كما تشمل تلك الضمانات إقرار عدد من الإجراءات للتنفيذ السريع في الضمانات عند التوقف عن الدفع. فضلا عن التأجيل على حياة المقترض، والتأمين ضد العجز الكلي أو الجزئي.

¹ - ادارة البحوث الاقتصادية ببنك الاسكندرية، التوريق العقاري كأحد آليات تفعيل قانون التمويل العقاري، مرجع سبق ذكره، ص 94.

2-ضمانات في مرحلة التوريق: حيث تنتقل كل الضمانات في مرحلة ما قبل التوريق إلى شركة التوريق هذا بالإضافة لرقابة السلطات أو الجهات الوصية لهذه الشركة وإجراء عملية تصنيف انتمائي للسند بصورة مستمرة.

إن تناولنا لميكانيزمات عملية التوريق من خلال هذا المبحث، مكننا من التعرف على مختلف أدوار المشاركين في هذه العملية فمن خلال الرسم التخطيطي أوضحنا الروابط المتداخلة بين مختلف هؤلاء المشاركين، كما بينا بأن الطبيعة التعاقدية لمثل هذا النوع من العلاقات ليست دائماً سهلة المنال بالنسبة للملاحظ الخارجي. فالتركيب التقني للتوريق يعد عملية معقدة وجد متأثرة بالنص القانوني، والتنظيمي للبلد الذي تتم فيه والغرض من كل هذه التفاعلات، هو إيجاد منتج جديد يمكن طرحه في السوق المالي، وهو ما سنتعرض له في المبحث الثالث.

المبحث الثالث: منتجات عمليات التوريق وطرق تقييمها:

منذ العهد الذي طبق فيه التوريق لأول مرة في السوق قروض الرهونات العقارية عرفت هذه التقنية مراحل عديدة في السياق تطورها. سنحاول في هذا المبحث عرض أنواع الأوراق المالية المضمونة بأصول ، وكذا تحليل المحفظة القروض التوريق

المطلب الأول: منتجات عملية التوريق:

في البداية نذكر بأن الوراق المالية المضمونة بأصول، هي أدوات إقراض يتم تداولها وتكون مضمونة بأصل له عائد تمتلكه الشركة المصدرة بحيث أن هذه الوراق

المالية تتميز بعائد مرتفع، مما يجذب المستثمرين الذين لديهم استعداد لتحمل مخاطر الائتمان والدفع مقدما.

ولكي يتم ضمان أن الأوراق المالية المضمونة بأصول ستكون ذات سيولة ويمكن تسويقها للمستثمرين، يجب أن تكون مقبولة كأداة حافظة للقيمة المالية. ومن ثم فإن هذه الأوراق المالية يجب أن تكون قد صنفت وقيمت من قبل شركة التصنيف والتقييم، كما قد تكون مضمونة من قبل ضامن مستقل. وأخيرا لضمان سهولة التعامل على الأوراق المالية يتم إصدار الطرح بضمان أصول ذات طبيعة متجانسة.

حسب التسلسل التاريخي، شكلت أوراق الرهن العقاري أول منتجات التوريق الصادرة عن قروض الرهونات العقارية، الصادرة عن مؤسسات الادخار آنذاك وتدرجيا تم تطبيق تقنية التوريق على باقي عناصر الأصول، كقروض السيارات، قروض المؤسسات، قروض الإيجار،... الخ، والسماح هكذا بظهور جيل جديد من الورق المالية

ويمكن التفريق بين أنواع الورق المالية المضمونة بأصول، إما بدلالة الأصول المورقة أو بدلالة بنية التدفقات.

أ-بدلالة الأصول المورقة: يمكن التمييز بين: أوراق الرهن العقاري والأوراق المالية غير العقارية.

أوراق الرهن العقاري: Msrtgage Backed Sscuritie (MBS)

تمثل أول منتجات التوريق ظهورا، فهي تمثل أوراق مالية مضمونة بمحفظة من القروض العقارية التقليدية جمعتها مؤسسات مالية (شركات الادخار والقروض، والبنوك التجارية، وشركات الرهن العقاري)، لتمويل عملية شراء المقترض لمنزل أو أي أصول عقارية ويقوم المصدر بتجميع هذه الأوراق في حزمة واحدة وبيعها للمستثمرين عن طريق

طرح أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية بقيمة هذه المديونات. وعندما يقوم المقترض بدفع أقساط الدين يتم تسليم المستثمرون الفوائد المستحقة لهم.

الأوراق المالية غير العقارية أو الأوراق المالية المضمونة بأصول : Scuritie (ABS) Asset Backed

تدريجياً تم تطبيق تقنية التوريق على باقي عناصر الأصول، كقروض السيارات قروض المؤسسات، قروض الإيجار،.... أو أي أصل مالي آخر. والسماح هكذا بظهور جيل جديد من الأوراق المالية .

ب-بدلالة بنية التدفقات¹: بمجرد حدوث التمييز فيما يخص النوع نفسه للأصول المورقة (قروض الرهونات أو قروض أخرى)، نحاول تشكيل قائمة بالأصناف الرئيسية للسندات المقترحة للمستثمرين.

1-الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية:

لقد تطورت تقنية التوريق في بداية الأمر في سوق قروض الرهونات العقارية وكما رأينا سابقاً فإن الهدف الأولي من هذه إيجاد حل لأزمة نظام تمويل الإسكان. عموماً نميز بين ثلاثة أصناف من أوراق الرهونات العقارية.

1-1- الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية: "Pass Through"

الورقة المالية الناقلة للتدفقات النقدية للقروض العقارية منتج جديد للهندسة المالية يستهدف تحسين سيولة سوق القروض العقارية من خلال توريقها. وقد تم إنشاؤها من طرف الوكالة الفيدرالية "جيني مي" في عام 1970². حيث أطلق عليها اصطلاح الأوراق المالية الناقلة، على أساس أن الجهة المنشئة للقروض تتولى تحصيل فوائد وأصل القروض العقارية من مديني تلك القروض، ثم تتولى تحويلها إلى المستثمرين في تلك

¹ - Michéle Ceresoli, Michel Guillaud : Titrisation-gestion financière de labanque, op.cit,p70

² - Thierry Granier, Corynne Jaffaux : la titrisation aspect juridique et financier, op, cit, p18

الأوراق¹ (الذين يعتبرون مالكين لحصة شائعة في محفظة قروض عقارية)، وهم في العادة المستثمرين المؤسسين مثل شركات التأمين على الحياة وصناديق الاستثمار² وصناديق المعاشات. هذا وتستخدم حصيلة بيع تلك الأوراق، في تقديم قروض إسكان جديدة.

تشبه الأوراق المالية الناقلة الوحدة أو الوثيقة التي تصدرها صناديق الاستثمار وهي عبارة عن صك أو ورقة مالية تصدر بقيمة اسمية واحدة³. وتتميز بتوافرها على متطلبات التتميط التي تجعل سوقها يتميز بالسيولة. وفيها تنتقل مخاطر السداد المبكر من جهة المصدرة إلى المستثمرين في تلك الأوراق. كما تعد أصل مالي عل درجة عالية من التنوع، إذ تم توريقها من محفظة لقروض عقارية متنوعة على مستوى جغرافي، وعلى مستوى الصفات الديمغرافية للمقترضين. ميزة أخرى هامة ترتبط بهذه الأوراق يجب الإشارة يجب الإشارة إليها، وهي أن القروض المكونة للمحفظة عادة ما تحمل نفس سعر الفائدة للأوراق التي تم توريقها منها.

أما تاريخ استحقاق تلك الأوراق فيشترط أن يكون هو نفسه تاريخ استحقاق القروض المكونة للمحفظة، إذا كانت كلها بتاريخ استحقاق واحد. أما إذا تباينت تواريخ استحقاق القروض داخل المحفظة، حينئذ يجب أن يكون أقصر تاريخ استحقاق لتلك القروض، أطول من تاريخ استحقاق الأوراق المالية التي تم توريقها. هذا الشرط في تواريخ

¹ - منير ابراهيم هندي: الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الهندسة المالية باستعمال والمشتقات، الجزء الأول، التوريق، مرجع سبق ذكره، ص 434.

² - إن بيع تلك الأوراق المالية لصناديق الاستثمار، أعطى المستثمر الصغير فرصة للاستثمار غير المباشر في القروض العقارية، وهو ما يعني توسيع قاعدة المستثمرين. مما يساهم في زيادة الموارد المتاحة في تمويل قروض جديدة.

³ - أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والافصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، ص 10، الاسكندرية، 2002، 2003.

القروض الضامنة للسندات المحتفظ بها لدى أمين أو الحارس "Trustee" عند المستوى الذي يحقق تغطية ملائمة لقيمة السندات المصدرة¹.

1-2- الوراق المالية المدفوع من خلالها التدفقات النقدية: "Pay-Through"

في محاولة توسيع أفق سيولة قروض الرهن العقاري، ثم ابتكار منتج جديد للهندسة المالية إنها السندات المدفوع من خلالها التدفقات النقدية للقروض العقارية، التي تصدر بضمان محفظة القروض العقارية، والتي لا يمكن استعمالها في أغراض أخرى عدا تسديد السندات. تعتبر الأوراق المالية المدفوع من خلالها التدفقات النقدية هجين من السندات المضمونة بقروض عقارية "MBBS"²، والأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية للقروض العقارية "MPTS" فمن خلالها تنتقل التدفقات النقدية للقروض العقارية المكونة للمحفظة (مخصوصا منها رسم الخدمة)، إلى المستثمرين في تلك السندات (بينما المستثمر في الأوراق المالية الناقلة هو مالك لحصة شائعة في محفظة قروض عقارية، فإن المستثمر في السندات المدفوع من خلالها التدفقات النقدية هو مستثمر في صك مديونية). كذلك تعتبر السندات المدفوع من خلالها التدفقات النقدية دين على الجهة التي أصدرتها، والتي تظل مالكة لمكونات المحفظة الضامنة لتلك السندات، بينما يحصل المستثمر فيها على الكوبون المقرر. كما يمكن أن تصدر بكوبون أو أن تكون صفرية الكوبون³.

وهكذا لا تخرج السندات من فئة الأوراق المالية المدفوع من خلالها التدفقات النقدية عن كونها قروض مضمونة، ينتقل من خلالها المبلغ الأساسي للمستثمر وحصيلة السداد المبكر إلى حملة تلك السندات .

1 - منير ابراهيم هندي: الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الهندسة المالية باستعمال والمشتقات، الجزء الأول، التوريق، مرجع سبق ذكره، ص 439.

2 - mbb، تشكل نقطة البداية في صناعة التوريق كما نراها اليوم. وهي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات الاقراض العقاري والبنوك، من محافظ لقروض الرهن. هذه السندات تحمل كوبيون ثابت ولها تاريخ استحقاق محدد. وهي دين على الجهة التي أصدرتها والتي تتحمل في نفس الوقت مخاطر الدفع المسبق.

3 - نفس المرجع، ص 464.

فالببرغم من المزايا العديدة التي تتسم بها كل ورقة من الأوراق المستحدثة سابقة الذكر، إلا أنها تعرض المستثمر لنوعين من المخاطر، مخاطر السداد المبكر ومخاطر إعادة الاستثمار. مما أدى إلى وجود مستثمرين لا يرغبون من الأساس في التعرض لتلك المخاطر. هنا تدخلت الهندسة المالية لإشباع رغبة هؤلاء المستثمرين، باستحداث ما يسمى بالسندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة.

1-3- السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة: "CMO"

السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة (Obligation Collateralized Mortgage) أو (CMOs) هي أوراق مالية جديدة ابتكرها المهندسون الماليون في عام 1983¹، حيث تسهم في الحد من مخاطر السداد المبكر. وهي تمثل صك مديونية يتم توريقه من محفظة قروض عقارية، حيث تظل القروض العقارية مملوكة للجهة المصدرة لتلك الأصول.

أما الجديد الذي جاء به هذا المنتج، خاصة فيما يتعلق بمخاطر السداد المبكر. فإنه على عكس الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية والأوراق المالية المدفوع من خلالها التدفقات النقدية، اللذان تتماثل فيهما التدفقات النقدية لكل ورقة يتضمنها الإصدار، فإن السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة لا تأخذ صفة النمطية. فهذه الأوراق تصدر في مجموعات مختلفة يطلق عليها "فئات" "Tranches" ولكل فئة منها تدفقاتها النقدية المتميزة، والتي يمكن أن تلاءم فئة أو فئات معينة من المستثمرين فالتدفقات من فئة ما، خلال فترة ما، قد تتمثل في الفوائد، وفي فئة أخرى قد تتمثل في الفوائد ودفعه من أصل الاستثمار.....وهكذا.

وفي هذا النوع من الأوراق، يختار كل مستثمر الفئة التي تناسبه، فهناك من المستثمرين من لا يرغب في التعرض لمخاطر السداد المبكر، ومنهم من لا يمانع في

¹ – Thierry Granier, Corynne Jaffaux : la titrisation aspect juridique et financier, op, cit, p18

التعرض لتلك المخاطر، وهناك من يجد له مكان بين الفئتين. وكل شيء له ثمنه. أما بالنسبة لعدد الفئات من تلك الأوراق فإنها تتراوح ما بين 3 إلى 17 فئة¹ (لذا يطلق عليها أوراق متعددة الفئات)، أكثرها شيوعاً أربعة، تحمل الثلاثة الأولى منها معدلات ثابتة²:

- الفئة A والتي مدة حياتها المتوسطة تتراوح بين سنتين وخمس سنوات.

- الفئة B والتي مدة حياتها المتوسطة تتراوح بين أربعة وسبع سنوات.

- الفئة C والتي مدة حياتها المتوسطة تتراوح بين سبعة وعشر سنوات.

كما يجب إضافة صنف آخر وهو السندات ذات الكوبون الصفري والتي مدة

حياتها تفوق 12 سنة³.

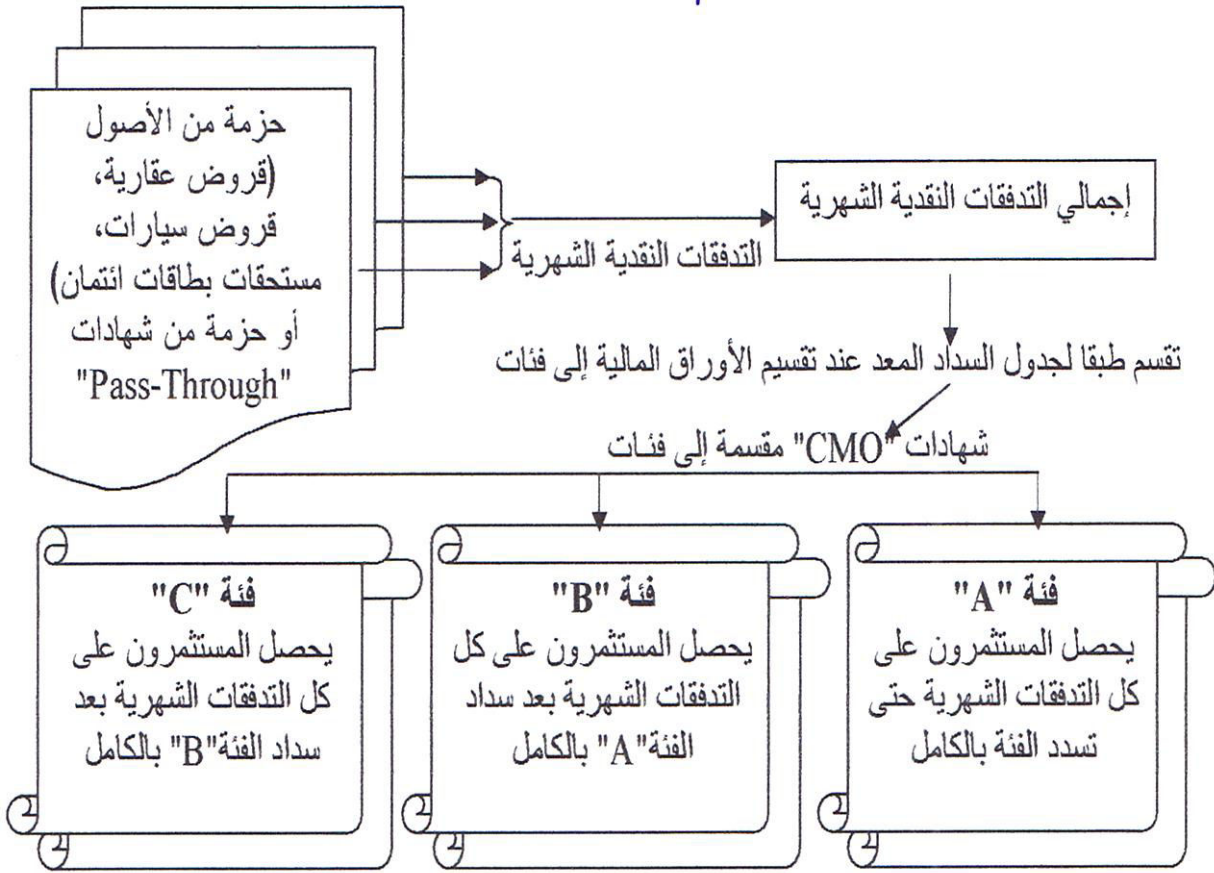
شيء آخر جديد في هذه الأوراق، هو أنه يمكن توريقها من محفظة لقروض عقارية، كما قد يتم توريقها من محفظة من الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية. لذا ينظر إلى السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة في الحالة الأخيرة، على أنها تنطوي على عملية توريق مزدوجة (أو توريق مركب)، يمكن أن يتحقق من ورائها مكاسب. وبالنظر إلى الشكل التوضيحي رقم 4 يمكن شرح السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة فيما يلي:

¹ - منير ابراهيم هندي: الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الهندسة المالية باستعمال والمشتقات، الجزء الأول، التوريق، مرجع سبق ذكره، ص 469.

² - A.Frachot, Ch.Gouriéroux, titrisation et remboursements anticipés, op, cit, p140.

³ - السندات ذات الكوبون الصفري، هي نوع من سندات الخصم لا يحصل حاملها على فوائد دورية، بل يحصل عليها ممثلة في الفرق بين السعر الذي يشتري به السند وقيمه الاسمية.

الشكل التوضيحي(4) الأوراق المالية متعددة الفئات



المصدر: بورصتي القاهرة والاسكندرية: Asset-backed-securities www.07777780.com ديسمبر 2004، بتصرف.

عرف أسلوب التمويل ن طريق التوريق العقاري، نجاحا كبيرا بالولايات المتحدة الأمريكية فضلا عن ذلك تنوعت طبيعة الأصول المورقة وتوسعت، لتشمل الأصول غير العقارية (أكثر من 80 من القروض الجديدة تم توريقها¹).

¹ - Thierry Granier, Corynne Jaffaux : la titrisation aspect juridique et financier, op, cit, p20

1-3-2-الأوراق المالية غير العقارية:

وتشمل ثلاثة أصناف¹

1-3-2-2-شهادات حسابات مبيعات السيارات: CAR's²

وتعني الأوراق المتمخضة عن توريق قروض السيارات، فهي تأخذ في الغالب شكل الورق المالية الناقلة للتدفقات النقدية، أي أن تلك التدفقات المتولدة من محفظة القروض المورقة تحول مباشرة إلى المستثمرين. هذا النوع من العمليات مكلف من حيث مصاريف التسيير. ففي جانفي 1985، تم إصدار أول شهادات حسابات مبيعات السيارات من طرف Salomon Brothers الذي استطاع توظيف 10 مليون دولار من هذه الشهادات في إطار الإصدار المغلق لحساب شركة مختصة في الخدمات المالية لصالح بائعي السيارات، بحيث أسندت هذه الشهادات إلى وعاء قروض سيارات، تمتلك كل واحدة منها تأمين خاص. كما أن أول عملية إصدار عام لهذه الشهادات تمت في مارس سنة 1985 دائما تحت رعاية Salomon Brothers، وتتعلق بـ 60 مليون دولار من الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية المصدرة عن بنك ميدلاند البحري. وفي شهر أكتوبر 1986 قام GMAC وهو فرع من General Motors، متخصص في قروض السيارات، بأكبر عملية توريق خاصة، فقد ورق ما قيمته 4 مليار دولار من قروض السيارات بهدف إنعاش سوق السيارات الجديدة.

1-3-2-3-شهادات مستحقات بطاقات الائتمان: Card's³

في أبريل 1986 وظف « Salomon Brothers » لدى المستثمرين ما قيمته 50 مليون دولار من الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية، مضمونة بمحفظة من

¹- Michele Ceresoli, Michel Guillaud : Titrisation-gestion financière de labanque, op.cit,p82

² - CAR's, certificates of automobile receivables

³ - Card's, certifiactes of amortizing revolving debt.

مستحقات بطاقات الائتمان، حيث يقدر متوسط حياة هذه الشهادات (أي شهادات مستحقات الائتمان) بخمس سنوات، فأثناء 18 شهر الأولى يتم تحويل الفوائد فقط للمستثمرين، أما تسديدات أصل القرض فيتم تحويلها لتجديد المحفظة. عموماً نميز في توريق مستحقات بطاقات الائتمان شكلان مختلفان هما: إصدار أوراق الملكية، وإصدار سندات المديونية إصدار أوراق الملكية: في هذه الحالة يتم بيع مستحقات بطاقات الائتمان، المتأتية من طرف البنك المتنازل إلى ضامن « trust » الذي بدوره يصدر أوراق مالية في مقابل هذه المستحقات فأثناء فترة تسمى الفترة الدوارة "Revolving Period" يعاد استثمار التسديدات المتأتية من محفظة القروض من المصدر "trust" والذي يوجهها مباشرة الاقتناء قروض جديدة.

إصدار سند دين: في هذا النوع من الإصدار يقوم المصدر مباشرة أو عن طريق وسيط بإصدار أوراق مضمونة بأصول المحفظة التي بحوزته مستحقات بطاقات الائتمان) وبالمقابل تضمن العملية إما بخطاب اعتماد، أو بحساب احتياطي، وهكذا لا يتم التنازل عن القروض لصالح طرف ثالث وإنما تبقى دائماً بميزانية المصدر.

1-3-2-3-توريق عمليات القرض الايجاري وقروض المؤسسات:

يعتبر بنك الوطني الأول بـ Wisconsin، أو هيئة ورقت قروض المؤسسات وهذا في شهر فيفري من عام 1986. كذلك قامت Amax أشهر شركة منجمية وحديدية، بتوريق القروض التجارية للتمكن من إعادة تمويل فروعها. أما فيما يخص توريق عمليات قرض الإيجار المعلوماتي، فقد ابتكرت من طرف Comdisco في بداية عام 1985، وهكذا استطاعت الشركة بيع ما قيمته 35 مليون دولار من السندات المضمونة بمحفظة لعقود قرض الإيجار. وقد سار على هذا الدرب Sperry Corporation بحيث أصدرت في عام 1985، أكثر من 192 مليون دولار من الأوراق، وبهذا بلغ عدد الإصدارات من هذا النوع قرابة 300 مليون دولار في 1990.

وهكذا فمنذ بروز نشاط التوريق، لم تتوقف تركيباته عن التطور من سنة لأخرى، فهي تتم عن التنوع إلى أقصى الحدود من خلال استكشاف مجالات جديدة للتدخل. فمن بين العمليات التي كانت مؤخرا موضوع توريق، نجد قروض الاستهلاك الحقوق المالية الناشئة عن تمويل وبيع الطائرات والقوارب، القروض التي تمنح للطلاب، جميع أنواع الأوراق المالية التجارية الناتجة عن جميع أنشطة التجارة) وعلى سبيل المثال¹: تذاكر الطائرات-فواتير التليفون-فواتير الغاز-المياه...الخ).

من كل ما تقدم يتضح لنا أن عملية التوريق تتضمن تحويل الديون إلى أوراق مالية، والتي يمكن أن تتخذ شكلا من أشكال السابق الإشارة إليها، إلا أن الواقع العملي يشير إلى أن الأوراق المالية التي تصدرها الشركات ذات الغرض الخاص مقابل المديونيات تكون غالبا في شكل سندات، وهذا يؤدي في بعض الأحوال إلى وصف عملية توريق الديون بأنها عملية "تسديد الديون" نسبة إلى أنها تنطوي على إصدار سندات وليس أوراق مالية أخرى.

ولقد أجريت دراسات متعددة، بغية التقدير الجيد لمنتجات هذه العملية، والتي ستأتي على ذكرها في المبحث الموالي.

المطلب الثاني: طرق تقييم منتجات عملية التوريق

لقد عرف التوريق العقاري "MBS" تطورا كبيرا بالولايات المتحدة الأمريكية، ومثل ما هو عليه الحال لأي منتج مالي جديد، واجه المستثمرين مشكل تعتقد تحليله المالي. فأغلب التركيبات المالية المنجزة تتضمن شرط التسديد المسبق، الذي يجعل من الصعب تقدير التدفقات النقدية وتحديد مردود الأوراق المصدرة.

¹ - محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص

وفي هذا الإطار تمركزت الدراسات المتعلقة بتقييم منتجات التوريق خاصة حول فئة الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية، التي تعد أبسط أنواع الأوراق المالية، بمعنى حصة من محفظة لقروض رهونات عقارية ذات معدلات شهرية ثابتة، مع وجود إمكانية الدفع المسبق من طرف المقترضين.

حيث سنكتفي بحالة الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية عند تحليلنا لمحفظة القروض المورقة، مع العلم أنه بالإمكان تعميم هذا التحليل وتطبيقه على باقي المنتجات الأخرى المتخصصة عن عملية التوريق، ولتحقيق ذلك، وقبل ملامسة أسلوب معالجة هذا الأشكال، بدا لنا من الضروري تحديد طريقة عرض السداد المبكر للقروض الممنوحة.

إن قرار المقترض بتسديد القرض يمكن أن ينشأ عن ظهور فرص جديدة للتمويل في السوق المالي، فالمعيار المقرر كما هو معلوم عبارة عن الفرق الموجود بين معدل الاقتراض، والمعدل المرجح في السوق متضمنا مصاريف المعاملات الضرورية لعملية إعادة التمويل، أيضا يمكن أن يكون هناك دافع آخر للتسديد المسبق والمتمثل في بيع المقترض لمسكنه حيث أن الأسباب الرئيسية لمثل هذا النوع من القرار متعددة منها: الطلاق، تغيير المسكن، تطور حاجيات السكن، ..الخ، أما العامل الثالث المفسر للتسديدات المسبقة فيتمثل في إفسار المقترض الذي لم يعد في استطاعته تسديد قرضه، وبالتالي يكون هناك بيع إجباري لمسكنه، كذلك فالوفاة تشكل سببا للبيع الإجباري.

وأخيرا اختفاء أو تلاشي العقار أثناء الكوارث الطبيعية يمكن أن ينجم عنه التسديد المسبق انطلاقا من تواجد بوالص التأمين.

فالجدل القائم حول التسديدات المسبقة، يتعلق أساسا بكيفية التنبؤ بها. فظهورها وتكرارها، مرتبط بتطور المحيط الاقتصادي والمالي بين تاريخ التعاقد على القرض وتاريخ التحليل.

في بداية الأمر سنهتم (عند تحليلنا لمحفظه القروض المورقة) بمعدلات سعر الفائدة لأنها هي المتسبب لمثل هذا النوع من التسديدات المسبقة، يليها تاريخ الاستحقاق، وأخيرا حجم محفظة القروض، مع الإشارة إلى الظروف الشخصية للمقترضين.

1- تحليل محفظة القروض المورقة:

قد تختلف مكونات محفظة ما عن غيرها من حيث سعر الفائدة على القروض، تاريخ استحقاقها، عدد القروض المكونة للمحفظة، والتباين في الظروف الشخصية للمقترضين،... الخ، وحيث أن لتلك العوامل تأثير على نمط التدفقات النقدية للأصول المالية التي يتم توريقها، لذا قد يكون من الضروري تناول الكيفية التي تتعامل بها الهندسة المالية مع تلك المتغيرات. وذلك عند بناء محفظة قروض بغرض التوريق.

1-1- سعر الفائدة:

من المتوقع أن يكون لتنميط مكونات المحفظة من حيث أسعار الفائدة، أثر كبير على إمكانية المستثمر في أن يضع تقديرات لما سيحصل عليه من عائد مستقبلي في الأصول المالية التي يتم توريقها. فالأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية لمحفظه القروض من الممكن أن تكون فيها الفوائد خليط بين الثابت والمتغير، لأن ذلك من شأنه أن يسهل من بناء محفظة كبيرة يصدر عنها عدد كبير من الأوراق المالية. وحيث أن الجانب الأكبر من تكاليف الإصدار هو من النوع الثابت، فإن نصيب الورقة الواحدة من تلك التكاليف لا بد وأن يكون صغيرا، فانخفاض تكاليف الإصدار قد يشجع على إصدار الأوراق المالية بسعر فائدة أعلى ببعض نقط أساس، مما قد يعوض المستثمر في تلك الأوراق عن عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المتوقعة، نتيجة لكون خليط القروض يحمل أسعار فائدة متباينة¹

¹ - منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الهندسة المالية باستعمال التوريق والمشتقات، الجزء الأول، التوريق، مرجع سبق ذكره، ص 443.

هذا وفي حالة تعدد أسعار الفائدة على القروض المكونة للمحفظة، يكون سعر الفائدة على الأوراق المالية المصدرة معادلا لأقل سعر فائدة للقروض التي تحتويها، مطروحا منه نسبة في مقابل خدمة تلك الأوراق، وضمان الأصل المستثمر والفوائد المتولدة عنه.

من جهة أخرى، عندما تتعدد أسعار الفائدة على القروض المكونة للمحفظة، فإن ذلك يؤدي إلى حصول المستثمر في الأصول المالية التي تم توريقها على نمط للتدفقات النقدية (المقدار والتوقيت) يتسم بدرجة أكبر من الاستقرار، عما لو كانت عليه أسعار الفائدة متماثلة، إذ تصبح تلك الأوراق أقل عرضة لمخاطر السداد المبكر لقيمة القروض المكونة للمحفظة، وتفسير ذلك أنه عندما تحمل القروض نفس سعر الفائدة فإن احتمال السداد المبكر لها جميعا يكون احتمال كبير، إذا ما انخفضت أسعار الفائدة في السوق عن سعر الفائدة على تلك القروض أما عند تعدد أسعار الفائدة على القروض المكونة للمحفظة، فإنه في حالة انخفاض أسعار الفائدة، فلن تكون فرص السداد المبكر قائمة سوى للقروض التي تكون أسعار الفائدة عليها أعلى من سعر الفائدة السائد في السوق¹

1-2- تاريخ الاستحقاق:

فيما يخص تواريخ استحقاق القروض المكونة للمحفظة ، فإن لها تأثير على مدى استقرار التدفقات النقدية المتولدة عن الأوراق التي يتم توريقها منها. فعندما يكون تاريخ استحقاق بعض القروض اقرب من تاريخ استحقاق الأصول المالية التي تم توريقها، عندئذ يتوقع استخدام حصيلة تلك القروض في استدعاء جزء من الأوراق المالية المصدرة. أما القروض التي لم تدخل في المحفظة بغرض التوريق، إلا بعد فترة زمنية طويلة من تقديمها، فهي الأكثر عرضة من غيرها للسداد المبكر. فأصحاب تلك القروض، ربما يكونوا قد تحصلوا عليها منذ سنين عدة، ومع مضي فترة طويلة على الاقتراض، تتغير

¹ - نفس المرجع، ص 444.

ظروف المقترض، وتزداد رغبته في تغيير المسكن سواء من حيث الحجم أو الموقع كما يزداد احتمال حصول المقترض على فرص عمل أفضل في مناطق جغرافية أخرى. وفي كلتا الحالتين يتوقع قيامه ببيع المسكن والسداد المبكر للقرض، وهو ما يعني بالتبعية سداد قيمة جزء من الأوراق التي تم إصدارها قبل أن يحل تاريخ استحقاقها.

من ناحية أخرى، فإن مخاطر التوقف عن السداد، وما يترتب عليها من سداد مبكر للقروض، تكون عادة في السنوات الأولى من الحصول على القرض. فارتفاع نسبة البطالة ذاتها هو مصدر مخاطر السداد المبكر، نتيجة لقيام بعض المقترضين ببيع مساكنهم والهجرة إلى مناطق جغرافية أخرى تتيح المزيد من فرص العمل¹، هذا يعني أن فرص السداد المبكر، بسبب مخاطر التوقف، للقروض التي تم تقديمها منذ فترة طويلة، والتي دخلت ضمن مكونات المحفظة في تاريخ لاحق، تعد فرصة ضئيلة. بعبارة أخرى، أن لهذا النوع من القروض تأثيرين عكسيين على فرص السداد المبكر، فمخاطر السداد المبكر بسبب تغير ظروف المقترض تعد كبيرة أما مخاطر السداد المبكر بسبب مخاطر التوقف فتعد ضئيلة، ونتيجة لهذا التعقيد، وتحقيقا لمزيد من الاستقرار للتدفقات النقدية من الأصول المالية التي يتم توريقها يشترط

حدا أقصى لما يمكن أن تتضمنه المحفظة من مثل هذه القروض²

1-3- حجم محفظة القروض:

لحجم محفظة القروض أهميته في التأثير على نمط التدفقات النقدية للأصول المالية التي يتم توريقها، حيث يمكن القول انه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، كلما

¹ - هذا التغير قد لا يكون له شأن كبير في الأقطار العربية، على عكس الولايات المتحدة، حيث تمثل كل ولاية كيانا اقتصاديا إلى حد كبير.

² - منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الهندسة المالية باستعمال التوريق والمشتقات، الجزء الأول، التوريق، مرجع سبق ذكره، ص 445.

كانت قيمة المحفظة كبيرة، زاد عدد القروض المكونة لها، وأصبح نمط التدفقات النقدية للأصول المالية التي يمكن توريقها منها، وأيضا غلة تلك الأصول أكثر استقرارا، فتعرض عدد محدود من القروض المكونة للمحفظة لمخاطر التوقف أو مخاطر السداد المبكر، يتوقع أن تكون آثاره محدودة على نمط التدفقات النقدية وعلى غلة الأصول المالية التي يمكن توريقها منها. فقد ينخفض عدد وقيمة القروض المتبقية في المحفظة عن مستوى معين كنتيجة للسداد المبكر أو للتوقف عن السداد، بحيث تصبح تكلفة إدارة المحفظة والأصول المالية التي تم توريقها غير اقتصادي، بما يستوجب الاستدعاء الإجباري للأوراق المالية، التي سبق توريقها وهو ما يطلق عليه بالاستدعاء الشامل¹. ومن المتوقع أن يترتب على الاستدعاء الشامل للأصول المالية التي تم توريقها تأثير سلبي على غلة تلك الأصول بل وإحداث خلل في الخطط الاستثمارية للمستثمرين فيها.

كذلك فالسن، والظروف الاقتصادية والزواج والطلاق والتغير في حجم الأسرة عبر الزمن، وغير ذلك من عوامل مماثلة تعد من الظروف الشخصية للمقترضين، التي لها أهميتها في التأثير على نمط التدفقات النقدية للأصول المالية التي يتم توريقها. وعلى الرغم من أهمية تقدير تأثير الظروف الشخصية للمقترضين، على التدفقات النقدية للأوراق المالية التي يتم توريقها من محفظة القروض، فإن المعلومات بشأنها ليست فقط صعبة المنال بل ويتعذر الحصول عليها في الوقت المناسب.

2- الطرق الحسابية للتقييم:

لعرض كيفية تقدير التدفقات النقدية التي يدفعها المقترضون والتدفقات النقدية التي يتحصل عليها المستثمرين في الأصول المالية التي يتم توريقها من محفظة القروض،

¹ - منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الهندسة المالية باستعمال التوريق والمشتقات، الجزء الأول، التوريق، مرجع سبق ذكره، ص 447.

والمتمثلة في الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية لمحفظه قروض الإسكان¹، سنقوم بقياس سلوك هذه المحفظة بواسطة الأدوات المالية الملائمة بغية استخلاص سلوك الأوراق المسندة لها.

2-1- تقدير التدفقات النقدية في غياب السداد المبكر:

في غياب السداد المبكر، وبافتراض أن تكون التدفقات شهرية، وأن التدفقات المتولدة عن القروض العقارية تأتي في ذات الوقت الذي تستحق فيه التدفقات النقدية للمستثمرين في الأوراق المالية الناقلة "Pass-Through" تكون الصيغ الرياضية كالتالي:²

بالتعريف لدينا:

$$I_i = (c - s)CRD_{i-1}$$

$$P_i = CF_i - I_i$$

$$K = \sum_{l=1}^m A_l (1 + c)^{-l}$$

حيث أن:

C: هو المعدل السنوي لمحفظى القروض المورقة

C/12: هو المعدل الشهري لمحفظه القروض المدفوع حقيقة

S: هو المعدل السنوي لخدمة القرض

S/12: هو المعدل الشهري لخدمة القرض المدفوع حقيقة

m: هي مدة المتبقية (معبّر عنها بالأشهر) لمحفظه القروض

n: هي مدة حياة المحفظة (معبّر عنها بالأشهر)

K: هي قيمة الأسمية لمحفظه القروض (والتي يرمز لها كذلك ب: Pool)

¹ المدفوعات للمستثمرين في الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية لقروض الاسكان عادة ما تكون على أساس شهري

² -Michele Ceresoli, Michel Guillaud : Titrisation-gestion financière de labanque, op.cit,p82

CRD_i : هو رصيد المحفظى في نهاية الشهر i (أي رأس المال المتبقي والمستحق في نهاية الشهر i)

A_i : وهي الدفعة الشهرية (أصل القرض + الفوائد) المسددة من طرف المقترضين خارج التسديدات المسبقة

I_i : هي الفوائد الصافية (خارج خدمة القرض) مسددة في الشهر i

P_i : وتعتبر عن التسديدات الصافية لأصل القرض مدفوعة في الشهر i

CF_i : هو التدفق النقدي الذي يتحصل عليه المستثمرين في الشهر (وهو يعبر عن اجمالي السداد مطروحا منه رسم الخدمة).

وبما أن القسط الشهري الثابت يقدر بـ:

$$A_i = A = \frac{kXc}{[1 - (1+c)^{-m}]}$$

ويقدر رأس المال المتبقي المستحق كل شهر بـ:

$$CRD_i = \sum_{j=1}^{m-i} \frac{A}{(1+c)^j}$$

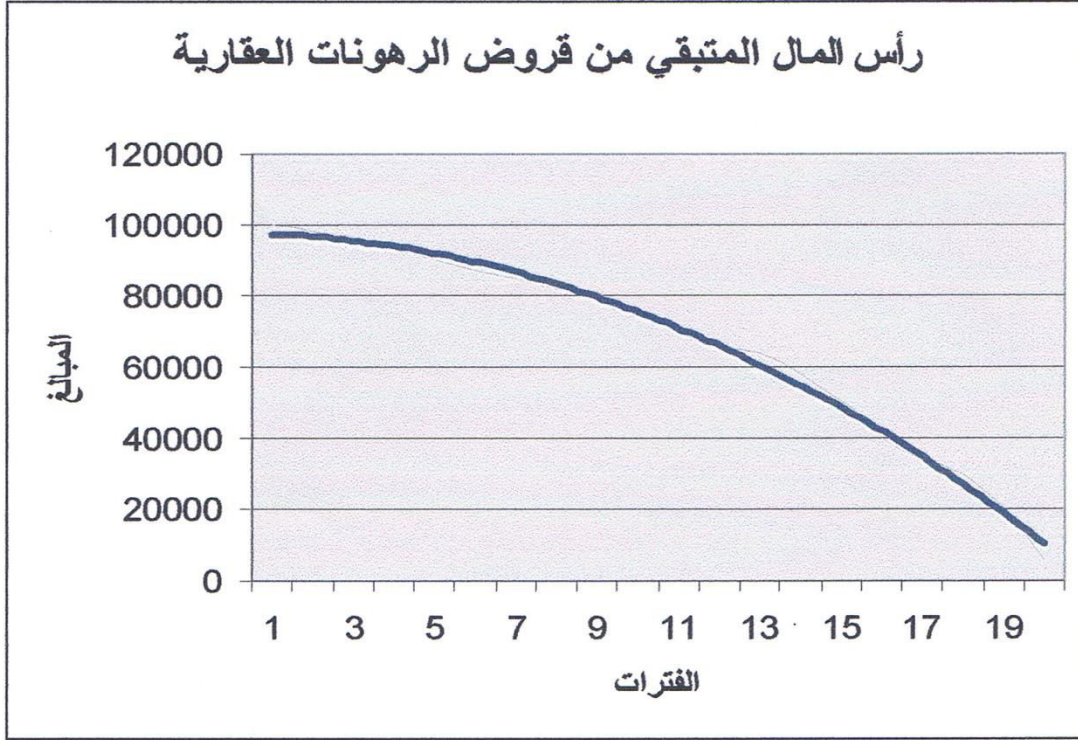
$$CRD_i = \frac{A}{(1+c)} \sum_{j=0}^{m-i-1} \frac{1}{(1+c)^j}$$

لدينا إذا:

$$CRD_i = Pool \frac{[1 - (1+c)^{j-m}]}{[1 - (1+c)^{-m}]}$$

$$CRD_i = Pool \frac{[(1+c)^m - (1+c)^j]}{[(1+c)^m - 1]}$$

بدراسة تغيرات هذه الدالة رياضيا، يمكن الوصول إلى البيان التالي:
الشكل (5): رأس المال المتبقى من قروض الرهونات العقارية



Source : Michèle Ceresoli, Michel Guillaud : titrisation –gestion financière de la banque, op, cit, p92

وهكذا وبحسب البيان، نلاحظ أن أصل القرض المتبقي، يمثل دالة متناقصة لمدة حياة محفظة القروض.

أما التدفقات النقدية المتحصل عليها من طرف المستثمرين أثناء مدة حياة الورقة¹ فتقدر بـ:

$$CF_i = A - s \times CRD_{i-1}$$

2-2- تقدير التدفقات النقدية في حالة السداد المبكر:

¹ -Michele Ceresoli, Michel Guillaud : Titrisation-gestion financière de la banque, op.cit,p93

قد يقوم مشتري العقار بسداد قيمة القرض مبكرا في أي وقت يشاء. وإذا ما حدث ذلك، تنتقل تلك التدفقات إلى المستثمرين في الأوراق المالية التي تم توريقها في صورة استدعاء عدد من تلك الأوراق، يحدث هذا عادة عندما تنخفض أسعار الفائدة في السوق، بما يشجع المقرض على الحصول على قرض جديد بسعر الفائدة السائد، واستخدامه في سداد القرض الذي سبق الحصول عليه ويحمل سعر فائدة مرتفع.

والصيغ الرياضية المعبرة عن وجود سداد مبكر هي كالتالي:¹
 بافتراض أن:

CRD_i : هو رصيد المحفظة في نهاية الشهر i (أي رأس المال المتبقي والمستحق في نهاية الشهر i) بوجود التسديدات المسبقة

A_i : هو الدفعة الشهرية المسددة من طرف المقرضين بوجود التسديدات المسبقة

p : وهو معدل السداد المبكر

لدينا إذا:

$$CRD_i = (1-p)^i \times CRD_0$$

$$A_i + (1-p)^i \times (A_0 + p \times CRD_0)$$

وتشبه مخاطر السداد المبكر مخاطر الاستدعاء وان كانت تختلف عنها في بعض الحالات، ففي ظل مخاطر الاستدعاء يكون من المعلوم لدى المستثمر أن الاستدعاء لن يتم إلا بعد فترة محددة. فضلا عن إمكانية حصول المستثمر على تعويض يتمثل في سعر الاستدعاء ينص عليه في نشرة الاكتتاب، عادة ما يكون أعلى من القيمة الاسمية بما يعادل الفوائد لمدة سنة² بمعنى آخر يمكن النظر إلى شرط الاستدعاء على أنه

¹ -Peirre Gense, Patrick Topsacalian, ingénierie financière, economic, p 327, paris, 2001

² - منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الهندسة المالية باستعمال التوريق والمشتقات، الجزء الأول، التوريق، مرجع سبق ذكره، ص 445.

اختيار شراء يكون فيه المستثمر هو محرر الاختيار، وتكون المؤسسة هي مشتري الاختيار¹ (يستثنى من ذلك الحالات التي ينص فيها على حق المؤسسة في استدعاء عدد من السندات بعد فترة معينة من الإصدار بصرف النظر عن مستوى سعر الفائدة السائد في السوق، وحينئذ يكون الاستدعاء بالقيمة الاسمية).

في هذا المبحث، قمنا بدراسة طرق تقييم منتجات التوريق في وجود وغياب التسديد المسبق. وعند تحليلنا لمحفظة القروض اكتفينا بحالة الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية والتي تعد الخطوة الأولى نحو فهم وتحليل سلوك المنتجات المالية الأخرى الأكثر تعقيدا.

¹ - منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، الدار الجامعية، ص 730، الاسكندرية، 1996.

خلاصة

لقد قام هذا الفصل بعرض وشرح كافة جوانب عملية التوريق، من حيث مفهومه، تاريخه، دوافعه، أساليبه وكيفية تقييمه حيث أوضح أن التوريق من الظواهر التي اعتمدت على التقدم التكنولوجي وتزايد استخدامات الكمبيوتر، فأتاح ذلك للمؤسسات المالية بأن تقوم وبتكاليف قليلة بتجميع حزمة تشكل محفظة قروض، وبيع هذه الحزمة في صورة ورقة مالية إلى طرف ثالث هو المستثمر (حامل الورقة). وتقوم تلك المؤسسة المالية (في حالة قيامها بدور مؤسسة خدمة الدين) بتحويل أقساط وفوائد هذه الحزمة إلى حامل الورقة. وبذلك قد حققت فائدتين من عملية التوريق، الأولى هي تحويل أصل غير سائل إلى سيولة تساعد على سد الفجوة التمويلية والثانية الحصول على رسوم نظير تحويل مدفوعات خدمة القروض إلى حامل الورقة. هذا وقد أمكن من خلال التطور التكنولوجي تطبيق هذا الأسلوب على العديد من أنواع القروض من رهونات وقروض شراء سيارات ومتحصلات بطاقات الائتمان... الخ.

وبالتأكيد فإن تحليل سيرورة التوريق تقودنا إلى ملاحظة تعدد الإجراءات المرتبطة به، فبدء عملية التوريق انطلقاً من اختيار القروض، تقييمها والتنازل عنها، إلى غاية إصدار الأوراق المالية في السوق المالي، تشترك فيه عدة أطراف ويمكن ان تتطلب عدة أسابيع أو أشهر. غير أنه تستعمل طرق حسابية لتقدير التدفق النقدي، وتحديد مردودية الأوراق المالية المصدرة للسماح بفهم أحسن لسلوك المنتجات المالية.

ومن الضروري أن نشير إلى أن نجاح عملية التوريق، هو رهن توفير الإطار المؤسسي الكفاء، الذي يتضمن الآتي:

- وجود بورصة نشطة في مجال السندات

- وجود شركات متخصصة في تداول السندات لتشجيع الاستثمار وتنشيط السوق،

-توفر منظومة متكاملة من المؤسسات، التي منها: شركات التمويل العقاري، أو الإقراض العقاري، وشركات مساندة مثل مكاتب الاستعلام عن العملاء، ومؤسسات التصنيف الائتماني، حيث يلعب التصنيف دورا بارزا في معاملات التوريق، لأنه من الصعب تسويق الأوراق المالية المصدرة بدون التصنيف الذي يساعد على تمكين المستثمرين من قياس مخاطر هذه الأوراق المالية بدقة. فضلا عن شركات تقييم الأصول، وشركات التأمين.

وباعتبار التوريق عملية حديثة، بالنسبة للمعاملات المالية المصرفية فقد أصبح يستخدم كأداة للتسيير مخاطر ووسيلة مثلى للتمويل، ليس فقط في البلدان المتقدمة بل في البلدان النامية أيضا. وعليه، وحتى نتعمق أكثر في الدراسة والتحليل سنخصص الفصل الموالي لدور التوريق في النظام البنكي.

الفصل الثاني

التوريق أداة لتسيير

المخاطر ووسيلة لتمويل

تمهيد:

يحقق التوريق العديد من النزاعات للمؤسسة التي تمارسه ولا سيما البنوك التجارية حيث بالإمكان تصميم الحجم الأنسب من الموجودات (من خلال توريق بعضها)، دون الاضطرار إلى تقليص حجم العمليات الكلية، بالإضافة إلى إمكانية تحسين نوعية الموجودات والحصول على الأحوال من مصادر إضافية غير تقليدية.

كذلك يحقق التوريق للمؤسسات ميزة المواءمة بين الموجودات والمطلوبات وقد تم

تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: التوريق كأداة لتسيير المخاطر

المبحث الثاني: دور التوريق وأثره على التمويل

المبحث الثالث: التوريق كوسيلة التحويل

المبحث الأول: التوريق أداة التسيير المخاطر

إن التطور التقني في الصناعة المصرفية أدى إلى زيادة الخدمات المصرفية المقدمة من قبل البنوك وتوسعها وزيادة تعقيد العمليات المصرفية في السوق مسته المنافسة الشديدة ولمقابلة هذا التطور والمخاطر المرتبطة به أصبح من الضروري مراقبة مستوى المخاطر التي تحيط بالعمل المصرفي ووضع الإجراءات الرقابية اللازمة للسيطرة على الآثار السلبية إلى استخدام عدة وسائل ومن بينها تقنية التوريق التي قد ينجم عنها هي الأخرى بعض الأنواع من المخاطر.

وهكذا يكون من الضروري تبيان طبيعة المخاطر المترتبة عن عملية التوريق والمخاطر المرتبطة بعملية التوريق بالإضافة إلى وصف تقنيات الحماية التي بدأت استعمالها لتغطية كل هذه المخاطر.

المطلب الأول: المخاطر المرتبطة بالبنوك التجارية

ان غالبية المخاطر التي تواجهها البنوك التجارية مرتبطة بشكل أساسي بنشاطات الاقتراض و الاقتراض ، أو القيام بوظيفة الوساطة المالية . و يمكن تعريف المخاطر بأنها احتمالية تعرض البنك الى خسائر غير متوقعة و غير مخطط لها ، أو تذبذب العائد المتوقع على استثمار معين . كذلك يمكن تقسيم المخاطر التي تتعرض لها البنوك الى نوعين رئيسيين هما : المخاطر المالية ، ومخاطر العمليات¹ (المخاطر التشغيلية) ، و بالنسبة للبنوك التي تتعامل خارج حدودها يمكن ان نضيف الى ذلك المخاطر الدولية .

وفيما يلي شرحا موجزا لهذه المخاطر :

1- منير إبراهيم هندي : الفكر الحديث في ادارة المخاطر- الهندسة المالية باستعمال التوريق و مشتقات- الجزء الأول:التوريق، مرجع سبق ذكره ، ص 5

1- المخاطر المالية :

تتضمن جميع المخاطر المتصلة بإدارة أصول و خصوم البنك ، و هذا النوع من المخاطر يتطلب رقابة و اشرافا مستمرين من قبل ادارت البنوك وفقا لتوجه و حركة السوق و الأسعار و العملات ة الأوضاع الاقتصادية و العلاقة بالأطراف الأخرى ذات الصلة ، فعن طريق أسلوب ادارة هذه المخاطر تحقق البنوك ربحا أو خسارة . ومن أهم أنواع المخاطر المالية.

أ-مخاطر السيولة:

و تتمثل هذه المخاطر في عدم قدرة البنك على سداد الالتزامات المالية عند استحقاقها ، و البنك الذي لا يستطيع الوفاء بالتزاماته قصيرة الأجل تكون البداية لحدوث ظاهرة العجز الذي اذا استمر يمكن ان يؤدي الى افلاسه .

ب-مخاطر التضخم:

وهي مخاطر ناتجة عن الارتفاع العام في الأسعار ، و من ثم انخفاض القوة الشرائية للعملة . و من امقاييس الشائعة لقياس مستوى التضخم ، الأرقام القياسية لأسعار اسلع الاستهلاكية . وعادة ما يقاس التضخم على اساس شهري¹ ، وذلك بايجاد نسبة التغير في الأسعار بين شهرين متتاليين . و لايجاد المعدل السنوي يضرب الناتج في 12.

و كما يبدو فان مخاطر التضخم هي نوع من المخاطر العامة اي المنتظمة .

¹منير ابراهيم هندي : الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، مرجع سبق ذكره، ص 247 -2

ج- مخاطر تقلبات أسعار الفائدة:

و هي مخاطر الناتجة عن التعامل بالعملات الأجنبية ، و حدوث تذبذب في أسعار العملات. الامر الذي يقتضي الماما كاملا ، و دراسات وافية عن أسباب تقلبات الأسعار.

د- مخاطر أسعار الفائدة :

و هي المخاطر الناتجة عن تعرض البنك للخسائر نتيجة تحركات معاكسة في أسعار الفوائد في السوق ، و التي قد يكون لها تأثير سلبي على ايرادات البنك ورأسماله . لذا تصنف ضمن المخاطر العامة أو المنتظمة ، أي انها مخاطر تصيب كافة الاستثمارات بصرف النظر عن طبيعة و ظروف الاستثمار ذاته . و كقاعدة عامة فانه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها ، كلما ارتفعت الأسعار الفائدة في السوق ، انخفضت القيمة الساقية للأوراق المالية المتداولة ، و العكس صحيح .

هـ- مخاطر الاقراض (المخاطر الائتمانية) :

يعتبر هذا النوع من المخاطر من أكثر الأنواع التي تواجهها البنوك التجارية ، بحيث تظهر هذه المخاطر عندما يتخلف المقترض عن سداد القرض في التاريخ المحدد . و يذكر أن مخاطر الاقراض موجودة في نشاطات البنك ، سواء كانت داخل الميزانية أو خارج الميزانية . ومن المعروف أن البنوك التجارية غالبا ما تمنح قروض مقابل ضمانات معينة ، و بعد مرور فترة من الزمن قد تتخفص قيمتها ، و هذا يعتبر من المشاكل أو المخاطر التي تواجهها في هذا المجال . و تقليل درجة تأثير هذا النوع من المخاطر يكون من خلال التنويع ، لكن لا يمكن ازلتها بالكامل بسبب أن جزءا منها (التخلف عن السداد) يكون مرتبطا بالمخاطر السوق .

و-مخاطر السوق :

تنشأ هذه المخاطر نتيجة الاتجاهات الصعودية و النزولية التي تطرأ على السوق رأس المال ، لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعيةفي الدولة ، أو في دول أخرى تربطها بالدولة المعينة علاقات وثيقة . و لا يمكن تجنب هذا النوع من المخاطر عن طريق التنويع ، و يمكن مواجهة الخسائر الناتجة عنه عن طريق التغطية لهذه الخسائر . و مخاطر السوق يمكن ان تأخذ أشكالاً متعددة ، فعلى مستوى البنوك التجارية يمكن أن تظهر نتيجة التقلبات في معدلات الفائدة و قيمة العملات و نتيجة التقلبات في أسعار الأدوات المالية .

ي- مخاطر السمعة :

و هو احتمال انخفاض إيرادات البنك أو بعض عملائه ، نتيجة لترويج اشاعات سلبية عن البنك و نشاطاته . و تنشأ هذه المخاطر نتيجة لفشل البنك في ادارة أحد ، أو كل أنواع المخاطر التي تم ذكرها . و السمعة عامل مهم للبنك ، حيث أن طبيعة الأنشطة التي تؤديها البنوك تعتمد على السمعة الحسنة لدى العملاء .

2- المخاطر التشغيلية :¹

هي مخاطر ناجمة عن ضعف في الرقابة الداخلية، أو ضعف في العنصر البشري و الأنظمة، أو حدوث ظروف خارجية. ان مخاطر الخسارة الناتجة عن احتمال عدم كفاية أنظمة المعلومات ، الفشل التقني ، مخالفة أنظمة الرقابة ، الاختلاس ، الكوارث الطبيعية، جميعها تؤدي الى خسائر غير متوقعة .

1- صندوق النقد العربي: ادارة المخاطر التشغيلية و كيفية احتساب المتطلبات الرأسمالية لها، ورقة عمل معتمدة من قبل مجلس محافظي المصارف المركزية و المؤسسات النقد العربية في 'اجتماعه السنوي الثامن و العشرين، ص ص 8-9 جمهورية مصر العربية، سبتمبر 2004

ويمكن تحديد أنواع المخاطر التشغيلية المتعلقة بأحداث معينة و التي تتطوي على احتمال التسبب في خسارة كبيرة ، منها على سبيل المثال ما يلي :

أ-الاحتيال المالي (الاختلاس):

تعتبر الاختلاسات المالية من أكثر أشكال الاختلاس شيوعا ، و هي تمثل معظم الخسائر التي تتعرض لها البنوك نتيجة حالات الاختلاس من الأموال المودعة بالمصاريف ، او الشيكات من فروع و أجهزة الصرف الآلي . و تتمثل عملية استعادة تلك الخسائر الناتجة عن عمليات الاختلاس من أمور المعقدة و الصعبة ، وفي بعض الاحيان تكون مستحيلة فيستدعي ذلك ضرورة تصميم برامج الكشف عن هذه الحالات و وضع اجراءات تكون أكثر فعالية لتقليل احتمالية حدوثها ، بحيث تكون كلفة هذه الاجراءات لا تزيد بأي حال من الأحوال عن تكلفة محاولة استعادة المبالغ المختلسة .

ب- التزوير:

ان خسائر العمليات الناتجة عن التزوير تتمثل في تزوير الشيكات المصرفية ، أو تزوير الأوراق المالية قابلة لتداول ، مثل : خطابات الاعتماد ، تزوير الوكالات الشرعية نتيجة عدم قدرة الموظفين العاملين في البنوك على التأكد بصورة كافية من صحة المستندات المقدمة اليهم من العملاء قبل البدء في الدفع .

ج- السرقة و السطو:

ان الاستخدام المتزايد لمعايير السلامة الأمنية من قبل البنوك ، أدى الى تخفيض حالات السرقة و السطو . هذا و تزداد حالات السرقة و السطو مع تزايد حالات الجرائم تعاطي المخدرات و المتادرة فيها ، و التي تعتبر غير منتشرة الى حد كبير في الدول العربية بعكس الدول الأخرى .

د- جرائم الكترونية:

تعتبر هذه الجرائم من أكثر الأكثر الجرائم شيوعا و تتمثل في مجالات الرئيسة التالية :

- اجهزت الصرف الآلي .
- بطاقات الائتمان.
- نقاط البيع .
- عمليات الاختلاس الداخلي من خلال تواطؤ الموظفين .
- تبادل البيانات أليا.
- عمليات اختلاس خارجي.

مما سبق يتضح انه يجب ان يتوفر لدى البنك برامج معينة لتعامل مع هذه المخاطر ، فقد تعتمد بعض البنوك أو المؤسسات المالية على وسائل لتقليل حدة المخاطر من خلال ضمانات و مشتقات المالية أو التوريق ، وذلك لغرض الحد من التعرض لمخاطر السوق أو لمخاطر الائتمان ، غير ان هذه الوسائل قد ينتج عنها أشكال أخرى من المخاطر .

المطلب الثاني : المخاطر المرتبطة بعمليات التوريق

تتميز المخاطر المرتبطة لعمليات التوريق بطبيعة مختلفة، حيث نذكر منها يلي:

خطر التسديد المسبق، خطر إعسار المدنيين، خطر تدبب التدفقات النقدية وخطر إعسار المتدخلين.

1-خطر التسديد المسبق

يعد أول خطر تم التعرف عليه بمجرد استعمال أوراق الرهن العقاري (MBS). فعوائد تسديدات الأوراق المتنازل عنها لصالح شركة التوريق، يمكن توجيهها بشكل كبير عن طريق القرارات المتخذة من طرف المدنيين، الذين يفضلون تسديد ديونهم قبل تاريخ الاستحقاق. لقد شكلت هذه الاحتمالية دائما مشكل بالنسبة للمؤسسات المتخصصة في حيازة قروض الرهونات العقارية، حتى أنها مست جميع القروض المختلفة الأخرى غير العقارية التي تضمنت قسم من التسديدات المسبقة.

فالخطر يتزايد دائما عندما مصدر والأوراق المالية ذات المعدل الثابت، وفي إطار انخفاض معدل الفائدة في السوق، من مصلحتهم تسديد بعض الأوراق من الديون السابقة لتعويضها بأوراق جديدة مصدرة في ظروف أكثر ملائمة.

2- خطر إفسار المدنيين

يمكن تمثيل خطر إفسار المدنيين يخطر الائتمان، إذ يمكن للمفترضين عدم الوفاء بالتزاماتهم اتجاه الدائنين. فمعدل الإفسار أو تقدير احتمالية إفسار، متوقفين أساسا على طبيعة القروض المورقة. وكما تشهد به النتائج التالية، هناك نسبة 53.3% من المؤسسات المتوسطة و 52.7% من المؤسسات الكبيرة تسدد ديونها بتأخير يتجاوز 15 يوم مقابل 44.7% للمؤسسات الصغيرة.

3- خطر تدبب التدفقات النقدية

يمكن أن يحدث تدبب في التزام بين التدفقات النقدية المنتظرة من طرف ملاك الحصص، والتدفقات المسددة فعلا من طرف شركة التوريق. هذه التدببات يمكن أن تكون ناتجة عن التأخر في الدفع التسديدات المسبقة، مشاكل الخطاء أو الصعوبات التقنية أثناء الدفع.

4-خطر إفسار المتدخلين

مثلا رأينا هناك عدة مؤسسات تتدخل في عملية التوريق، فإفسار أي متدخل يعتبر خطر على إتمام هذه العملية، وهو أمر وارد دائما. فضلا عن ذلك فبعض الأخصائيين يرون بأن هذا الخطر مؤكد في حالة ما إذا قام نفس الهيكل بلعب عد أدوار في البنية عملية التوريق. ولنضرب مثال عن خطر إفسار المتنازل المحصل للقروض أمام العملاء، فواقعا غي عملية التحصيل يحتفظ المتنازل بالتدفقات المتحصل عليها أثناء فترة معينة قبل تحويلها لحساب شركة التوريق المفتوح لدى الأمين (المودع dépositaire) في هذه الحالة، وفي حالة تطبيق إجراءات التصفية القضائية ضد تجميد هذه الموال على الكل مؤقتا حتى يتم تحديد الحقوق الخاصة بهذه المبالغ بشكل واضح¹.

المطلب الثالث : تقنيات تخفيض المخاطر المتعلقة بالتوريق

لقد عرفت النصوص المالية الإطار العام لبدأ تنفيذ تغطية المخاطر، وذلك بتحديد مختلف التقنيات الممكنة للضمانات في عملية التوريق. فمن وجهة نظر مالي، يشكل ميكانيزم الضمان عنصرا مركزيا للتقييم الممنوح من طرف وكالات التصنيف. ففي مقابل الحصول على أعلى تقييم، تقوم المؤسسة المتنازلة بالمفاضلة بين مختلف أشكال الضمانات التي يمكن تجميعها في صنفين: الضمانات الداخلية والضمانات الخارجية

1-الضمانات الداخلية :

يمكن تصور عدة إجراءات فيما يخص التقنيات الخاصة بالضمانات الداخلية وهي

¹-هذا ما تطرق إليه القانون النقدي والمالي الفرنسي رقم 706-2003 ل 1 أوت 2003، حيث أعطى امكانية تشكيل حساب تحويل لصالح شركة التوريق بغرض عزل من الذمة المالية المتنازل التحصيلات المقبوضة من طرفه لصالح شركة التوريق

الضمان عن طريق المؤسسة المتنازلة، استعمال حساب السيولة، الموال الاحتياطية، المغالاة في الضمان وتقنيات التبعية.

أ-ضمان مؤسسة القرض:

إذا منحت مؤسسة القرض المتنازلة موافقتها لشركة التوريق على تغطية إعسار الدائنين، فإنها ستضع أصولها الخاصة كضمان لهذه العملية. ففي حالة إعسار المقترض، تصفي شركة التسيير الأصول الموضوعة كضمان، لتأمين تسديد المستثمرين. فقيمة إعادة لبيع الأصول تكون العنصر المحدد لتأمين التغطية الصحيحة للخطر¹.

ب- حساب السيولة:

يعد حساب السيولة ضمان مختلف نوعا ما عن سابقه، لأنه يكون كضمان إعسار المؤسسة المتنازلة، وإنما على مواعيد التسديد (إعسار المدنيين). فأى تأخير في تواريخ الاستحقاق، يمكن تعويضه بالودائع الموضوعة في حساب السيولة فهذه الودائع المشكلة بدلالة التقييم الذي يمكن انتظاره من مخاطر التأخر عن الدفع، توضع بمجرد إصدار أوراق شركة التوريق².

ج-الأموال الاحتياطية:

إن تشكيل الأموال الاحتياطية متعلق بوكالة التقييم التي لها إمكانية اشتراط مبلغ معين لمواجهة حالة تدبب في التزامن بين التدفقات المتحصل عليها من المدنيين والتدفقات المدفوعة لحاملي الحصص في هذه الحالة يمكن استعمال الهامش المتكون من

¹ -Thierry Granier, corynne jaffeux : la titrisation-aspect juridique et financier, op, cit, P 121.

² -Ibid, p121

الفارق بين المعدل المتوسط على القروض والمعدل المعروض لحاملي الحصص كغطية للقرض، حيث يوضع في حساب الاحتياط¹

د-المغالاة في الضمان Le Surdimensionnement

ترتكز هذه التقنية على تنازل مؤسسة القرض عن قيمة اسمية للقروض تفوق التمويلات التي يجلبها مكتتبوا حصص شركة التوريق، والتي تكون عموما متواجدة بين 10% إلى 30% من قيمة الإصدارات².

فمثلا تتنازل³ مؤسسة القرض عن 1000 من القروض، وتتحصل في المقابل على 900 من سيولة شركة التوريق، لأن هذه الخيرة تصدر ل 900 من الحصص. يعتبر الفرق ضمان في حالة إعسار على القروض المتنازل عنها.

هـ-التبعية: La Subordination

تصدر شركة التوريق مجموعتان من الحصص، أحدهما تسمى أساسية (Senior) و الأخرى تابعة (Junior). هذه الحصص تمنح خصائص مختلفة، فالحصص الأساسية لا تتحمل خطر التسديد المسبق، بينما تتحملة الحصص التابعة إضافة إلى تحملها لخطر إعسار المدنيين⁴. فالتدفقات الموجهة مبدئيا للحصص التابعة يمكن استعمالها لتسديد الفوائد و أصل القرض للحصص الأساسية بالأولوية، في حالة أي إعسار ملاحظ على القروض المتعاقد عليها. وعندما تكون الحصص التابعة غير كافية بدلالة الخطر الممثل، يمكن تنفيذ ميكانيزمات تكميلية كحساب الاحتياط.

¹ - Ibid, p122

² -Pierre Gensse, Patrick Topsacalian : Ingénierie financière, Op, Cit, p324

³ - Thierry Granier, corynne jaffeux : la titrisation-aspect juridique et financier, op, cit, P 122

⁴ -Ibid, p 123.

2- الضمانات الخارجية :

يتطلب الضمان الخارجي، ومن أجل التغطية ضد مخاطر عدم السداد يقوم بعض المتنازلين بالتأمين على الحقوق المحالة، كما يقومون بالتأمين على الأصول المرهونة كضمان لهذه القروض ضد مخاطر التلف أو الانهيار بالنسبة للمباني أو السرقة أو غير ذلك من المخاطر التي قد تعرض لها تلك الأصول. وتقديم بوليصة التامين أو بوالص التأمين للمصدر (أي شركة التوريق) من أجل زيادة الثقة ودعم عملية التوريق ائتمانيا.

و يتمثل دور المؤمنين في تحليل المحفظة لمعرفة تطورها المحتمل، نوعية المدينين سياسة قروض البنك، تواتر الإعسارات والتي تكون إحدى العناصر تسمح للمؤمن بمنح أو رفض . فتحويل الخطر البنكي للمؤمن لا يتم إلا إذا كان التعرض للخطر متناسب مع القسط الذي ينتظره المؤمن.

ب- الضمان البنكي:

قد تشترط شركة التوريق على المتنازل في حالة ما لم يكن بنكا أو مؤسسة مصرفية أن يقدم لها مع الحقوق المالية المحالة خطاب ضمان مصرف يتعهد فيه بالوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية المصدرة حيث أن المتنازل يكون في جميع الأحوال ضمانا لسداد حقوق المستثمرين.

لقد تم اعتبار التقنية التوريق كوسيلة لتنويع إعادة التمويل. ففي كل عملية قرض كلاسيكية، تقوم المؤسسة المقترضة بحماية المكتتبين ضد خطر إعسار المدينين وذلك برصد جزء من رأس المال في مقابل الأموال المقترضة. ومع ظهور عملية التوريق، لم لهذا الإجراء ضرورة لأنه يتم تحويل تغطية خطر إعسار للغير وهكذا تستفيد مؤسسة القرض من أثر الرفع بتوفير مبالغ ناتجة عن تنازل عن القروض التي كانت ضمن المحفظة.

نفس الشيء بالنسبة للعمليات التي تدخل ضمن القطاع البنكي، فباستعمال التوريق تتفادى المؤسسات البنكية تمبيع رأس المال المرتبط بإصدارات جديدة للأسهم، وذلك باختيار مصادر جديدة للتمويل غالبا ما تتميز الحصص المصدرة بتكلفة، أقل بسبب التصنيف الجيد المرتبط بها مقارنة بالتصنيف الخاص بمؤسسة القرض ذاتها.

غير أنه ولأجل تأكيد انخفاض تكلفة إعادة التمويل عن طريق التوريق، يمكن مقارنة أرباح العملية مع التكاليف التي تحدثها، أي بمعنى التكلفة الوسيطة للتمويل الكلاسيكي بإصدار أوراق مالية في السوق المالي، هامش الحصص المصدرة، تكاليف عملية التوريق نفسها.

جدول: أنواع المخاطر وتدبير لحد منها :

أنواع المخاطر	تدابير للحد من المخاطر
تعثر المدنيين	تبعية
تقييم الأوراق المالية	تقييم الأصول وتصنيفها
الدفع المسبق	ضمان الودائع
تصنيف تقليله	انتشار الزائد
انتظار التدفقات المالية	ضمانات احتياطية / صندوق الاحتياط
التغيير التنظيمي	

Source : Abdililah El Attar : la titrisation origine des crises ou opportunité de // recherche économiques et gestion p31, maroc, 2013

المبحث الثاني: دور التوريق وأثره على التمويل

يعتبر التوريق من أسهل الوسائل للحصول على التمويل بالمقارنة إلى الاقتراض من خلال البنوك أو إصدار السندات، أو زيادة رأس المال (عن طريق طرح أسهم الشركة لاكتتابي البورصة) بسبب التكلفة الباهظة لهذين الاختيارين وتأثيرها على الموقف المالي للشركة.

المطلب الأول: التوريق في سوق الجزائري وأثره على التمويل

شهدت الساحة التشريعية إصدار قانونا خاصا بالتوريق¹ سنة 2006 والذي يهدف إلى تحديد النظام القانوني القابل للتطبيق على توريق القروض الرهنية المتعلقة بقطاع السكن، كما يسعى إلى تدعيم دور البنوك الجزائرية سواء من ناحية التمويل بتوفير المزيد من السيولة أو مساعدتها على تحقيق المعدلات المستهدفة لكفاية رأس المال وفقا لمعايير لجنة بازل. بالإضافة إلى تنشيط سوق الأوراق المالية بتنويع الأوراق المالية المعروضة أو تحسين هيكل المعلومات.

يعرف قانون رقم 05/06 التوريق على أنه² عملية تحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية، تتم هذه العملية على مرحلتين:

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

-قيام هذه الأخيرة بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول في السوق متمثلة للقروض الرهنية

أما عن ملامح التنظيم لنشاط توريق القروض الرهنية في السوق الجزائرية فنورد أهمها:

¹-قانون رقم 05-06 مؤرخ في 21 محرم عام 1427 الموافق لـ 20 فبراير سنة 2006 المتضمن توريق القروض الرهنية الصادرة في الجريدة الرسمية بتاريخ 12 مارس 2006، العدد 15.

²-المادة 02 من قانون رقم 05-06، الجريدة الرسمية العدد 05 ص 14.

أ- إنشاء مؤسسات التوريق:

يعرف قانون 05/06 مؤسسة التوريق بأنها هيئة لها صفة مالية تقوم بعملية التوريق في سوق الأوراق المالية "يتم إنشاء مؤسسات التوريق بقرار من هيئة سوق الأوراق المالية وفقا للشروط والإجراءات التي تحددها اللائحة التنفيذية وتقوم هذه المؤسسات بمزاولة نشاط إصدار سندات قابلة للتداول مقابل ما يحال إليها من محافظ الحقوق المالية والمستحقات أجل الدفع والضمانات الملحقة بها هذا ويقتصر غرض هذه المؤسسات على نشاط التوريق فقط.

ب- إصدار السندات:

الخضوع لتشريعات السوق المالي: تخضع الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسة التوريق وفقا لعملية التنازل عن القروض الحالية والمستقبلية بمبادرة من المؤسسة المتنازلة وفقا للتشريع المعمول به لاسيما المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 المتعلق ببورصة القيم المالية المعدل والمتمم¹ حيث تلتزم مؤسسة التوريق الحصول على موافقة الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية على إصدار السندات.

التزام بشروط الإصدار والاسترداد

تكون شروط الإصدار والاسترداد قيم الأوراق المالية من طرف مؤسسة التوريق ملزمة لهذه الأخيرة وللمستثمرين وتكون ملزمة للغير بما في ذلك حالات التصفية والإفلاس دون أن المساس بحقوق الغير لم يكن على علم بها²

¹-المادة 03 من القانون رقم 05-06 الجريدة الرسمية، العدد 15 ص 14.

²-المادة 05 من القانون رقم 05-06 الجريدة الرسمية، العدد 15، ص 14.

التسجيل لدى المؤتمر المركزي على السندات: ¹ يتعين على مؤسسة التوريق تسجيل الأوراق المالية التي قامت بإصدارها لدى المؤتمر المركزي على السندات ويمكن إصدار الأوراق المالية بدون قسيمة بفائدة أو بخصم لحاملها أو اسمية وتكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية

حقوق المستثمرين: تشمل حقوق المستثمرين كل أصول مؤسسة التوريق أو سير أو تصفية هذا الجناح ² فإنها تكون مقتصرة على أطول هذا الجناح فقط ³

ج-التنازل عن القروض الرهنية:

إثبات التنازل بالاتفاق: يتم إثبات كل تنازل عن القروض الرهنية بين المؤسسة المتنازلة ومؤسسة التوريق بموجب اتفاق بين الطرفين ⁴ بإشراف الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية ولا ينتهي هذا الاتفاق إلا تسليم جدول خاص بالتنازل عن القروض الرهنية يتضمن البيانات الأساسية التالية: ⁵

-تسمية عقد التنازل عن القروض المدعمة برهون عقارية ذات الرتبة الأولى

-الإشارة إلى أن عمليات التنازل عن القروض تخضع إلى أحكام هذا القانون

-تعيين مؤسسة التوريق والمؤسسة المتنازلة

¹-انشاء المؤتمر المركزي على السندات بموجب

²-يعرف قانون رقم 06-05 الجناح فانه: مجموعة معينة من الموجودات محددة مسبقا ومدعمة من الأوراق المالية التي تم اصدارها في سوق الأوراق المالية

³- يعرف قانون رقم 06-05 الجناح فانه: مجموعة معينة من الموجودات محددة مسبقا ومدعمة من الأوراق المالية التي تم اصدارها في سوق الأوراق المالية

⁴-المادة 08 من القانون رقم 06-05 الجريدة الرسمية، العدد 15، ص 15.

⁵-المادة 14 من القانون رقم 06-05 الجريدة الرسمية، العدد 15، ص 15.

-قائمة الديون المتنازلة عنها والمتضمنة البيانات التالية: اسم والعنوان ومكان التسديد من جانب المدين ومبلغ الديون وتاريخ الأقساط النهائية ونسب الفائدة ومميزات الرهون ومرجع عقود التأمين إن وجدت.

-بيان يوضح المبلغ المدفوع من طرف مؤسسة التوريق إلى مؤسسة المتنازلة مقابل القروض محل التنازل

-التزام مؤسسة المتنازلة بالقيام باستبدال القروض المشكوك فيها أو المتنازل عليها صعبة التحصيل لفائدة مؤسسة التوريق

-تاريخ إيداع الجدول

لا تكون المؤسسة المتنازلة مسؤولة عن سداد أي من حقوق المتنازل عنها بعد إتمام عملية التنازل إلى مؤسسة التوريق واطار هيئة المالية بذلك

شكل القروض المتنازل عنها: يجب أن تكون القروض المتنازل عنها من طرف المؤسسة المتنازلة لفائدة مؤسسة التوريق في شكل مجموعة أو كتلة واحدة من القروض وأن تكون عملية الإصدار الأوراق المالية في معاملة واحدة

طبعة القروض محل التوريق: لا يمكن مؤسسة التوريق شراء قروض ما عدا تلك التي تمنح من طرق المؤسسات المتنازلة في إطار تمويل السكن ويجب أن لا تكون هذه القروض متنازعا عليها أو تضمن خطر عدم تحصيل تاريخ التنازل عليها كما يشترط أن تكون هذه القروض مؤمنة إذا كانت بين مبلغ القرض وقيمة السكن تتجاوز 60%

د-استرداد القروض:

يمكن لمؤسسة التوريق أن تكلف المؤسسة المنتازلة أو أي مؤسسة أخرى كالمؤتمن المركزي على السندات باسترداد القروض الرهنية التي تم التنازل عنها والتزام المدين بدفع الأقساط الشهرية بصفة منتظمة للمؤسسة الجديدة المكلفة باسترداد القروض¹

هـ- الضمانات:

تنتقل كل الضمانات والتأمينات المتعلقة بالقروض المورقة إلى /// المالية لمؤسسة التوريق بمجرد أن تصبح عملية التوريق فعلية ملزمة للغير.

و- الإعفاءات الضريبية:

تعني حوالة محافظ التوريق من الضريبة، فعلمية التنازل عن مجموعة أو كتلة من القروض لفائدة مؤسسة التوريق تتم مجاناً .

المطلب الثاني: دور التوريق في تفعيل جانب التمويل:

للتوريق دور كبير في تفعيل جانب التمويل سواء للجهة المقرضة (البنوك، أسواق مالية...) أو الجهة المقرضة (شركات تمديدية، مؤسسا صغيرة، متوسطة...) ويمكن توضيح هذا الدور إجمالاً فيما يلي:

1- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل داورنها عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية²

¹- المواد 22-23-24 من قانون 06-05 الجريدة الرسمية للعدد 15، ص 16.

²-د/سعيد عبد الخالق، توريق الحقوق المالية، دليل المحاسبين من موقع: www.jps-dir.com/form/port/asper tid-24268 pn-42 get-lost-144k-résultat complémentaire

2- تسهيل تدفق التمويل للعمليات الائتمانية بضمان الرهون العقارية وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول

3- تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية وتنشيط سوق تداول السندات وخلق علاقة ارتباطية تمويلية بين قطاعات أخرى كقطاع السكن وسوق الأوراق المالية.

4- رفع مقدرة البنوك في التمويل عن طريق رفع نسبة رأس المال بها، بدليل أن التوريق يسمح بتحويل الديون إلى سندات (تعتبر السندات جزء من رأس المال بالإضافة إلى توفير المزيد من السيولة المتأتية من عمليات التوريق

5- أداة تحويلية جد تنافسية بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (pme) حيث أن تكلفة التوريق بالنسبة لها تتراوح ما بين 3.3% و 5% وهي أقل بكثير من تكلفة الاقتراض المصرفي¹

6- توفير العملات الأجنبية في حالة التوريق عبر حدود فيما لو أمكنه التعامل مع إحدى المؤسسات المهمة بتحويلات العاملين في الخارج أو بطاقات الائتمان وغيرها.

7- تقليل مخاطر الائتمان للأصول ومن خارج توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة

8- انحسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية، وإنعاش سوق الديون الراكدة.

9- تخفيف وطأة المديونية مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال

¹ -Les PME, nouvel enjeu de la titrisation de fréances commerciales, les echos, // avril 25, p34

10-تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات والسيارات و بطاقات الائتمان كما أن انخفاض سعر الفائدة يمكن أن يوفر مناخا مناسباً للقيام بنشاط التوريق¹

11-التوريق أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق لأنه يتطلب العديد من الإجراءات دخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق لإنجاح التمويل.

المطلب الثالث: المزايا المتوقعة على التمويل:

أهم المزايا المتوقعة من تطبيق قانون التوريق العقاري على التمويل

أ-وفرة التمويل:

يساعد التوريق على تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة² ومن تم علاج مشكلة قصور الفترة التمويلية لدى بعض المؤسسات وخفض تكلفة الاقتراض بالمقارنة بطرق التمويل التقليدية³، ما يتيح القدرة على تعبئة مصادر التمويل بالحصول على مستثمرين جدد ومن ثم توفير تمويل طويل الأجل يتسم بانخفاض درجة المخاطر نظرا لكونه السندات مضمونة بضمانات عينية وهي الأصول العقارية ضل إلى ذلك التوريق يوفر ائتمان بالمرونة والتنوع من حيث مدد السداد وطريقته و شروطه بالإضافة إلى عائد ثابت.

¹-حنان فايزة، كفاءة التوريق أمل البورصة للانتعاش، البورصة المصرية، عدد 272، جويلية 2002، ص 13.

²-بنك الاسكندرية، فترة الاقتصادية، المجلد الخامس والثلاثون، 203، ص 19-20.

³-رشدي صالح عبد الفتاح صالح، البنوك الشاملة وتطوير دور الجهاز المصرفي المصري، الدار الجامعة، مصر، 2000، ص 49.

ب-رفع مقدرة الأداء والتمويل لدى البنك:

من خلال مساعدتها على تحقيق المعدلات المستهدفة لكفاية رأس المال وفقا لمعايير لجنة بازل العالمية حيث يتيح لها هذا النظام تحويل تلك الديون إلى جانب رأس المال في ميزانياتها وقد نجد البنوك في هذا النشاط فرصة طيبة للحول على حولات مجزية مقابل قيامها بتحصيل أقساط وفوائد الدين الأصلي كوكيل عن شركة التوريق.

وفي هذا الاطار حصلت البنوك العمومية والخاصة من شركة إعادة الرهن العقاري على تغطية وصلت إلى 80% للانطلاق في منح قروض السكن التي يتوقع أن تصل إلى 6 ملايين قرض¹ ، كما شرع الصندوق الوطني لتوفير والاحتياط في أفريل 2006 في تطبيق صيغة جديدة للقروض العقارية تتمثل في تقديم قروض رهنية على أساس قيمة الضمان على أن تفوق قيمة السكن المراد شراؤه 600 مليون سنتيم، يمنح البنك 5% من قيمة السكن مقابل تقديم عقد العقار مقابل الحصول على العقد دون غيره من الوثائق الأخرى ككشف الراتب وغير²بالإضافة إلى قيام بنك الإسكان للتجارة والتحويل بمنح قروضا تجاوزت 3 ملايين دينار منذ ثلاث سنوات من انطلاق نشاطه منها 40% قدمت كقروض للأفراد والعائلات حيث يبقى بنك الإسكان من البنوك التي تقترح اقل نسبة فوائد فيما يخص القرض العقاري بنسبة 0.75%³

¹-عبد الوهاب وكروج، البنوك العمومية والخاصة ستنتقل في منح قروض السكن، جريدة الشروق اليومي الصادر بتاريخ 2006/06/01، عدد 1701، ص 02.

²-م.بوزامة، تسهيلات للحصول على قرض عقاري، جريدة الخبر اليومي، الصادرة بتاريخ 2006/05/02 السنة السادسة عشر، عدد 4692، ص 6.

³-يوسفي، بنك الإسكان منح القروض تجاوزت ملايين دينار، جريدة الخبر اليومي الصادرة بتاريخ 2006/08/31،

المبحث الثالث: التوريق كوسيلة للتمويل

المطلب الأول: التكلفة الوسيطة للتمويل الكلاسيكي بإصدار أوراق مالية في السوق المالي

ترتبط تكلفة إصدار الأوراق المالية المصدرة، بشروط السوق في لحظة الإصدار، وبالخطر بالمصدر، فشروط السوق تظهر من خلال معدلات الفائدة على السندات الحكومية¹ (الخالية من المخاطر) مع إضافة إلى هذا المعدل تعويض يناسب الخطر في حالة السندات غير الحكومية. ولا ننسى أن نذكر بأن التصنيف هو تقييم ممنوح لملاءة الورقة المالية المصدرة من طرف المؤسسة البنكية، وليس تقييم لهيكل المؤسسة ذاتها، فمقارنة بالأدوات الكلاسيكية، يعتبر التوريق مصدر التكلفة فيه لا تتعلق بتقييم المقترض، فالدين المصدر مقيم من طرف وكالات التصنيف بدلالة نوعية إسناده للأصول وللتدفقات النقدية التي تتولد عن هذه الأصول.

المطلب الثاني: هامش الحصص المصدرة

من بين الأرباح المستخرجة عند استعمال المؤسسات البنكية للتوريق، نحفظ بشروط القرض المرتبطة بتقييم الحصص الصادرة عن شركة التوريق، والتي تكون عموما مرتفعة عن تقييم المؤسسة نفسها، فبوجود ميكانيزم الضمان، ستقوم شركة التوريق بإصدار حصص يكون فيها التصنيف أكثر جاذبية،

¹ - السندات الخالية من المخاطر: وهي في الولايات المتحدة الأمريكية: T.Bonds، أما فرنسا فهذا النوع من السندات هو "QAT"

وتكون بالضرورة تكلفة هذا المصدر من التمويل منخفضة¹. ولتوضيح ذلك نفرض ذلك نفرض أن مؤسسة مالية (بنك) تم تقييم جدارتها الائتمانية BBB، وتريد الحصول على قرض، تستطيع هذه المؤسسة إتباع إحدى الأساليب الآتية:

* أن تقوم بإصدار سندات ويتم احتساب العائد الذي يحصل عليه المستثمر بتلك السندات طبقا للتقييم BBB، والذي يحدد تكلفة الاقتراض للمؤسسة

* بفرض أن المؤسسة لديها أصل (أوراق قبض) تتعدى قيمته المبلغ المطلوب اقتراضه، تستطيع المؤسسة إصدار سندات بضمان هذا الأصل ولكن تكلفة الاقتراض لن تتغير عن الحالة السابقة حيث أنه عند تعرض المؤسسة للإفلاس سيقوم جميع دائنيها، بالمطالبة بحقوقهم القانونية في الصول بما فيها الأصل الضامن للسندات

* نفترض هنا أن المؤسسة قامت بتأسيس منشأة ذات غرض خاص وتحويل الأصل الذي تريد الاقتراض بضمانه إلى تلك المنشأة، في هذه الحالة إذا تعرضت المؤسسة للإفلاس سوف يخسر الدائنون حقوقهم القانونية بهذا الأصل حيث أصبح ملك للمنشأة. بالإضافة إلى هذا سوف تقوم المنشأة ذات الغرض الخاص بإصدار أوراق مالية بضمان هذا الأصل، والحصول على جدارة الائتمانية التي تريدها لهذه الأوراق المالية والتي في الغالب ما تكون أعلى من جدارة المؤسسة مالكة الأصل، مما يؤدي إلى تكلفة الاقتراض على المؤسسة.

وللحصول على الجدارة الائتمانية التي تريدها لتلك الأوراق المالية. تقوم المنشأة بعرض خصائص الأصل الضامن للأوراق المالية على المؤسسة التي تقوم بالتقييم، لتحديد الخطوات التي يجب إتباعها للحصول على الجدارة الائتمانية المطلوبة، عن طريق

¹ -Thierry Granier, corynne jaffaux : la titrisation-aspect juridique et financier, op, cit, P 122

استخدام ما يسمى تعزيزات ائتمانية لذلك فإن المؤسسة السابق ذكرها ذات الجدارة الائتمانية BBB، تستطيع الحصول على تمويل عن طريق استخدام أصل لديها كضمان للأوراق المالية للحصول على جدارة ائتمانية أعلى لتلك الأوراق المالية، وفي واقع المر تستطيع باستخدام التعزيزات الائتمانية الكافية إصدار أوراق بجدارة ائتمانية AAA.

وهكذا يجب أن تكون شروط الإصدار من خلال المعدل الممنوح للمستثمرين، ملائمة للمؤسسات المقرضة، والتي ستعرض لتكلفة قرض أقل من نظام التمويل التقليدي.

ونضيف إلى ذلك بأنه في الظروف الحالية، التي تحكم الأسواق المالية والعالم الاقتصادي، نجد تقهقرات في التصنيف تجعل من التوريق وسيلة فعالة لايجاد الأموال بسعر معقول.

المطلب الثالث: تكاليف عملية التوريق

إن نجاح أسلوب التوريق لا يمكن أن يكون بدون تكلفة، ففي بداية الأمر يجب التويه بتكلفة التعرف والتحكم في هذه التقنية، أي بمعنى الوصول إلى معرفة هذه التقنية الجديدة، إن تكلفة الحصول على المهارة في عمليات التوريق كبيرة وهذا بسبب تنوع المعارف التي يمكن الحصول عليها من جهة، ومن جهة أخرى بسبب صعوبة عزل هذه العمليات عن بقية العمليات المرتبطة بنشاط مؤسسات القرض. كما يمكن إحصاء تكاليف الوسائل البشرية والممثلة إما بالتشغيل إجراء جدد مختصين في عملية التوريق، وإما بتكاليف التكوين الخاصة بهذه التقنيات الجديدة، وبعدها لا بد من إضافة تكاليف وضع عمليات التوريق والمتمثلة في¹

¹ - Thierry Granier, corynne jaffaux : la titrisation-aspect juridique et financier, op, cit, P 178

- مصاريف الإنشاء تتفاوت بين 1% إلى 0.25% من مبالغ القروض المتنازل عنها
- عمولة المنظم، تتراوح بين 0.15% إلى 0.35% من المبالغ المورقة
- عمولة ضمان وتوظيف الأوراق المالية، والتي تمثل من 0.25% إلى 0.5% من القيمة الاسمية للحصص المصدرة.
- مصاريف التسيير المرتبطة بعمل شركة التوريق، والمقدرة بين 0.15% إلى 0.30% من مبالغ القروض المتنازل عنها.
- تعويض وكالات التصنيف

تطرقنا في هذا المبحث إلى أثر استعمال التوريق على ميزانية البنك كونه وسيلة للتمويل وبيننا بأن اهتمام البنك ينصرف إلى تكلفة الحصة على هذه الأموال، وذلك من أجل الحفاظ على عائد مقبول على حقوق الملكية. كما شرحنا بمثال بأن كل عملية توريق ناجحة يجب أن تستجيب إلى انخفاض التكلفة، مقارنة مع تلك الخاصة بالتمويل الكلاسيكي مثل السندات، وأنهينا هذا المبحث بالحديث عن التكلفة الإجمالية لعملية التوريق المتضمنة مصاريف التركيب، مصاريف التسيير، مصاريف الضمان وتعويض المستثمرين.

الخلاصة:

إن الفائدة من التوريق تستمد من المزايا التي توفرها هذه التقنية بالنسبة للنظام المالي وبالأخص مؤسسات القرض. فتطور التوريق بشكل مرحلة جديدة ومعتبرة في تطور المؤسسة البنكية.

من خلال هذا الفصل توصلنا إلى جملة من النتائج تعتمد إلى حد كبير أهمية ودور نشاط التوريق في تحسين تسيير المخاطر وفي تفعيل عملية التمويل وتشمل أهم هذه النتائج:

- تؤول التقنية التوريق إلى تخفيض المخاطر الموجودة بميزانيات المؤسسات المالية
- يعتبر التوريق من السياسات التمويلية الحديثة فهو أداء مالية مستحدثة تفيد تحويل القروض إلى الأوراق المالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية وبالتالي تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول السائلة.
- التمويل باستعمال أداة التوريق يعتبر أقل تكلفة بالاقتراف المصرفي بالنسبة للمؤسسات المقترضة وخاصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
- يرفع التوريق القدرة التمويلية للبنوك
- يساهم التوريق في تطوير الدور التمويلي لسوق الأوراق المالية بمنح أوراق مالية جديدة وخلق علاقات تمويلية بين قطاعات مختلفة كقطاع البنكي وهذا السوق. بالاضافة إلى نشر الشفافية وتفعيل دور مؤسسات التصنيف الائتماني.
- إن صدور القانون رقم 06/05 سنة 2006 في الجزائر الخاص بتوريق القروض الرهنية بإمكانه أن يطور دور البنوك الجزائرية في التمويل

-يعتبر اللجوء إلى استعمال التوريق وسيلة لتنويع مصادر التمويل فهو مصدر جديد
للاعادة التمويل.

-تعمل تقنية التوريق على تقليل من التكلفة وبالتالي تحقيق مردودا على قياس بطرق
التمويل التقليدية.

الفصل الثالث

تطبيق عملية التوريد

في بنك تنمية محلية BDL

تمهيد:

إن التطور الذي شهدته اقتصاديات دول العالم جعلها تبحث عن نظام مصرفي يساعدها على وضع سياسة اقتصادية ومالية تترجم استراتيجياتها في السوق وهذا الإطار عملت الجزائر على إصلاح المنظومة البنكية بما يتماشى وتوجيهات الانتماء الجزائري لمحطة اقتصاد السوق.

فقامت باتخاذ جملة من إجراءات الإصلاحية المتتالية على مستوى التشريعي منها إصدار قانون التوريق سنة 2006، قصد تطوير السوق الرهنية في الجزائر وموازة مع ذلك قامت السلطات العمومية بإنشاء مجموعة من المؤسسات المالية الجديدة، لتجسيد بشكل أفضل للاحتياجات الخاصة لبعض القطاعات خصوصا في إيجاد التمويل العقاري طويل الأجل، سنتطرق من خلال عرضنا لهذا الفصل في:

المبحث الأول: نشاط العقاري لبنك التنمية المحلية

المبحث الثاني: التمويل الرهني في الجزائر

المبحث الثالث: توريق محفظة القروض العقارية لبنك تنمية محلية BDL

المبحث الأول: نشاط العقاري لبنك التنمية المحلية

إن التطور الذي شهدته اقتصاديات دول العالم، جعلها تبحث عن نظام مصرفي يساعدها على وضع سياسة اقتصادية ومالية تتجمع استراتيجياتها في السوق.

سنقوم في هذا المبحث بعرض نشاط العقاري لبنك التنمية المحلية حيث سنتطرق إلى التاريخ، تنظيم وطبيعة نشاط البنك في السوق العقاري.

المطلب الأول: تاريخ بنك التنمية المحلية¹:

تم إنشاء بنك التنمية المحلية « BDL » بمرسوم رقم 84-158 ليوم 30 أفريل 1985، وذلك نتيجة تغيير بنية القرض الشعبي الذي تنازل له عن 39 وكالة تتمثل المهمة الرئيسية لبنك التنمية المحلية في تمويل ومواكبة المؤسسات العمومية المحلية في تطورها الجهوي والوطني، هذه المؤسسات التي ساهمت بنسبة 90% من توظيفات البنك، ومع استقلالية المؤسسات تحول بنك التنمية المحلية في 20 افريل 1989 إلى شركة ذات أسهم ، ذات رأس مال اجتماعي مقدر بـ1440 مليون دينار جزائري.

وبداية من السنة 2001، تم توسيع نشاط هذا البنك ليصبح بنك شامل ينشط في مختلف ميادين الحياة الاقتصادية، عن طريق شبكة مكونة من 153 وكالة متواجدة عبر كافة التراب الوطني، ففي الواقع ثم تنويع أنشطة البنك وذلك بإعطاء نفس جديدة للتعرض العقاري، إضافة إلى القروض الممنوحة للخواص.

¹ – BDL : pettre des président directeur général Altammigo, p5, revue trimestrielle n° 05, Septembre 2005.

لمحة تعريفية لمديرية الجهوية الاستغلال (DRE):

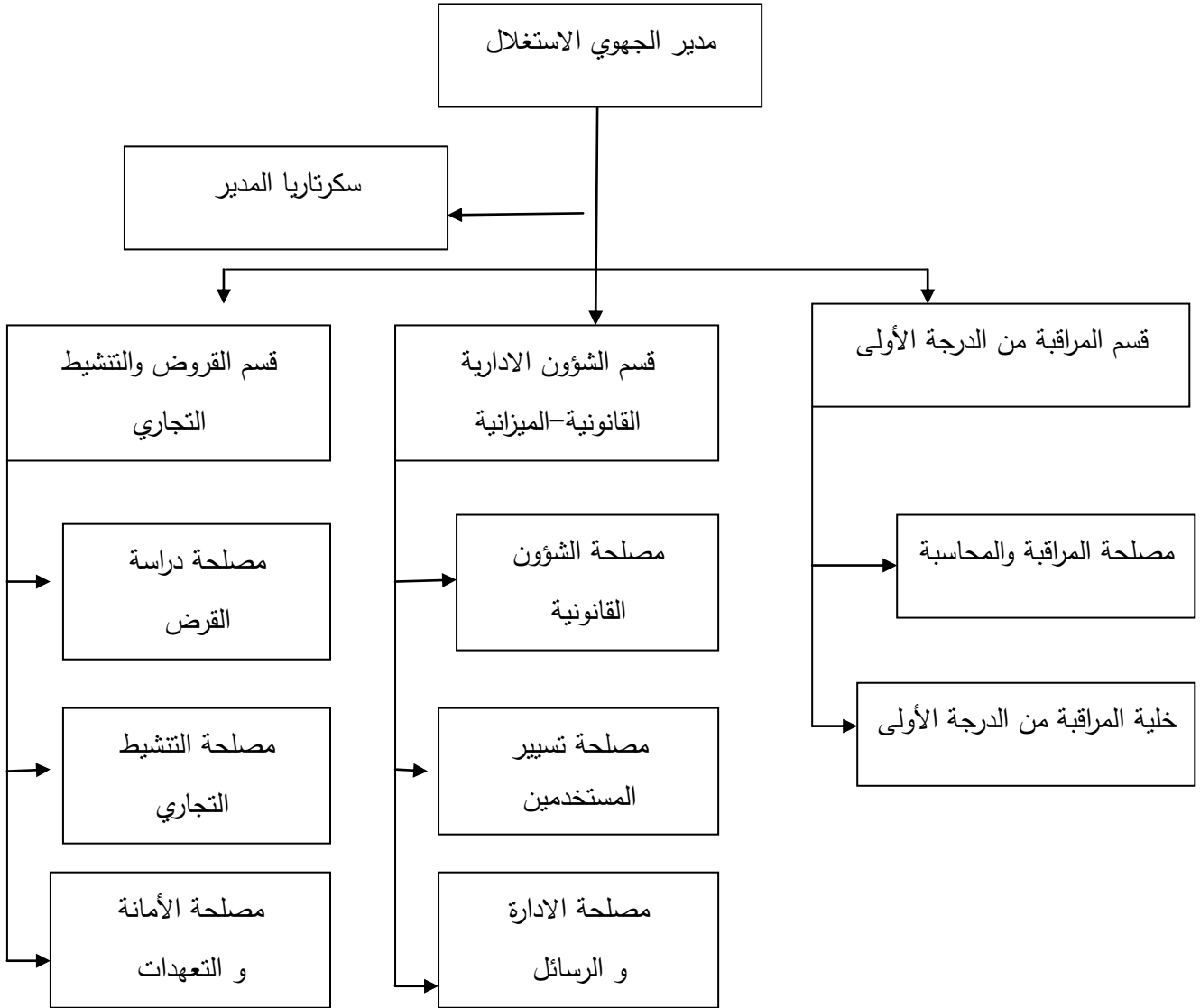
يتفرع بنك التنمية المحلية من عدة أقسام من بينها مديرية الجهوية الاستغلال فرع مستغانم الذي تطور من سنة إلى أخرى.

تعريف بنك التنمية المحلية الجهوية لولاية مستغانم:

أنشأ بنك التنمية المحلية لولاية مستغانم في 1985/07/01 وكان يشمل آنذاك وكالة رسمية بمستغانم "بن سليمان" وأيضاً وكالة غليزان، تيارت، وادي رهيو، مازونة وسيدي علي.

برز هذا التقدم في الشبكة بفتح في 1998/11/12 مراكز جديدة لفوج الاستغلال بمستغانم وكالة الدهرة و عدة وكالات أخرى بعين تادلس، قصر الشلالة وزمورة وما يمثل 11 وكالة مقسمة على 3 ولايات إلى نهاية سنة 2003.

مخطط مديرية الجهوية الاستغلال:



المطلب الثاني: تنظيم مديرية القرض العقاري والقروض الخاصة:

تعمل مديرية القرض العقاري والقروض الأخرى الخاصة، تحت وصاية السلطة السلمية للمديرية العامة. وتتمثل مهمتها الرئيسية في وضع سياسة القرض للبنك والسهر على تطبيقها وعلى هذا الأساس فهي تقوم بـ:

-دراسة ومعالجة ملفات القرض العقاري والقروض الأخرى الخاصة،

-فتح ملفات باسم كافة العملاء ذوي الالتزامات

-الحرص على تنفيذ الجيد للشروط المطلوبة للاستعمال القرض.

-وضع دوريا الميزانيات، التقارير ومخططات العمل الخاصة بنشاط البنك في مجال القرض العقاري والقروض الخاصة.

-مساهمة في مختلف اجتماعات العمل المنعقدة من طرف أجهزة خارجية بهدف ترقية أنشطة والعملاء. فيما يتعلق بالقرض العقاري والقروض الخاصة.

-عقد جلسات عمل مع مجموعة هياكل البنك في كل ماله صلة بالقروض العقارية القروض الأخرى الخاصة

-البحث عن حلول لمشاكل التي يمكن أن تطرح لدى وكالات فيما يخص القروض العقارية

-المساهمة في إعداد برامج التكوين وتحسين المستوى للموظفين المكلفين بنشاط العقاري.

ومن أجل ضمان قيامها بالمهمة المنوطة بها على أحسن وجه، تقسم مديرية القرض العقاري والقروض الخاصة الأخرى إلى 3 مصالح قطاع (قسم) وخلية¹

1- مصلحة القرض العقاري

2- مصلحة الترقية العقارية

3- مصلحة القروض الخاصة

4- قطاع (قسم) الإحصائيات، مراقبة القروض ومتابعة الضمانات

5- خلية تسيير الأعمال الإدارية (الشؤون الإدارية)

1- مهام مصلحة القرض العقاري:

تتمثل هذه المهام في:

- دراسة ملفات القرض العقاري وعرضها على اللجان المركزية للقرض

- إعداد بطاقة تقييم القرض وتقديرها لمسح القروض

- تحويل نسخ من الموافقة على القرض إلى الهياكل المعنية.

- انجاز محافظ إعادة التمويل وإرسالها لشركة إعادة التمويل الرهني متابعة الحصول على الموافقة وهذا التفاوض مع الشركة فيما يخص شروط إعادة التمويل.

¹ – Circulaire n° 31/2005 relative à l'organigramme de la directeur du crédit immobilier et des crédits spécifique.

• تتلقى المديرية دوريا، تقارير منجزة من طرف قطاع الإحصائيات مراقبة القروض ومتابعة الضمانات بهدف تحديد التوجيهات التي يمكن أن تحسن من تسيير القروض.

هذه المصلحة منظمة على شكل قسم تسيير القروض وإعادة التمويل مقسم إلى ثلاثة خلايا (شرق - غرب - وسط).

2- مصلحة الترقية العقارية:

لديها مهمة رئيسية متمثلة في منح ومتابعة القروض المرتبطة بالترقية العقارية. وعلى هذا الأساس فهي تقوم بـ:

• دراسة ملفات تمويل المتعهدين العقاريين وعرضها على كافة اللجان المركزية للقرض

• السهر على انجاز اتفاقيات القرض من طرف الوكالات.

• انجاز دراسات متعلقة بالترقية العقارية بالتعاون المتحصل مع مكاتب الدراسات المختصة

• الحصول على كل ما يتعلق بالتوثيق والمعلومات الضرورية لتقييم وتقرير احتياجات المتعهدين العقاريين

• تتلقى دوريا التقرير المنجزة من طرف قسم الإحصائيات مراقبة القروض ومتابعة الضمانات بغية تحديد التوجيهات التي تسمح بتحسين تسيير القروض للمتعهدين العقاريين

وتنظيم هذه المصلحة على شكل قسمان:

أ- قسم تسيير القروض

ب- القسم التقني

3- مصلحة القروض الخاصة:

مكلفة بتمويل ومتابعة الأنشطة التالية:

- قروض الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب " ANSEJ "
- قروض الصندوق الوطني للتأمين على البطالة " CNAC "
- قروض الاستهلاك
- قروض أخرى تحمل طابع خاص

تتمثل المهمة الرئيسية المصلحة في وضع ومتابعة القروض المتعلقة بالقروض

الخاصة وعلى هذا الأساس فهي تقوم بـ:

- السهر على انجاز اتفاقيات القرض الخاص بالتعاون المتوقع مع مكاتب دراسات متخصصة
- الحصول على كل ما يتعلق بالتوثيق والمعلومات الضرورية لتقييم وتقرير احتياجات المتعهدين.

وهذه المصلحة منظمة إلى قسمي:

أ- قسم تسيير القروض

ب- قسم قروض الاستهلاك وقروض أخرى خاصة

4- قسم الإحصائيات ومراقبة القرض ومتابعة الضمانات:

هذا القسم منظم على شكل ثلاث خلايا تتلخص مهامها فيما يلي:

أ- خلية الإحصائيات:

وتقوم بـ:

- انجاز تقارير النشاطات الدورية لمختلف أقسام المديرية

- ضمان المتابعة الرقمية لكل نشاطات المديرية عن طريق كافة مصالحها
- ترقيم كافة التبليغات والموافقات الخاصة بالقرض وبالتالي تشكيل قاعدة معلومات وركيزة أخرى للمراقبة
- إرسال الإحصائيات الضرورية للإدارات الخارجية المختلفة (الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب، الصندوق الوطني للتأمين على البطالة، الوزارات...).

ب-خلية مراقبة القروض:

وتقوم بـ:

- متابعة مطابقة الموافقات المحصل عليها من الوكالات للنصوص القانونية للبنك (مناشير، تعليمات...)
- مراقبة قانونية القرض ومدى مطابقته مع الإجراء المعمول به
- إعداد الوضعيات الثلاثة الاستعمال وتسديدات القروض
- متابعة استخدامات القروض وحالات عدم التسديد المحتملة

ج-خلية متابعة الضمانات:

تتمثل مهمتها الأساسية بصفة عامة في التسجيل المحاسبي للضمانات ومتابعة الحصول عليها.

5-خلية تسيير الأعمال الإدارية:

وهي مكلفة بـ:

- التسيير الإداري للموظفين
- متابعة انضباط الموظفين
- متابعة الموظفين في التكوين أو الملتقيات المتعلقة بمديرية التكوين

- إعداد ومتابعة مخططات العطل السنوية الاستثنائية
- إعداد ميزانية التسيير والاستثمار للمديرية على أساس إرشادات وتوجيهات المدير
- جرد صيانة وتوزيع الوسائل المادية
- تسيير الأرشيف وعقار المديرية

مطلب الثالث: نشاط بنك التنمية المحلية في السوق العقاري:

يعتبر القرض العقاري سلفة طويلة الأجل ممنوحة للخواص بهدف تمويل العمليات العقارية المتعلقة بشراء إنجازات أو تهيئة مسكن وهو موجه أساسا للخواص.

المقيمين بالجزائر الذين أعمارهم عن 65 سنة و المتمتعين بدخل ثابت و منظم يساوي على الأقل مرتين الأجر الوطني الأدنى المضمون (SNMG).

عند استيفاء الشروط المذكورة وفي حالة الموافقة على التمويل وبعد استكمال المستفيد لبعض الشكليات (فتح حساب جاري مضاء اتفاقية القرض ...). يقوم البنك بمنحة مبلغ القرض الذي يجب أن تتوفر فيه الشروط التالية¹:

مبلغ القرض:

- لا يجب أن تتعدى مبلغ القرض 3 مليون دينار جزائري مهما تكن تكلف المسكن (البناء، التوسيع، التهيئة ... الخ).
- يحدد مبلغ القرض بالقدر على التسديد الشهري

¹- circulaire n° 38-201, relative aux règles, procédures et conditions d'octroi du crédit immobilier aux particuliers, daté du 02 janvier 2001.

- لا يجب أن يتعدى القسط الشهري للتسديد 30% من الدخل الشهري للعائلة إذا كان هذا الأخير أقل أو يساوي 50.000 دج و 40% إذا كان دخل العائلة يفوق 50.000 دج

مدة القرض:

- يمكن أن تمتد المدة القصوى لتسديد القرض إلى غاية 30 عاما فهي تحدد بقدرة التسديد للمستفيدين وبعمرة الذي لا يجب أن يفوق 70 سنة
- بالنسبة للأشخاص الذين تتجاوز أعمارهم 60 سنة لا يجب أن تتعدى مدة هذه القروض 5 سنوات.

معدل الفائدة:

- بالمطابقة مع شروط إعادة التمويل لإعادة التمويل لشركة الرهنى يتغير معدل الفائدة أثناء فترة القرض فيمكن أن يتطور على الارتفاع أو الانخفاض بدلالة السوق.
- يتغير معدل الفائدة بحسب ما إذا كان المستفيد من القرض مدخر بنك التنمية المحلية أو لا.

- معدل الفائدة المطبق على المدخرين الذين لديهم دفتر بنك التنمية المحلية (Livret BDL)

هو 2 زائد المعدل المرجعي (شركة إعادة التمويل الرهنى)

الرسوم:

تعفى القروض السكنية الممنوحة للعائلات (للحصول على سكن شخي أو بنائه من الرسم على القيمة المضافة (TVA) مطابقة مع قانون المالية المعمول به.

العمولات:

تدفع عمولة التسيير من طرف العميل بتاريخ وضع القرض يحسب مبلغها كما يلي:

- 6000 دج لقرض مدته أقل أو يساوي 10 سنوات.
- 8000 دج لقرض مدته تفوق 10 سنوات وأقل من 15 سنة
- 12000 دج لمدة تفوق 15 سنة

الضمانات:

يكون موضوع الضمانات عقارية مرهونة من الرتبة الأولى محررة لدى الموثق.

فتحريير الأموال يكون:

- بعد حصول البنك على عقد الرهن من الموثق
 - بعد تأمين القرض العقاري لدى شركة ضمان القرض العقاري (SGCI)
- هذا التأمين يكون على عاتق المقترض وهو يغطي:
- تأمين مخاطر متعددة للسكن (حريق)
 - تأمين وفاة المستفيد
 - تأمين خطر القرص
 - يمكن للبنك أن يأخذ أيضا تأمين تكميلي (كفالة من طرف ثالث قادر على الوفاء بالدين).

لقد عرف القرض العقاري الممنوح للخواص من طرف بنك التنمية المحلية تطورا سريعا خاصة خلال سنة 2004 والسبب في ذلك يعود من جهة إلى التنظيم الجديد للوكالات الذي يسمح في نفس الوقت بلامركزية قرار منح القرض وبنزع طابع البيروقراطية من القرض العقاري كما يعود من جهة أخرى إلى تعميم المنتج على العملاء فضلا عن ذلك فلقد سمح برنامج التكوين المستمر لهياكل الاستغلال بالتحكم في ميكانزمات التمويل الخاصة بهذا القرض والجدول التالي يبين تطور نشاط القرض العقاري الممنوح للفترة (2000-2004).

الجدول (3.1): القروض العقارية الممنوحة من طرف بنك التنمية المحلية

الوحدة: ملايين الدنانير

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	المجموع
عدد الملفات	37	599	4585	6488	7404	19113
المبالغ	32130	465845	3335573	4457403	4909431	13200382

Source: BDL Rapport Annuel2004

يوحي هذا الجدول بأن الانطلاقة الحقيقية للقروض العقارية للخواص، تمت خلال سنة 2002 بعد تحقيق نتائج متواضعة في سنة 2000 وسنة 2001 وعلى هذا الأساس تحول عدد القروض الممنوحة من 37 في سنة 2000 إلى 599 في سنة 2001 ليصل إلى 4585 في 2002 وقد تواصل هذا التطور ليصبح 6488 في نهاية 2003 ثم ليصل إلى 7404 في نهاية 2004 فعلى مجموع الفترة ارتفع عدد القروض الممنوحة إذن إلى 19113.

وبمفهوم المبالغ المالية يجند القرض العقاري للخواص أكثر من 13200 مليون دينار جزائري على مجموع الفترة 2000-2004 ففي خلال سنة 2004 فقط بلغ

القرض ما يزيد عن 4909 مليون دينار أي أكثر من نصف القروض الممنوحة منذ إنشاء هذا المنتج.

أما بمفهوم النسب فغن النتائج الإجمالية للفترة 2000-2004 تبين بأن البناء الذاتي يخص 46 %

من الطلب على القرض (أي من المبلغ الإجمالي للقرض) و يليه شراء السكنات الجديدة التي تجند 15 % من الطلب على القرض إضافة إلى التهيئة و التوسيع اللذان يأخذ كل منهما 8 % من الطلبات على القروض و هذا ما تبينه الجدول رقم(3-2).

الجدول (3-2): التوزيع حسب النسب للقرض العقاري الممنوح

المجموع (2004-2000)		موضوع القرض	
1%	المبلغ	عدد الملفات	
46	6035037	8347	البناء الذاتي
15	2002991	2355	شراء سكنات جديدة
8	1132314	1808	تهيئة السكن
8	1052221	1539	توسيع السكن
12	1557837	3190	البناء الذاتي (CNL)
5	674954	617	الشراء ما بين الخواص (PAP)
3	363045	703	شراء سكنات جديدة (CNL)
1	212324	321	البيع على المخطط (VSP)

¹ - كل النسب في هذا الجدول تم تقريبها إلى عدد صحيح.

1	109790	203	شراء سكن اجتماعي تساهمي
1	59869	30	شراء سكنات في اطار التعاونيات
100	13200382	19113	المجموع

Source: BDL : le crédits aux particuliers Al Tanmiya Op. Cit, P22

فضلا عن ذلك نلاحظ بأن مبلغ تمويل شراء سكن في إطار البيع على المخطط و أيضا السكن الاجتماعي التساهمي تبقى جد ضئيلة حيث تمثل 1 % و هذا بالرغم من إنشاء السلطات العمومية لبرامج هائلة تخص السكن الاجتماعي التساهمي على مستوى كافة التراب الوطني.

إن انفتاح الجزائر على اقتصاد السوق، سمح بتكثيف مؤسساتها المالية مع هذا الوضع الجديد، و التي أدت في النهاية إلى ظهور مجموعة جديدة من المؤسسات المالية في الساحة الوطنية، منها إنشاء الصندوق الوطني للسكن، إنشاء شركة إعادة التمويل الرهني، تأسيس شركة ضمان القروض العقارية. هذه المؤسسات تعمل إلى جانب في مجال التمويل الرهني الذي يرتبط مباشرة بالسوق العقاري، و هذا ما سنتطرق إليه في مبحثنا التالي.

المبحث الثاني : التمويل الرهني في الجزائر

يستند التمويل (أو القرض) الرهني على ضمان حقيقي (بناية، ارض)، حيث يعتبر كل تمويل عقاري هو بالضرورة تمويل رهني، إلا انه لا يمكن اعتبار كل تمويل رهني تمويلًا عقاريًا ، لأن التمويل الرهني اشمل معنى ، و ما التتويج العقاري إلا نوع من أنواعه و هذا عائد بطبيعة الحال لنوع الرهن.

و ينقسم التمويل الرهني إلى عدة أنواع¹: التمويل الرهني ذو سعر فائدة ثابت و متغير ، التمويل الرهني ذو نصاب مرتفع ، التمويل العادي ، القرض الرهني المغلق و المفتوح ، القرض الرهني القابل للدفع المسبق ، التمويل الرهني المجزأ ،... الخ .

من جهة أخرى ، تسمح عملية إعادة التمويل الرهني بجمع مجمل القروض (قرض عقاري، قرض شخصي، قرض للاستهلاك)، في قرض رهني واحد بمعدل فائدة لقرض عقاري و لفترة طويلة. أي أن عملية إعادة التمويل الرهني ، تركز على إعادة تمويل محافظ القروض الممنوحة مقابل ضمانات للشرائح الاجتماعية المحرومة من طرف الوسطاء المعتمدون (كالبنوك مثلا)، الملزمون بتقديم قائمة اسمية بالديون المعاد تمويلها، للشركات (المؤسسات المالية) المختصة في إعادة تمويل القروض الرهنية .

و بما إن عملية التوريق التي ستقوم بتناولها ، تتعلق بالقروض العقارية. فان هذا المبحث سيعرض تطور السوق العقاري الجزائري ، و كذا مختلف المنشآت العاملة فيه ، و يليه بعد ذلك تمثيل تدخل شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) في السوق لإعادة التمويل الرهني باستخدام تقنية التوريق .

¹- عمر طالب، عبد الحميد غوفي: إعادة التمويل الرهني و أثره على منظومة و المالية و المصرفية في الجزائر: حالة شركة إعادة التمويل الرهني SRH، مجلة الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، ص ص 06-31، دورية عملية محكمة نصف سنوية، تصدرها الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك ، العدد الثاني، 2007.

المطلب الأول: مراحل تطور السوق الرهن العقاري الجزائري

لم يعرف سوق العقار بالجزائر تطورا كبيرا إلى غاية السنوات الأخيرة، فعندما تلقى الضوء على تطور قطاع السكن في الجزائر، يمكننا التمييز بين ثلاثة مراحل في نظام تمويل هذا القطاع¹.

1-الفترة ما قبل 1986

قبل الاستقلال ، كان جل الجزائريين يقطنون سكنات متواضعة لا تتوفر لا على شبكة المياه و لا على كهرباء .بل كان سكان المدن يقطنون الأحياء القديمة التي تعرف بالقصبة ، و هي الأحياء العتيقة التي نجدها خاصة في الجزائر العاصمة، قسنطينة و تلمسان ، و هي بناءات من النوع التقليدي و عبارة عن سكنات تقطنها جماعات. أما سكان الأرياف و الجبال فكانوا يعيشون ظروفًا سكنية و صحية سيئة، نظرا لكون أغلبية

هذه المساكن المشيدة من الطوب نفتقر إلى المياه و الكهرباء ، و على العكس كان السكن المعاصر يخصص للأقلية الأوروبية المقيمة بالجزائر التي تقطن الإحياء الراقية.

و بعد الاستقلال و منذ السبعينات، أصبح مشكل السكن يشكل إحدى المعالم البارزة للضرورة التي علفتها البلاد.فالتزايد الطبيعي للسكان الجزائر تراوح ما بين 2%، و هذا يرجع إلى نظام المالي الذي يركز حصريا على الدولة بصفقتها المانح الوحيد للسكن في السوق. ففي الواقع،تدخلت الدولة في إنتاج السكنات اجتماعية، الممولة في غالبيتها عن طريق الخزينة و المسيرة من طرف دواوين الترقية و التسيير العقاري (OPGI).

¹ -M.Bessa :document sur le séminaire international sur l'hypothèque et les suretés réelles, SG CI, février,2000

بالإضافة إلى ذلك، كانت هناك منشأة مالية وحيدة متمثلة في الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط (CNEP)، و المخول له تمويل الإنتاج العمومي للسكن الحضري الايجاري ، في حين أقصيت البنوك من التمويل المباشر الإنتاج السكن. أما فيما يخص للعرض العمومي للسكن، فقد أحبط نتيجة منع أي تعاملات عقارية بين الخواص.

لم تدم هذه الوضعية طويلا ، إذ تسببت في حدوث:

- خلل في التوازن نتيجة الاحتكار العمومي لعروض السكن
- تزايد النمو الديمغرافي
- ندهور البنايات القديمة
- النزوح الريفي الذي ضاعف من تواجد الأكوخ القصديرية التي تحيط بالمدن الكبرى
- بالإضافة إلى كون إمكانية الخزينة محدودة لتمويل البرامج السكنية و تفاقم الأزمة الناتجة عن هبوط أسعار البترول عام 1986.
- و أما عدم الجدوى من هذه السياسة تدخل قانون 86-07 ل 04 مارس 1986، لوضع حد نهائي لاحتكار الدولة لقطاع ترقية السكن.

2- قانون 86-07 المتعلق بالترقية العقارية

لقد وسع قانون 86-07 ل 04 مارس 1986¹ من مجال الترقية العقارية ، و ذلك بهدف تطور بناء السكنات .فسمح للبنوك بالتدخل المباشر في تمويل الإسكان ، و بالتالي فضل مساهمة المواطن في تحقيق السكن باستعمال ادخاره.

¹ - قانون 86-07 المتعلق بالترقية ، المؤرخ في 04 مارس 1986، الجريدة الرسمية الجزائرية ، بتاريخ 05 مارس

أتى هذا القانون للحد من الثقل الذي تتحمله الدولة في مجال تمويل العقار نتيجة الطلب المتزايد عليه ، و مع هذا لم يتمكن من الحصول على النتائج المرجوة بفعل بعض الصعوبات التي نذكر منها:

إن قانون 86 يعتبر تجربة أولى برز من خلال تطبيقها العديد من النقائص، خاصة المتعلقة منها بمشكلة التنازل عن الأراضي لفائدة المرقيين العقاريين (التأخر في منح عقود الملكية) الشيء الذي تسبب في تأخر الحصول على القروض (أما لصالح المرقيين العقاريين أو لصالح المستفيدين)

فشل معظم المشاريع الترقية نظرا لتقص الخبرة و غموض القانون (فيما تقديمها لحسن إتمام المشاريع).

3-الفترة ما بعد 1993

ألغى المرسوم التشريعي 93-03 ل 01 مارس 1993¹ المتعلق بالنشاط العقاري القانون 86-07 و فتح مجال النشاط العقاري أمام كل الشركات التجارية ، و بذلك أضيف على الترقية العقارية الصفة التجارية ، التي تكمنها من التكيف مع مستوى النصوص الاجتماعية ، الاقتصادية و التشريعية .

لقد تزايد تدخل الدولة غي التمويل الرهني العقاري خلال السنوات التسعينات ، حيث اعتبر قطاع السكن من بين أولويات الدولة الكبرى في السياسة الاقتصادية و الاجتماعية للدولة الجزائرية . فوصل إلى 196.33 مليار دج مع نهاية السنة 1995،

¹ -قانون 1993-03 المتعلق بالنشاط العقاري ، المؤرخ في 01 مارس 1993،الجريدة الرسمية ، العدد 14 بتاريخ 03 مارس 1993.

حيث تم أسداد جزء من هذا المبلغ من طرف الخزينة العمومية (91.58 مليار دينار) ،
أما الجزء

الباقى فقد سدد من طرف الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط أي من مدخرات
المواطنين (77.84 مليار دج)¹.

أن هذا الارتفاع الملاحظ على مستوى التمويل العقاري ، يمكن تفسيره بالعوامل الآتية:

- الإسراع في نمط الانجاز السكنات الاجتماعية
- الشروع في مشاريع سكنية جديدة
- الارتفاع المتزايد لأسعار مواد البناء

و بالفعل فان الارتفاع النمو الديمغرافي الذي رافقته نزوحا ريفيا معتبرا، تضاعف
خلا العشرية السواد ، بالإضافة إلى التحولات الاجتماعية ، الشيء الذي زاد من حدة
أزمة السكن لهذا كان لا بد للسلطات العمومية أن تجمد مواد هامة من ميزانية الدولة من
اجل التصدي لهذه الوضعية و التخفيف من حدتها.

هكذا فبعد سنة 1996، أعيد النظر في السياسة المتهجى، التي جعلت الدولة
تتدخل كليا في ميدان بناء السكن، فكانت تحتكر العرق العمومي احتكارا شبه كليا . و من
ثمة إدخال رؤية جديدة ، تتخلص في إحلال فكرة الدولة المنظم محل الدولة المتعامل و
المحتكر . و هذا ما أدى بعد ذلك إلى تطوير و تنويع صيغ عروض السكن أو الإعانات
و من اجل ملامتها مع مداخل العائلات الجزائرية ، حتى تتم الاستجابة لأكبر هدد من
الاحتياجات .

¹ - عمر طالب، عبد الحميد غوفي: إعادة التمويل الرهنى و أثره على منظومة و المالية و المصرفية
في الجزائر: حالبة شركة إعادة التمويل الرهنى SRH، مرجع سبق ذكره، ص15

المطلب الثاني: واقع سوق الرهونات العقارية

تبعاً للوضع الراهن، و ما نجم عنه من نقص فادح من الموارد المالية طويلة الأجل ، أقدمت السلطات الجزائرية علة القيام بجملة من الإجراءات الإصلاحية الرامية إلى تطوير السوق الرهينة غي الجزائر. تمثلت هذه الإجراءات في اتخاذ قرار بمتابعة عمل تحديث و تسهيل الحصول على القرض الرهيني ، بتمويل في الجزائر . و إنشاء مجموعة من المؤسسات المالية المتخصصة في القروض الرهينة، إضافة إلى سن قوانين فيما يتعلق بتطهير العقار ، و تحرير مهنة التوثيق ، و كذا إصدار مراسيم في إطار قانون المالية لسنة 2005، تعمل على خلق جو ملائم يسمح بتطوير الرهينة . كما تم في سنة 2006، المصادقة علة مشروع قانون توريق القروض الرهينة الذي يعتبر بمثابة الآلية المنظمة للسوق الرهينة الثانوية و بمثابة الأداة التي تسمح بتوفير السيولة طويلة الأجل¹.

إن الإشكالية إنتاج السكن و تأمينه للفئات الاجتماعية ذات الدخل المنخفض و المتوسط، كانت دائما تمثل الانشغالا بالغ الأهمية بالنسبة للسلطات العمومية، مما دفعها منذ مدة إلى تجنيد موارد هامة من ميزانية الدولة لفائدة قطاع السكن . فأوجدت بذلك صيغا سكنية متعددة: كالسكن الاجتماعي الايجاري، حيث تمول الدولة إنشاء هذا النوع من المساكن بشكل كامل من ميزانيتها، أو من أموال الخزينة العمومية، و يوجه للطبقات الاجتماعية التي تعيش في ظروف جد عسيرة ، و التي لا تسمح لهم مواردهم المالية من دفع إيجار مرتفع أو اقتناء مسكن ، شكلت هذه الصيغة و لمدة طويلة ، المرجعية الوحيدة لسياسة الحكومات الجزائرية.

¹ - عمر طالب، عبد الحميد غوفي: إعادة التمويل الرهني و أثره على منظومة و المالية و المصرفية في الجزائر: حالة شركة إعادة التمويل الرهني SRH، مرجع سبق ذكره، ص 19.

كما يوجد السكن الاجتماعي التساهمي (أو المدعوم)، هذه الصيغة موجهة إلى الطبقات السكانية ذات الدخل المتوسط، التي لا يمكنها الحصول على ملكية المسكن دون هذه الإعانة من الدولة ، حيث تكون صيغة التمويل مشتركة بين الدولة و العائلات.

إضافة إلى هذا قامت الحكومة باعتماد صيغة البيع عن طريق الإيجار ، التي تمثل جزءا جديدا من عرض السكن الذي تم تأسيسه عام 2001، حيث تساهم الأسرة بنسبة 25% من ثمن تكلفة المسكن ، يدفع 10% منها كدفعة أولى و 15 % الباقية تدفع على مدار 3 سنوات و الباقي إلى 75% تدفع على شكل إيجارات شهرية على مدار 20 سنة ، و عند الانتهاء من دفع هذه المستحقات يتم تحويل الملكية¹.

و قد قدمت الحكومة للمستثمرين في القطاع العقاري، بعض الأراضي المملوكة من قبل الدولة عن طريق التنازل مقابل 20% من سعرها الفعلي. كما أن الدولة تقدم إعانات نقدية مباشرة للعائلات ذات الدخل المحدود تصل إلى حدود 500 ألف دينار جزائري ، و ذلك بحسب مداخل هذه العائلات و دون أن يتم استردادها²

1-المؤسسات النشطة في سوق الرهونات العقارية

نتيجة الأزمة الحادة للسكن التي عرفت الجزائر في النصف الثاني من التسعينات ، و العجز الكبير في التمويل ، مع عدم مقدرة الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط على تلبية الطلب المتزايد لعدد السكنية ، إضافة إلى عدم قدرة العائلات من ذوي الدخل المحدود على امتلاك سكنات. كان من الضروري التفكير في حلول عملية ناجعة من اجل

¹ -المرسوم التنفيذي رقم 01-105 المحدد لشروط و كفيات الشراء في اطار بيع السكنات المنجزة من الاموال العمومية عن طريق تأجيرها ، المؤرخ في 23 افريل 2001.

² -المرسوم التنفيذي رقم 94-308 المحدد لقواعد تدخل الصندوق الوطني للسكن (CNL) فيما يتعلق بالدعم المالي للاسر ، المؤرخ في 4 اكتوبر 1994.

الخروج من هذه المعضلة. و بعد بحث و دراسة لمجموعة من الحلول مع المؤسسات المالية الدولية ، تم التوصل إلى حل يقضي بخلق مؤسسات مالية متخصصة في القروض الرهينة طويلة الأجل ، تعمل إلى جانب المؤسسات المالية المانحة لمثل هذا النوع من القروض .فجاء إنشاء شركة إعادة التمويل الرهني ، و شبكة ضمان القرض العقاري في سنة 1997، بهدف تيسير الشروط الإقراض السكني و حل معضلة السكن التي تعتبر قضية ذات أهمية قصوى ، سواء على مستوى الاجتماعي أو على المستوى الاقتصادي.

أ-المؤسسات المقرضة:

في السابق ، كان تمولي السكن مسيرا كليا من طرف الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط ، و منذ التحرير المالي أصبحت معدلات الفائدة حرة تحويل الصندوق إلى بنك تجاري يقوم بجمع ادخار الأسر في شكل ودائع ، و يمنح قروض رهينة للمقاولين و للأفراد الذين يرغبون في اقتناء سكنات .يقوم هذا الصندوق بإنتاج كل سنة 11000 من القروض الرهينة (4 إلى 5 مليار دينار جزائري)¹، مفضلا مدخريه الذين لهم تاريخ طويل .

يشهد سوق القرض العقاري تنوعا كبيرا، حيث يتجلى ذلك في دخول مقرضين جدد إلى الساحة .فبدخول القرض الشعبي الجزائري (CPA) إلى سوق السكنات سنة 1999، بقروض رهينة للممتلكين و المقاولين ، شكل أول عنصر للمنافسة بالنسبة للصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط ، و أصبح كنموذج مرجعي للبنوك الأخرى .فقد سار على خطاه بنك التنمية المحلية (BDL) سنة 2000. بالإضافة إلى بنكين آخرين كبيرين

¹ -BANQUE MONIALE : DOCUMENT D'EVALUATION DE PROJET D'ASSISTANCE TECHNIQUE POUR LE DEVELOPPEMENT DU CREDIT HYPOTHECAIRE, édité par groupe du secteur financier –du secteur privé er de l'infrastructure région Moyen-Orient et Afrique du Nord, P10

ينتميان إلى قطاع العمومي ، مها البنك الخارجي الجزائري (BEA) و البنك الوطني الجزائري (BNA) ، من خلال تقديمها المنتجات رهينة عام 2002. في حين يتأهب البنك الفلاحي للتنمية الريفية (BADR) الى اتخاذ نفس المسار¹.

ب-المؤسسات المالية الأخرى المتخصصة في القروض الرهينة طويلة الأجل :

من بين المؤسسات المالية المتخصصة في القروض الرهينة نذكر : الصندوق الوطني للسكن ، شركة ضمان القرض العقاري و شركة إعادة التمويل الرهني .

-الصندوق الوطني للسكن (CNL):

هو مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي و تجاري ، يعمل تحت و صاية وزارة السكن العمراني . أنشئ بمرسوم تنفيذي رقم 91-145 بتاريخ 12 ماي 1991، معدل و المتمم بالمرسوم التنفيذي رقم 94-111 بتاريخ 18 ماي 1994. من مهام هذا الصندوق :

- تسيير مساهمات و مساعدات الدولة لصالح السكن
- ترقية كل أشكال تمويل السكن ذو الطابع الاجتماعي
- المساهمة في التعريف بسياسة تمويل السكن، و خاصة السكن الاجتماعي
- الحصول على موارد الضرورية لعمله، و تسييرها بالتشريع و التقنين المعمول به
- اقتراح كل الدراسات الهادفة إلى تحسي دور السلطات العمومية في مسار السكن ، و خاصة السكن الاجتماعي

¹ - عمر طالب، عبد الحميد غوفي: إعادة التمويل الرهني و أثره على المنظومة المالية و المصرفية في الجزائر: دراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني SRH، مرجع سبق ذكره ص 15.

- تحقيق كل الدراسات، الخبرات و البحوث المرتبطة بالسكن. و تقديم خبراته التقنية و المالية لمنشآت العمومية و الهياكل المعنية، إضافة إلى تبادل التجارب و الزيارات لترقية و تطوير السكن.

-شركة ضمان القرض العقاري¹ (SGCI)

هي مؤسسة عمومية اقتصادية، أنشئت في 5 أكتوبر 1997، و هي تعد شركة تأمين ذات رأس مال اجتماعي مقدر ب 300 مليون دينار جزائري . انطلقت في أنشطتها خلال عام 1998، و قد قدمت أول تقرير سنوي لها في 1999. و يتكون المساهمون فيها من مجموعة من البنوك (البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي الجزائري ، البنك الفلاحي للتنمية الريفية و الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط)، و مجموعة من شركات التأمين (الشركة الوطنية للتأمين "SAA"، الشركة الجزائرية للتأمين "CAAR"، الصندوق المركزي لإعادة التأمين "CCR"، الشركة الجزائرية لتأمينات النقل "CAAT").

تتمثل المهمة الأساسية لهذه الشركة في ضمان القروض الرهينة الممنوحة من قبل البنوك و المؤسسات المالية، حيث تضمن التمويلات الرهينة الممنوحة للمقترضين في مجال السكن، ضمانا بسيطا موجه لتغطية حالة الإعسار النهائي للمقترض ، و ضمانا كلياً (أو شاملاً) موجه لتغطية حالة الإعسار المؤقت (التأخر في تسديد المستحقات) لأربعة استحقاقات متراكمة، أو لستة استحقاقات غير متراكمة، في نفس الوقت مع

¹ -L'ordonnance N° 95 -2007 relative aux condition générales concerenant le contrar d'assurance crédiot immobilier aux particuliers,dae de 25 janvier 1995

الإعسار النهائي . و يمكن لها كذلك أن تتكفل بتأمين الوفاة او العطب المطلق للمقترض و كذا بتأمين عن الحريق المتعلق بلا أموال محل الرهن .

كما تسهر هذه الشركة على مراقبة تسيير المؤسسات المقرضة فيما يخض المنازعات، مع حق المتابعة عن قرب لعملية تحصيل القروض المضمونة من طرفها.

-شركة إعادة التمويل الرهني (SRH):

تعد شركة إعادة التمويل الرهني مؤسسة مالية غير بنكية، معتمدة من بنك الجزائر¹. و هي شركة أسهم تم إنشاؤها في 29 نوفمبر 1997، برأس مال اجتماعي يقدر ب 3.29 مليار دينار، مكون من 658 سهم بقيمة اسمية تقدر ب 5 ملايين دينار للسهم، و قد تم رفع عدد الساهم إلى 833² سهم بقيمة إجمالية 4.165.000.000 دينار جزائري موزع بين المساهمين كالاتي:

- 54.41% من رأس المال محجوز من طرف البنوك العمومية (البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، بنك التنمية المحلية، الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط)
- 30.39% من رأس المال محجوز من طرف وكالات التأمين العمومية (الشركة الجزائرية لتأمينات النقل "CAAT"، الشركة الجزائرية للتأمين "CAAR"، الشركة الوطنية للتأمين "SAA").

¹ - حسب الاعتماد رقم 01-98 بتاريخ 06 افريل 1998

² -قرار الجمعية العامة الاستثنائية، المنعقدة بتاريخ 16 افريل 2003، الذي ينص على رفع رأس المال في اجل 5 سنوات بداية من تاريخ تبني هذا القرار.

و لبدأ نشاطها استفادت الشركة من المساعدة التقنية للشركة الأمريكية "فاني مي" المتخصصة في إعادة تمويل السكن، و كذا المساعدة المالية للبنك العالمي.

يتمثل الهدف الرئيسي لشركة إعادة التمويل الرهني، في إعادة تمويل قروض الإسكان، الممنوحة من طرف الوسطاء الماليين المعتمدين ، في ترمي إلى تحقيق الأهداف التالية¹:

- تحسين فعالية النظام المالي للإسكان متوسط و طويل الأجل
- تدعيم إستراتيجية الحكومة المتعلقة بتطوير الوساطة المالية الموجهة لتمويل السكن، و ذلك بهدف تخفيف الضغط على ميزانية الدولة
- المشاركة في تطوير سوق الرهن العقاري و إعطاء فرص اكبر للمؤسسات المالية و المصرفية الوطنية، لتقديم القروض إلى مواطنين الذين يرغبون في اقتناء سكونا لائقا بهم، و كذلك تشجيع المنافسة في هذا الميدان
- جلب رؤوس الأموال من السوق المالية بواسطة إصدار أوراق مالية مضمونة برهونات عقارية من الدرجة العالية بما يتفق مع القوانين المعمول بها
- تنمية التحفيزات الكافية التي تهدف إلى تشجيع الوساطة المالية في ميدان القرض الرهني

2- سوق الرهونات العقارية و شركة إعادة التمويل الرهني (SRH):

يعد إنشاء مؤسسات إعادة التمويل الرهني من بين الآليات و الأساليب الحديثة التي تم التوصل إليها في البلدان المتطورة كحل لمشكلة التمويل الطويل الأجل بصفة عامة و تمويل قطاع بصفة خاصة، بحيث يعد هذا الأخير قطاع استراتيجي ذو أهمية قصوى في تنشيط و تفعيل حركة الاقتصاد الوطني، و كذا لعجز المصارف عن تلبية طلبات تمويل السكن المرتفعة نظرا لطبيعة الموارد المالية التي يغلب عليها الطابع قصير

¹ - GUIDE PRATIQUE pour le refinancement des crédits au logement, SRH ,P5

الأمد. إذا فإن إعادة التمويل الرهني يهدف إلى معالجة قضية الإقراض السكني ، التي تعدها كل الدول ذات أهمية قصوى سواء كان ذلك على مستوى الاجتماعي أو على مستوى الاقتصادي.

ترتكز عملية إعادة التمويل الرهني على مجموعة من المبادئ العامة، التي تعد بمثابة شروط ينبغي توفرها للقيام بهذه الوظيفة، نوجزها فيما يلي¹:

- إعادة تمويل محافظ القروض الرهينة الممنوحة من البنوك و المؤسسات المالية (الوسطاء المعتمدون)، للشرائح الاجتماعية المحرومة في إطار تمويل السكن العائلي، مقابل ضمانات
- أن يكون مضمون القروض المقترحة من طرف الوسيط المعتمد لإعادة تمويلها هو:
 - -الحصول على سكن قديم أو جديد
 - بناء سكن شخصي
 - توسيع أو ترميم سكن
- على المؤسسة أن تقدم طلب إعادة التمويل (يتضمن اسم المؤسسة و مقرها الاجتماعي ، رأس المال المدفوع ، قيمة إعادة التمويل بحيث لا يمكن أن يتجاوز المبلغ المطلوب 80% لا من الضمانات المقدمة، نوع السكن القابل لإعادة التمويل ، مدة إعادة التمويل المرغوب فيها)، مرفوقا بكافة المعلومات المالية و المحاسبية التي تتعلق بنشاطها
- إرسال و بطريقة مستمرة، إلى شركة التمويل الرهني الوثائق القانونية الخاصة بالحسابات الختامية، بعد الموافقة عليها من طرف الجمعية العامة العادية للمساهمين

¹ Guide pratique pour le refinancement de crédits au logement, Op. Cit, P , 5, 7.

- حسن مسؤولية تسيير القروض للوسيط المعتمد
 - المدة الزمنية القصوى لإعادة التمويل لا تتعدى 15 سنة، و هي محددة بخمس سنوات قابلة للتجدد (أي 5+5+5... سنوات)
 - على الوسيط المالي، أن يلتزم بالقيام بإجراءات تحويل الرهونات المطلوبة إلى شركة إعادة التمويل الرهني، بحيث تمول قيمة هذه الرهونات (الضمانات) لا تقل عن 125% من مبلغ إعادة التمويل.
- هذه الضمانات يجب أن تمول على شكل عقارات مرهونة متن الرتبة الأولى او على شكل ضمانات أخرى متساوية القيمة القانونية، يتم تظهيرها لشركة إعادة التمويل الرهني من طرف الوسيط المالي، مقابل إتمام إعادة التمويل.
- إضافة إلى انه يمكن لشركة إعادة التمويل الرهني طلب ضمانات إضافية في شكل أدوات الخزينة ، أو أوراق مالية. تحسبا للحالات التالية :
- انخفاض قيمة الضمانات الممنوحة بفعل التذبذبات في معدلات الفائدة او التضخم
 - التسديد المسبق
 - إعسار الدين
- و بغية تطور إمكانيات تدخلها في السوق المالي، عملت شركة التمويل الرهني على توفير طريقتين أساسيتين لإعادة تمويل محافظ القروض الرهنية، متمثلتين في¹:
- إعادة التمويل "مع حق الرجوع":

¹ - Guide pratique pour le refinancement de crédits au logement, Op. Cit, P , 5, 7.

تبعاً لهذه الطريقة، فإنه بإمكان الوسيط المعتمد الحصول على المبالغ المطلوبة لإعادة تمويل القروض التي قدمها في إطار تمويل السكن في حدود 80% من الضمانات المقدمة لذلك، إلا إن القروض تبقى ضمن موجودات الوسيط المعتمد .

و يتحمل هذا الأخير جميع الأخطار المتعلقة بالقروض الممنوحة في إطار تمويل السكن، كما تبقى جميع الرهونات العقارية و التأمينات مسجلة باسم الوسيط المعتمد.

-إعادة التمويل "بدون حق الرجوع".

و حسب هذه الطريقة، بإمكان الوسيط المعتمد الحصول على مبالغ المطلوبة لإعادة تمويل المحافظ العقارية التي تم تقديمها في إطار القروض السكنية، لكن بعد إتمام تحويل جميع الرهونات و الضمانات الأخرى باسم شركة إعادة التمويل الرهني، أي عكس ما هي عليه الطريقة أولى. و تتحمل بمقتضى ذلك شركة إعادة التمويل الرهني جميع الأخطار المتعلقة بالديون التي تمت إعادة تمويلها بشرط أن :

- يتعهد الوسيط المعتمد بالاستمرار في إدارة القروض المتنازل عنها لفائدة شركة إعادة التمويل الرهني مقابل عمولة يتم الاتفاق عليها بين طرفين
- أن يوقع الوسيط المعتمد مع شركة إعادة التمويل الرهني عقدا يتضمن إدارة و استرداد المبالغ المستحقة من الزبائن
- أن يوقع الوسيط المعتمد مع شركة إعادة التمويل الرهني عقدا يتضمن عملية التنازل على المحافظ العقارية.

هذان العقدان يخضعان للتفاوض بين شركة إعادة التمويل الرهني والوسيط المعتمد.

هذا فيما يخص طرق إعادة التمويل، التي تتوفر عليها شركة إعادة التمويل الرهني إلا أن عمليات إعادة التمويل الرهني التي تمت منذ ظهور الشركة إلى يومنا هذا

كانت على وفق الطريقة الأولى، أي مع حق الرجوع، ومن ثم فإن مخاطر إعسار المقترضين تتحملها البنوك المقرضة فقط. وعلى هذا الأساس، تطلب شركة إعادة التمويل الرهني مقابل المبلغ المعاد تمويله ضمان من البنك في شكل أوراق مالية وليس ضمانات حقيقة (رهونات)، لأنه وفق هذه الطريقة تكون الرهونات من الرتبة الأولى مسجلة باسم البنك المقرض.

وحسب الرئيس المدير العام لشركة إعادة التمويل الرهني، سيتم تدعيم الطريقة المستعملة حالياً بالطريقة الثانية المتمثلة في إعادة التمويل "من دون حق الرجوع" وذلك في مرحلة مستقبلية عندما تقرر الشركة شراء الديون، وفي هذه الحالة فإن الرهونات من الرتبة الأولى ستسجل باسم شركة إعادة التمويل الرهني وسيتم بموجب هذه الطريقة كذلك تخلص البنوك من تحمل مخاطر القروض التي ستقوم بمنحها¹

وتجدر فيما يخص الإشارة كذلك إلى أنه في إطار عملية إعادة التمويل، فإن كل القروض العقارية المؤشر عليها حالياً هي مضمونة من طرف شركة ضمان القرض العقاري. إي أنه بالرغم من استعمال الطريقة الأولى في عملية إعادة التمويل (مع حق الرجوع)، إلا أن خطر الإعسار المدين لا يتم تحمله من قبل البنك لوحده، بل يتم اقتسامه في السوق من خلال وجود مؤسسات مالية متخصصة في ضمان القروض، مثل شركة ضمان القروض العقاري.

هذا فيما يخص طرق إعادة التمويل، أما فيما يخص ميكانيزم تدخل شركة إعادة التمويل الرهني في السوق العقاري، فهي توفر رؤوس الأموال الضرورية لحاجات إعادة التمويل المعلن عنها من طرف البنوك التجارية. حيث تمنح قروضا للبنوك على محفظة

¹ - عمر طالب، عبد الحميد غوفي: إعادة التمويل الرهني و أثره على المنظومة المالية و المصرفية في الجزائر: دراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني SRH، مرجع سبق ذكره ص 22.

القروض العقارية، فمعدلات الفائدة المطبقة من شركة إعادة التمويل الرهني أقل من معدلات الفائدة المستخرجة من محفظة القروض المعاد تمويلها، الأمر الذي يسمح للبنوك بالاستفادة من الهامش على الفوائد، زيادة السيولة الناتجة من إعادة التمويل. وبالمقابل لدى شركة إعادة التمويل الرهني موارد رئيسية تتمثل في:

1- إصدار سندات (bons) في السوق المالي والوطني

2- الاقتراض من السوق المالي العالمي

3- اللجوء في آخر المطاف إلى بنك الجزائر لأجل إعادة التمويل.

إن الإصلاحات التي أدخلت على القطاع المالي والتحويلات التي تعرفها السوق، أدت إلى بروز آلية قانونية تدعم وتطور الوضع الاقتصادي الراهن، وخاصة في مجال إعادة التمويل الرهني، هذه آلية تتمثل في توريق القروض الرهنية.

المطلب الثالث: عملية إعادة التمويل الرهني في ظل صدور قانون التوريق في الجزائر

تم تناول نشاط التوريق في القانون رقم 06-05¹ المؤرخ في 20 فيفري سنة 2006، والمتضمن التوريق القروض الرهنية. أتى هذا القانون لسد الفراغ في مجال نظام التوريق في الجزائر، وكذا عصرنه منظومتنا التشريعية في المجال المالي، وتكييفها مع السياق الدولي.

لقد عرف نص القانون في مادته الثانية مصطلح التوريق، على أنه عملية يتم فيها تحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية على مرحلتين، تتمثل الأولى في التنازل عن القروض الرهنية من طرف مؤسسة الائتمان لفائدة مؤسسة التوريق، بحيث يتم إثبات كل

¹ - قانون 05-2006 المتضمن توريق القروض الرهنية، المؤرخ في 20 فيفري 2006، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 15 بتاريخ 12 مارس 2006.

تتأهل بموجب اتفاقية مكتوبة بين الطرفين¹ والمرحلة الثانية تتمثل في قيام مؤسسة التوريق بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول في السوق، مدعومة بقروض رهنية.

أما المؤسسة المتنازلة فقد عرفها القانون على أنها مصرف أو مؤسسة مالية، تتنازل بواسطة جدول التنازل عن قروض تم منحها في إطار تمويل السكن.

وتعرف مؤسسة التوريق، على أنها هيئة تتمتع بالشخصية الاعتبارية ولها صفة مؤسسة مالية، يخول لها شراء القروض الرهنية العقارية التي بحوزة البنوك والمؤسسات المالية، والتي يتم تحويلها إلى أوراق مالية قابلة للتداول في السوق وتسجيل هذه الأوراق عند المودع المركزي²

وفيما يخص هذا الأخير (أي المودع المركزي) الذي يعتبر كطرف ثالث في العملية، فإنه يتولى القيام بالمحافظة على أوراق المالية، وتداولها بالدفع من حساب إلى حساب وإدارتها³

ويعرف نص القانون، الأوراق المالية بأنها التزامات مالية مدعومة بقروض رهنية من الرتبة الأولى. والقروض بسلف ممنوحة من طرف البنوك والمؤسسات المالية، في إطار تمويل السكن. والجناح بمجموعة معينة من الموجودات، محددة مسبقا تضمن قسم من الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق المالية.

ويتناول الفصل الخامس من المشروع أحكاما جزائية، تتضمن العقوبات المسلطة على المخلين بمواد القانون، حيث تتمثل في السجن الذي يتراوح مدته ما بين ستة أشهر وثلاث سنوات وغرامة مالية من 50 ألف إلى 500 ألف دينار¹

¹ -المادة 8 من القانون 05-2006 المتضمن توريق القروض الرهنية

² -المادة 4 من نفس القانون

³ - المادة 2 من نفس القانون

يهدف هذا القانون المشكل من 26 مادة، إلى ضبط النظام القانوني، الذي ينبغي تطبيقه على توريق القروض الرهنية² على المدين المتوسط والبعيد، الموجودة بحوزة البنوك والمؤسسات المالية.

كما يهدف إلى تنشيط السوق العقاري بالجزائر، عن طريق منح المواطن بصفة عامة ومحدودي الدخل بصفة خاصة الوحدة السكنية المناسبة له، ويشجع على شراء وحدات سكنية صغيرة في بداية حياة المواطن، ثم الانتقال إلى وحدات أكبر مع زيادة الدخل وعدد أفراد الأسرة، مما يشجع المستثمرين والأفراد على بناء وحدات سكنية صغيرة يتم تسويقها بسهولة، مع توافر التمويل طويل الأجل، وتحويل المواطن من مستهلك إلى مستثمر ومنتج.

وبذلك يقوم القانون بحل مشكلة نقص القدرة الشرائية للمواطنين، ويوفر التمويل طويل الأجل، ويحل مشكلة نقص التمويل الكافي للمستثمرين لبناء وحدات سكنية وتجارية وخدمية وإدارية.

ومن أهم الأهداف الاقتصادية للقانون، هو تداول الوحدات السكنية والخدمية والتجارية والإدارية والعقارات (القديمة والجديدة بصفة عامة) في السوق العقارية، لذلك فإن زيادة الطلب على هذه الثروة العقارية سيؤدي إلى أحداث حركة واسعة النطاق في السوق الاقتصادية، خاصة أنه قطاع مرتبط بصناعات وأنشطة أخرى كثيرة (قطاع مواد البناء...) كما سيؤدي إلى خلق فرص عمل جديدة بالإضافة إلى زيادة السيولة.

إن توريق القروض الرهنية، يرمي أساسا إلى تمكين البنوك والمؤسسات المالية، من حشد موارد تمويل جديدة لمضاعفة حجم إنتاج المساكن وأحداث هذا النشاط في

¹ -المادة 25 من نفس القانون

² -المادة الأولى من نفس القانون

بلادنا يندرج ضمن مسار اصلاح وتحديث المنظومة المصرفية الجزائرية، كما يندرج ضمن تدعيم إستراتيجية الحكومة المتعلقة بتطوير الوساطة المالية الموجهة لتمويل السكن ومتابعة تطوره، خاصة عندما تقرر انجاز مليون وحدة سكنية خلال البرنامج الخماسي (2005-2009).

و نظرا لأن عمليات إعادة التمويل الرهني تتم حاليا مع بنك واحد فقط هو بنك التنمية المحلية، وهذا راجع للظروف الغالبة على مستوى البنوك والتي تتميز باليسر المالي التمويل لدى شركة إعادة التمويل الرهني¹. وهذا ما سنتطرق إليه في المبحث الموالي.

المبحث الثالث : توريق محفظة القروض العقارية لبنك التنمية المحلية (BDL)

نظرا لأن عمليات إعادة التمويل الرهني تتم حاليا مع بنك واحد فقط هو بنك التنمية المحلية وباعتبار أن هذا البنك أو مستعمل المصادر شركة إعادة التمويل الرهني. سنقوم في هذا المبحث بتطبيق عملية التوريق على محفظة القروض العقارية لبنك التنمية المحلية .

المطلب الأول: إعادة تمويل "ش.إ.ت.ر." SRH لمحفظة القروض العقارية لبنك التنمية المحلية:

يعتبر بنك التنمية المحلية، أول مستعمل لمصادر شركة إعادة التمويل الرهني. فلقد تم الاتفاق على إعادة التمويل الرهني منذ عام 2000 وحتى 2006، ما سمح بتوفير السيولة للبنك في كل مرة كان يحتاج إلى ذلك، ولقد تمكنت شركة إعادة التمويل الرهني من تمويل قروض لفائدة هذا البنك، بمبلغ قيمته أكثر من 8 مليار د.ج خلال الفترة

¹ - عمر طالب، عبد الحميد غوفي: إعادة التمويل الرهني و أثره على المنظومة المالية و المصرفية في الجزائر: دراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني SRH، مرجع سبق ذكره ص 22.

الممتدة ما بين 2000 و¹2006، وتمت عملية إعادة التمويل هذه على فترة 7 سنوات قابلة للتجديد إلى غاية الامتلاك النهائي الذي يتوافق مع فترة القروض الممنوحة من قبل البنك للعملاء.

ويحدد معدل إعادة التمويل المطبق على محافظ بنك التنمية المحلية بين 4% و 7.5%. أما المعدلات المطبقة من طرف هذا البنك على عملائه فهي 2.5% تفوق معدلات إعادة التمويل المطبقة من طرف شركة إعادة التمويل الرهني، والذي يوافق الهامش البنكي لبنك التنمية المحلية.

عرفت عمليات إعادة تمويل محافظ القروض الرهنية المنجزة من طرف شركة إعادة التمويل الرهني، نهجا متصاعدا خصوصا في سنة 2003. ففي هذه السنة، تم إمضاء اتفاقيات إعادة التمويل الرهني من طرف الرئيسين المديرين العامين للمنشأتين المالييتين مرتين على التوالي، خلال شهري جويلية وأكتوبر. فالأولى تمت بنزل الأوراسي، بمناسبة إصدار شركة إعادة التمويل الرهني لأول مرة للقرض السندي، أما الثانية فقد كانت بمقر شركة إعادة التمويل الرهني وبموجب إمضاء هاتين الاتفاقيين، أصبح بنك التنمية المحلية المستعمل الرئيسي لمصادر شركة إعادة التمويل الرهني². وتترجم العقود الممضاة بين بنك التنمية المحلية وشركة إعادة التمويل الرهني بالمفهوم المالي، إلى إعادة تمويل محافظة بنك التنمية المحلية بمبلغ يقارب 5 مليار دينار في نهاية 2003. وهو ما يوضحه الجدول التالي.

¹ - وضعية قروض الرهونات العقارية لبنك التنمية المحلية، المعاد تمويلها من طرف "ش.إ.ت.ر".

² - BDL : protocole d'accord BDL-SRH al tanmiya ; l'agence première vitrine de la banque, pp20-21 revue trimestrielle, n° 05, Avril 2004.

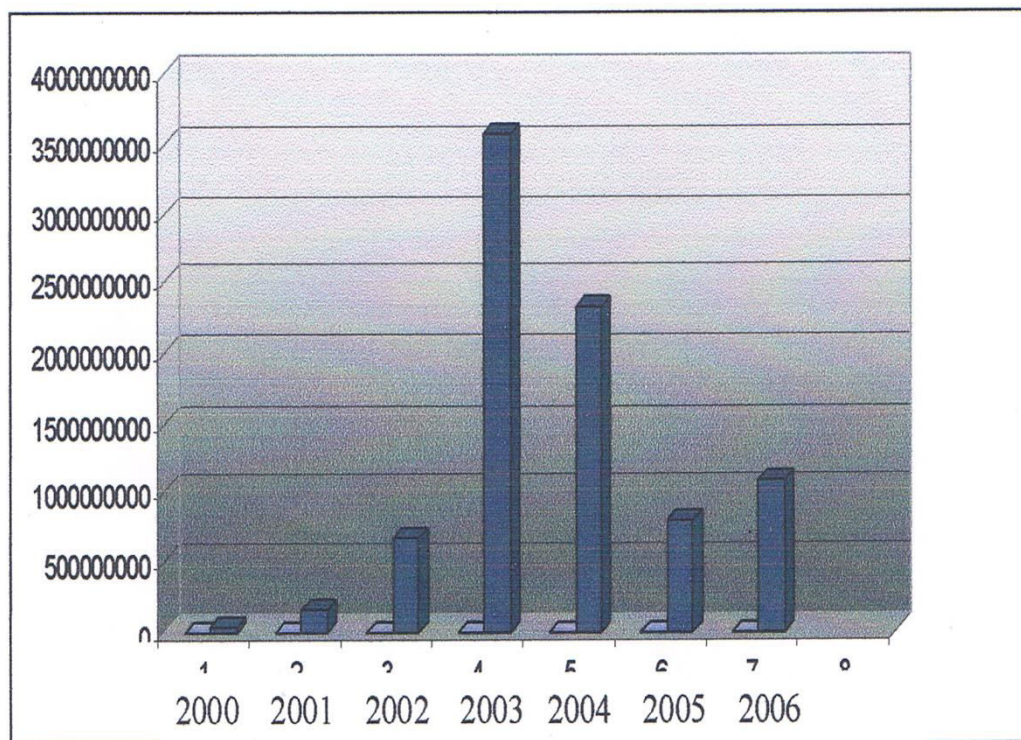
جدول 1.3 عمليات إعادة التمويل الرهني للفترة 2000-2006

السنوات	عدد الملفات	المبالغ
2000	37	32130371
2001	195	162031044
2002	864	658473390
2003	4964	3564990394
2004	3928	2323793876
2005	1217	796324626
2006	1877	1078663724
المجموع	13082	8616407425

المصدر: بنك تنمية المحلية BDL جزائر

أما عن سنوات 2004، 2005، 2006، فقد عرفت عمليات إعادة التمويل تراجعاً مقارنة مع 2003، وهذا راجع على وجه الخصوص إلى تحقق فائض في السيولة على مستوى السوق النقدية، وبالنظر إلى الجدول رقم (1.3) السابق، يمكننا رسم الشكل البياني التالي.

الشكل (3-1): تطور عمليات إعادة التمويل الرهني للفترة 2000-2006.



Source : SRH-rapport a manual 2007, p113

وفيما يخص الإصدارات السندية التي قامت بها شركة إعادة التمويل الرهني، فهي تهدف إلى رفع هذه الأخيرة لمصادرهما المالية متوسطة الجل بغية قيامها بعملية إعادة تمويل القروض الرهنية على أحسن وجه.

تتمثل عملية الإصدار هذه في عرض عام (Appel Public) للادخار، عن طريق جمع الموال لصالح شركة إعادة التمويل الرهني، رفع إمكانيات إعادة التمويل الخاصة بمحفظة القروض العقارية لبنك المحلية. فالقرض السندي المطروح في السوق بتاريخ 13 جويلية 2003¹، عن طريق عملية مزيدة، يخص قيمة مالية مقدرة ب3 مليار، مقابل إصدار 300 ألف سند بقيمة اسمية تساوي 10.000 دح للسند مجزأة إلى فئتين:

-الفئة الأولى: تتمثل في إصدار 100 ألف سند لمدة 3 سنوات، بسعر فائدة سنوية تقدر ب4% إلى غاية 15 جويلية 2006.

تعتبر هذه السندات لامادية، قابلة للتداول في السوق الثانوي بالتراضي (عن طريق الوسطاء المعتمدين (Gre de a Gre) عن طريق الوسطاء المعتمدين. يتم دفع الفوائد سنويا بتاريخ استحقاق الكوبون في 15 جويلية من كل سنة، وفي تاريخ استحقاق السند يتم دفع قيمته الاسمية.

عملية المزيدة هذه التي تمت بنزل الأوراسي في تاريخ 13 جويلية 2003، سمحت للمتعاملين الدين قبلت عروضهم (ونذكر منهم: البنوك، شركات التأمين، المؤسسات المالية،...) بالحصول على السندات المقترحة للبيع.

¹ – Farida Kebri, la SRH émet 3 milliards d.a en obligations, le quotidien d'oran, P5, lundi 14 juillet 2003.

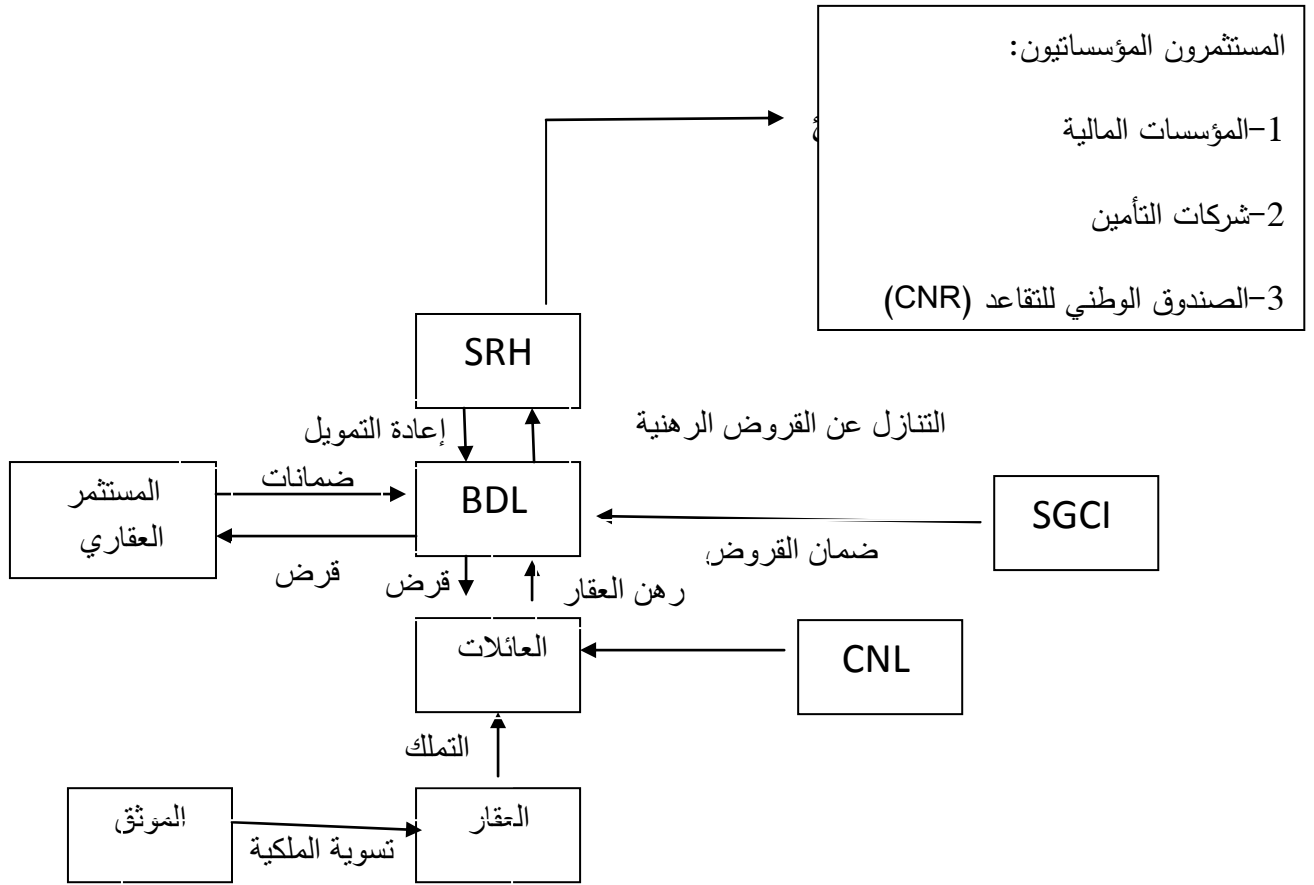
إن عملية الإصدار هذه التي شارك فيها خبراء من كندا ، تهدف إلى تفعيل السوق العقاري ، حيث تسعى إلى تطوير الإمكانية التمويل السكنات عن طريق السوق ومدخرات المواطنين ذ.

المطلب الثاني: تركيب عملية التوريق :

يوضحه الشكل (3.2) الموالي ، تركيب عملية توريق القروض الرهنية لبنك التنمية المحلية . وهذا تماشيا مع قانون التوريق في الجزائر المذكور سابقا .

فشركة التوريق المتمثلة في شركة إعادة التمويل الرهني بالإضافة إعادة التمويل الرهني بالإضافة إلى إصدارها للأوراق المالية ، تقوم بدور المنظم حيث تهتم بالتركيب المالي لعملية التوريق . أما بنك التنمية المحلية فهو المؤسسة المتنازلة ، وهو نفسه المسؤول عن خدمة الدين . و أخيرا القروض المتنازل عنها هيمنح رهينة.

الشكل (2.3): عملية توريق القروض الرهنية الممنوحة من طرف بنك التنمية المحلية



المصدر: ع طالب، ع ح غوفي، إعادة تمويل الرهني وأثره على المنظومة المالية والمصرفية في الجزائر، دراسة شركة إعادة التمويل الرهني SRH، مرجع سابق ذكره، ص 20، بتصرف

المطلب الثالث : أثر تطبيق التوريق على بنك التنمية المحلية:

يقوم تحليلنا لأثر عملية توريق محفظة القروض العقارية لبنك التنمية المحلية على الفرضيات التالية :

- اعتبار سنة 2004 هي سنة الدراسة ،
- قيمة محفظة القروض العقارية الممنوحة تمثل 4909431000دج، بسعر فائدة 7,16%. وأن هذه القروض مرجحة بنسبة 50% تماشياً مع مقررات لجنة بازل؛
- الحصص المصدرة من طرف شركة التوريق تأخذ التصنيف AAA، معنى هذا أن التوزيع المطبق على هذه الحصص هو 20% ،
- عملية التوريق ينتج عنها نوع واحد من الأوراق المالية من فئة "الأوراق المالية الناقلة للتدفقات المالية" (Pass Through)،
- معدل سعر الفائدة المطبق من طرف شركة التوريق على بنك التنمية المحلية هو 5.33% (هذا المعدل يتضمن مصاريف تركيب العملية).
- تأثير التوريق على سيولة البنك:

تسمح عملية التوريق للبنك بالحصول على سيولة حالية، إذ يستطيع إعادة استعمال المبالغ المتحصل عليها، في منح قروض أخرى مهما تكن طبيعتها، قصيرة متوسطة أو طويلة الأجل وهذا يحسب سياسة البنك الداخلية.

- تكلفة التوريق:

إن تكلفة التوريق هي المعدل الممنوح للمستثمرين مرجح بوزن الشريحة المصدرة، زائدة أتعاب تركيب العملية فهذه المحاكاة تظهر تكلفة توريق مقدرة ب 5.33%

ففي الواقع نلاحظ بأن تكلفة التوريق جد منخفضة مقارنة بمردود القروض المورقة (7,16% في المتوسط).

- مستلزمات رأس المال:

إن عملية اللجوء إلى إعادة التمويل باستعمال التوريق تسمح للبنك بتحرير مستلزمات رأس المال.

فإذا كان ضمن موجودات البنك ما قيمته **4909431000** دج من محفظة القروض العقارية الممنوحة بنسبة ترجيح تساوي 50% وتحقيقاً لمبدأ الحد الأدنى القانوني الذي يمثل 8% من القروض المرجحة، فإن مستلزمات رأس المال ستكون مساوية إلى :
196377240 دج

$$\text{حيث: } 196377240 = 50 \times 490946100 \times 8\%$$

أما بعد عملية التوريق، وبافتراض أن نسبة ترجيح الحصص المصدرة يساوي 20% فإنه ينتج لدينا ما قيمته **78550896** دج من مستلزمات رأس المال

$$\text{حيث: } 7855896 = 20 \times 490946100 \times 8\%$$

$$\text{وبما أن: } 117826344 = 78550896 - 196377240$$

هذا يعني أن توريق القروض العقارية لبنك التنمية المحلية، يعطي اقتصاد في رأس المال مقدر بـ **117826344** دج، والذي يمنح للبنك إمكانية استعماله في توظيفات أخرى.

في ختام هذا المبحث، نلخص إلى أنه على ضوء الإصلاحات التي شهدتها النظام المالي و المصرفي الجزائري، خلال العشرية الأخيرة. ظهر إلى الوجود عدة شركات جديدة تعمل على تطوير السوق العقاري الجزائري.

لقد كان لتدخل هذه الشركات في السوق العقاري، وخاصة المبادرة الواعدة لشركة إعادة التمويل الرهني الدور الكبير في تهيئة الطريق لنشاط التوريق، وذلك من خلال إرساء تطبيق إعادة تمويل مهيكّل للسكن.

الخلاصة

إن تحسين مستوى أداء الائتمان المصرفي ومن خلال تحسين كفاءة أسواق رؤوس الأموال، يعد أمرا بالغ الأهمية والاعتناء به يعد ضرورة ملحة لسلامة وصحة الأنظمة المصرفية والمالية لذا فإننا نجد أنه يشغل حيزا كبيرا من اهتمام المنظومة البنكية الجزائرية والهيئات الوصية في الدولة.

إن إصلاح قطاع السكن يستلزم مجموعة من الإجراءات، لأجل تحسين الوضع الاجتماعي للفرد الجزائري. فقد أدخلت الجزائر إصلاحات استيرتيجية على مستوى المنظومة المالية وذلك فيما يخص تشجيع الاستثمار الخاص وتنظيم السوق العقاري مع تحويل الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط إلى بنك السكن، بالإضافة إلى إنشاء صندوق لضمان الرهون على القروض وإنشاء شركة إعادة التمويل الرهني من شأنها أن تكثف إشراك النظام المالي في البناء. كما قامت السلطات العمومية بإصدار قانون التوريق لسنة 2006، قصد تطوير السوق الرهينة.

يعد إنشاء مؤسسات إعادة التمويل الرهني من بين الآليات والأساليب الحديثة التي تم التوصل إليها في البلدان المتطورة ولا سيما في الجزائر، كحل لمشكلة التمويل الطويل الجل بصفة عامة وتمويل قطاع السكن بصفة خاصة، بحيث يعد هذا الأخير قطاع استراتيجي ذو أهمية قصوى في تنشيط وتفعيل حركة الإقتصاد الوطني، وكذا لعجز المصاريف عن تلبية طلبات تمويل السكن المرتفعة نظرا لطبيعة الموارد المالية التي يغلب عليها الطابع قصير الأمد.

فإعادة التمويل الرهني بهدف إلى الموارد المالية الإقراض السكني ومعالجة قضية تعدد الجزائر ذات أهمية قصوى سواء كان ذلك على المستوى الاجتماعي أو على المستوى الاقتصادي.

خاتمة عامة

الخاتمة العامة:

الإبداع الحدائثة والتقدم التكنولوجي هي الخصائص الثلاثة الرئيسية لبروز نشاط التوريق فتوريق . فتوريق القروض البنكية كما بينه هذا البحث المتواضع، لم يقتصر فقط على العقارات المرهونة قروض السيارات وبطاقات الائتمان، كما هو الحال في بداية عهده، لكنه توسع ليشمل معظم الأصول. هذه التقنية المستوردة من الولايات المتحدة الأمريكية، ما لبثت أن عرفت ازدهار معتبرا بفعل نجاعه النصوص التشريعية والتنظيمية التي تحكها .

إن انتقال التوريق إلى دول العالم ، لم نتيجة أزمة عرفت هل أسواق هذه الدول . بل كان لغرض الاستفادة من المهارة الأمريكية في هذا المجال . فقد أنجذب المتعاملون الاقتصاديون نحو نشاط التوريق بفعل الميزات المتعددة له ، وخاصة كونه وسيلة للتمويل وأداة حديثة لتسيير مخاطر وميزات مؤسسات القرض .

إن نجاح وتطور هذه التقنية في الأسواق الأمريكية والأوروبية ، يمكننا من القانون بنجاحها وتطورها خلال السنوات القادمة بالجزائر ، خاصة بعد صدور القانون المتضمن توريق القروض الرهنية لسنة 2006 ، والذي يرمي أساسا إلى تمكين البنوك والمؤسسات المالية . من حشد موارد تمويلية جديدة لمضاعفة قدرة الاقتصاد على إنتاج المساكن . إلا أن هذا يتطلب ضرورة تنظيم وتقنين عمليات منح الائتمان ، لأن المغالاة في ذلك قد يؤدي إلى نتائج غير مرضية ، وهو ما حصل في السنوات القليلة الماضية (في الفترة ما بين 2001 إلى نهاية 2005) في الولايات المتحدة الأمريكية ، حيث أن الاستثمارات القارية أو المرتبطة بأصول عقارية بدأت تعرف مشكلات وصعوبات نتيجة ما نشأ جراء تخلف سداد القروض العقارية الممنوحة برهونات وضمانات غير كافية ، كذلك لحقيقة أن كثيرا من القروض الإسكانية منحت للمقترضين من ذوي تاريخ الاعتماد أو سجل الائتمان الضعيف أو المعدوم (أو بما يسمى الإقراض العقاري مرتفع المخاطر " Subprime " ،

وبالتالي غير مؤهلين للحصول على أسعار الفائدة الأقل السائدة في سوق القروض العقارية المضمونة برهونات من الرتبة (الدرجة) الأولى .

ومن الأسباب الهامة لتفاقم الأزمة أن المؤسسات المالية قد بدأت في خلق أدوات مالية جديدة خاصة بأدوات الدين لزيادة قروضها وأرباحها مثل "قروض الرهن العقاري" ومع تدهور عملية سداد القروض تدهورت قيمة هذه الأدوات . نتيجة لذلك ،

تعرضت أكثر من 50 شركة رهن أمريكية للبيع ، أو أغلقت ، أو أعلن إفلاسها منذ بداية عام 2006 وحتى شهور قليلة ماضية .

على ضوء ما سبق يمكننا تلخيص جملة من النتائج في النقاط التالية :

* توفر سندات التوريق للمستثمرين فرصة للاستثمار في وعاء جديد يتميز باستقرار العائد وتقليل مخاطر الاستثمار فيها ،

يؤدي التوريق إلى مزايا للاقتصاد بصفة عامة وهي توسيع نشاط أسواق المال واستحداث أدوات جديدة للمستثمرين وتجمع رؤوس الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات ، تعتبر سندات التوريق من المصادر التمويلية منخفضة التكلفة مقارنة بغيرها من مصادر التمويل التقليدية الأخرى وذلك لسببين :

عادة ما يتم طرح سندات التوريق للبيع لشريحة كبيرة من المستثمرين ، وبالتالي تنتوع مخاطر الائتمان على عدد أكبر من الدائنين ،

يساعد التوريق على القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للشركة منشئة محفظة التوريق نظرا لعدم اعتماد التوريق على التصنيف الائتماني للشركة وإنما يتم إجراء التصنيف الائتماني لمحفظة التوريق بصورة مستقلة عن الشركة ذاتها .

يعتبر نشاط التوريق المحرك الأساسي في منظومة التمويل العقاري حيث أنه بدونها تتحول العمليات إلى عمليات إقراض عادية الفارق بينها هو انتقال عبئ القرض من البنك إلى شركة التوريق . ومما يساعد في نجاح مسالة التوريق أولا الاتساع الجغرافي للسوق والطلب الكبير والمتزايد على الإسكان العقاري ،

يعد التوريق احد الأساسية لتفعيل نشاط التمويل العقاري حيث يساعد شركات التمويل العقاري على زيادة التمويل المتاح لها ومن ثم تنشيط السوق،

اما بالنسبة للجزائر ، نستطيع استنتاج النقاط التالية :

- إن استحداث شركة التوريق والتي تكون جنبا مع البنوك التجارية ، تستطيع أن تضخ الاستثمارات اللازمة لقطاع الإسكان ،

- الرابط لأول مرة بين سوق الإسكان وسوق رأس المال ، عن طريق تمويل القروض العقارية بأوراق مالية مضمونة بتلك الأصول ، الأمر الذي يؤدي إلى معالجة عجز المصاريف عن تلبية طلبات تمويل السكن المرتفعة نظرا لطبيعة المواد المالية التي يغلب عليها الطابع قصير الأمد . ثم إعادة ضخها من جديد ،

- قانون التوريق يؤدي إلى تنشيط القطاعات الأخرى المتعلقة بقطاع الإسكان مثل قطاع مواد البناء ، وخلق فرص عمل جديدة بالإضافة إلى زيادة السيولة في السوق .

التوصيات :

ومن خلال النتائج السابقة نوصي بما يلي :

* وإعطاء أهمية أكبر لتقنية التوريق في الجزائر انطلاقا من التجارب الأجنبية ، وذلك بتنظيم تكوينات مهنية ، وملتقيات تدريبية ،

- تفعيل دور السوق المالي من خلال اقتحام المستثمرون الخواص الجزائريين بالعمل في هذا السوق ، تعريفهم به وبالدور الذي يمكن لهم يلعبوه في إطار هذا السوق ،
- تطبيق نظام التصنيف المالي المتعلق بالمؤسسات المالية ، وبالقيم المنقولة .
أو وضع أنظمة للتصنيف الداخلي ،
- * إنشاء ثقافة مالية لدى الأفراد والمؤسسات ،
- * تنشيط السوق الرهني ، والعمل على توسيعه من خلال :
- تخفيض تكلفة السكن التي تبقى على جانب من الأهمية ، فهي تعد صعبة المنال بالنظر للقدرة الشرائية للمواطن العادي ،
- تبسيط إجراءات الرهن العقاري ، مع وجود آليات الحماية في حالة تخلف المفترض عن السداد ،
- الاقتراب أكثر من مقررات من خلال تقليص مستوى الترجيح للقروض الرهينة إلى غاية 50% ، الشيء الذي يسمح نسبة الملاءة ودفع البنوك إلى منح أكثر للقروض الرهينة .
- * أن تكون الأوراق المالية المعروضة في عمليات التوريق ملائمة لأهداف المستثمرين من حيث تنوع أجالها واختلاف عوائدها باختلاف درجات المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون في هذه الأوراق المالية .

قائمة المراجع

1-الكتب:

أ-باللغة العربية

-أحمد بوراس : أسواق رؤوس الأموال ، مطبوعات جامعة منتورب ، قسنطينة 2002-
2003

-أحمد صلاح عطية : مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار : الإسكندرية ،
الدار الجامعية ، 2003-2002 .

-عبد الغفار حنفي : بورصة الاوراق المالية -سندات -وثائق الاستثمار -الخيارات ،
الإسكندرية ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، 2003 .

-عبد العلي أحمد حجازي توريد ومدى أهمية في ظل العقاري ، دار النهضة العربية
القاهرة مصر 2001

-عماد محمد علي عبد اللطيف العاني : اندماج الأسواق المالية الدولية - أسبابه
وانعكاسه على الاقتصاد العالمي ، بغداد ، بيت الحكمة ، 2002 .

-محمد صالح الحناوي ، ابراهيم العبد : بورصة الأوراق المالية -بين النظرية والتطبيق
الإسكندرية ، الدار الجامعة 2002

-مدحت صادق : أدوات وتقنيات مصرفية ، القاهرة ، الإسكندرية الار الجامعية ،
1996

-منير ابراهيم هندي : الفكر الحديث في ادارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام
التوريق والمشتقات - الجزء الأول : التوريق ، الإسكندرية ، منشأ المعارف ، 2003 .

ب-باللغة الأجنبية :

- Ceresoli.Michéle, Guillaud.Michel : titrisation, gestion financière de la banque, ska, Toulouse, décembre 1992.
- Frachot.A, Couriéroix, Ch : titrisation et remboursement anticipés, economica, (Coll, économie et statistiques), 1995
- Gense.Pierre, Topsacalian, Patrick : ingénierie financière, economica, paris, novembre 2001.
- Granier.Thierry, Jaffaux Corynne : la titrisation – aspect juridique et financier, economica, paris, 2004
- le Hi.Christain : Le fonds commun de créances : la titrisation loi du 23 décembre 1988, Paris, la revue Banque éditeur, 1994.

2- النصوص والتنظيمية والتشريعية:

أ-باللغة العربية

- القانون رقم 07- المتعلق بالترقية العقارية، المؤرخ في 4 مارس 1986، الجريدة الرسمية الجزائرية، بتاريخ 5 مارس 1986.
- القانون رقم 10-1990 المتعلق بالقرض والنقد، المؤرخ في 14 أبريل 1990 الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 16 بتاريخ 14 أبريل 1990.
- القانون رقم 03-1993 المتعلق بالنشاط العقاري، المؤرخ في 1 مارس 1993، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 14 بتاريخ 3 مارس 1993.
- القانون رقم 05-2006 المتضمن توريق القروض الرهنية، المؤرخ في 20 فيفري 2006، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 15 بتاريخ 12 مارس 2006.

-المرسوم التنفيذي رقم 308-1994 المحدد لقواعد تدخل الصندوق الوطني للسكن (CNL) فيما يتعلق بالدعم المالي للأسر، المؤرخ في 4 أكتوبر 1994.

-المرسوم التنفيذي رقم 105-2001 المحدد لشروط وكيفيات في إطار بيع السكنات المنجزة من الأموال العمومية عن طريق تأجيرها، المؤرخ في 23 أبريل 2001.

ب- باللغة الأجنبية:

-Circulaire n° 38-2001, relative aux règles, procédures et conditions d'octroi du credit immobilier aux particuliers, date du 02 janvier 2001.

-Circulaire n° 31/2005 relative à l'organigramme de la direction du credit immobilier et des credits spécifiques "dcics", daté du 29 décembre 2005.

-l'ordonnance n° 95/2007 relative aux conditions générales concernant le contrat d'assurance crédit immobilier aux particulieres, daté du 25 janvier 1995.

- الدوريات العلمية:

أ-باللغة العربية:

عمر طالب، عبد الحميد غوفي: إعادة التمويل الرهني وأثره على المنظومة المالية والمصرفية في الجزائر: دراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني SRH، مجلة الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، دورية علمية محكمة نصف سنوية، تصدرها الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، العدد الثاني، 2007.

ب-باللغة الأجنبية:

-Banque mondiale : document d'évaluation de projet d'assistance technique pour le développement du credit hypothecaire, édité par groupe du secteur financier, du secteur privé et de l'infrastructure région moyen-orient et afrique du nord, algérie, rapport n° 21446-Ai 5 juin 2002.

-BDL : Lettre du président directeur général, Al tanmiya, revue trimestrielle, n° 05, Septembre 2005.

-BDL : L'évolution du crédit immobilier à la BDL, al tanmiya, revue trimestrielle, n° 05, Avril 2004.

-Ferrieu, Stéphanie, Barthelon.Sophie ; l'essor de la titrisation de crédits à la consommation, banque magazine, n° 623, Mars 2001.

-Horizons bancaires, crédit agricole : système bancaire ratio de solvabilité la réforme annoncée, problème économiques, hebdomadaire n° 2.785 mercredi 20 novembre 2002.

-Par le laboratoire de recherche Grand Maghreb : Economie et société université Mentouri Constantine n° 4/2006, 2006

4-النشرات الاقتصادية، الملتقيات والمؤتمرات:

أ-باللغة العربية:

-إدارة البحوث الاقتصادية ببنك الاسكندرية: "التوريق العقاري كأحد آليات تفعيل قانون التمويل العقاري" النشرة الاقتصادية، بنك الاسكندرية، 2003.

ب-باللغة الأجنبية:

-Bessa.M : Document sur le séminaire international sur l'hypothèque et les suretés réels, SGCI, février 2002.

5-مواقع الإنترنت:

-حسين فتحي عثمان: "التوريق المصرفي للديون للممارسة والإطار القانوني" www.arablawinfo.com، أوت 2006.

-سعيد عبد الخالق: "توريق الحقوق المالية"، www.tashreaat.com، جانفي 2006.

-Esnault.N : « la titrisation un outil de gestion des risques bancaires », cours en ligne, sciences-pro.Fr /2004-2005/risques bancaires/doc2.pdf.

-Leroux François : « la titrisation »,

Cetai : hec/leroux/note20% pedagogique 20% mic 16.pdf,09/08/2000.

-<http://www.investopediu.com/terms/s/securitization.asp>.