

نظام التوريق كمصدر من مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث Securitization system as a source of funding in the modern economy

الأستاذ: سعيد سيف السبوسي

الامارات العربية

تاريخ النشر: 2019/11/08

تاريخ القبول: 2019/10/10

تاريخ الاستلام: 2019/09/05

جميع الحقوق محفوظة. هذا العمل هو ملكية فكرية محفوظة. لا يجوز إعادة نشره أو استخدامه بأي شكل من الأشكال دون إذن مسبق من الناشر.

الملخص :

هناك ارتباط وثيق بين نظام التوريق من جهة والاقتصاد الكلي لأي دولة ونموه وتطوره من جهة أخرى وبالأخص تلك الأنشطة الاقتصادية المرتبطة بأسواق الأوراق المالية سواء في السوق الأولي (سوق الإصدار) أو السوق الثانوي (سوق التداول) أخذاً في الاعتبار أن الأسواق المالية تعتبر جزءاً من أسواق رأس المال والتي تنتهي بدورها إلى سوق أوسع وهو سوق التمويل .

ويضطلع نظام التوريق من خلال الدول التي تعتبره مصدر من مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث شأنه شأن التمويل من خلال حقوق الملكية عن طريق الموازنة العامة للدولة أو التمويل بالأوراق المالية أو التمويل الذاتي من خلال الأرباح المحتجزة والاحتياطيات أو مجمع الإهلاك أو التمويل بالقروض، بدور اقتصادي هام في دفع عجلة النمو والتطور الاقتصادي إلى الأمام.

المقدمة :

على الرغم من أن نظام التوريق حديث النشأة نسبياً إلا أنه أصبح ظاهرة تفرض نفسها على أسواق الأوراق المالية، وتمتد آثارها إلى السياسات المالية والنقدية والاقتصادية على المستوى الدولي، ومن ثم فقد أهتم الباحثون في مجال التمويل

والاقتصاد والقانون التجاري بهذا النظام، محاولين إبراز أهميته وضبط القواعد المنظمة له .

ويأتي هذا التناول للموضوع في بحثين رئيسيين يشير أولها إلى مفهوم نظام التوريد وكافة المسائل المرتبطة به أما الثاني فيشير إلى أهمية نظام التوريد ودوره في الاقتصاد الحديث مع التطرق بشكل مبسط إلى موقف المشرع الإماراتي والجهات الحكومية من نظام التوريد ودور الشركات والمؤسسات المالية الوطنية في دعم هذا النظام التمويلي الحديث .

ويؤكد الباحث هنا على أن هذه المحاولة البحثية لا تعدو أن تكون خطوة بسيطة يقف فيها على أولى عتبات هذا الموضوع الشائك، تاركاً الباب مفتوحاً لمن هو أقدر منه على الخوض فيه مستقبلاً في ظل شح الكتابات والتشريعات الفقيهه والقانونية التي تناولت مفاهيمه وأحكامه .

أسباب اختيار الموضوع :

تتمثل أبرز الأسباب الذاتية والموضوعية لاختيار موضوع هذا البحث في عدة أسباب يمكن إجمالها في :

أولاً: الأسباب الذاتية

1. مجال عمل الباحث القريب من سوق الأوراق المالية جعله يرغب في التعرف على أبرز مصادر التمويل في هذا القطاع وعلى رأسها التمويل باستخدام نظام التوريد بما يعنيه ذلك من توسيع لمداكره العلمية .

2. رغبة الباحث في الاستفادة من التجارب الدولية والتي لا تتعارض والأنظمة والقوانين السارية في دولة الإمارات لإيجاد مصادر رخيصة للتمويل تدعم الاقتصاد الوطني وتساهم في تنميته .

3. السعي إلى إضافة إنجاز إلى اسم الباحث يتمثل في طرق باب فكرة جديدة قل تناولها من قبل الدارسين والباحثين محاولاً من خلال بحثه لفت النظر إلى هذه

الفكرة ذات الأثر الإيجابي على كافة القائمين عليها إذا ما تمت على أساس سليم وتوافرت لها كافة الضمانات اللازمة.

ثانياً: الأسباب الموضوعية

1. الحاجة إلى التناول العلمي والأكاديمي لنظام التوريق وتبيان الجوانب الإيجابية له، ومحاولة وضع الحلول المناسبة للتخلص من السلبيات المرتبطة بتطبيقه في مجتمعات ذات طبيعة خاصة تحكمها الشرائع والأنظمة كالمجتمعات العربية والإسلامية .

2. محاولة ايصال قيمة تطبيق نظام التوريق وضرورة الأخذ به على اعتبار أنه من مصادر التمويل عالية الديناميكية والمرونة وذات المقابل الرخيص إلى جهات التشريع المختلفة أملاً في تطبيقه من خلال وضع نظام وضوابط قانونية تقوم شأنه في الدول المعنية .

3. ارتفاع قيمة مصاريف خدمة الديون على مستوى العالم الأمر الذي يؤثر وبشكل مباشر على نسب النمو في المجتمعات وبالتالي ظهرت الحاجة إلى إيجاد مصادر للتمويل ذات طبيعة مميزة وخاصة تقرب بين مصالح جميع الأطراف دون المساس بالصالح العام للمجتمع وحقه في زيادة نسب التطور .

أهمية الموضوع :

تكمن أهمية موضوع هذا البحث في أنه يتناول بالبحث والدراسة موضوعاً متميزاً ذا قيمة عالية في عالم الاقتصاد بدأت تبرز أهميته مع مطلع الثمانينات من القرن الماضي في نطاق ما يعرف (بالهندسة المالية) أو (التصميم المالي) حيث اعتبر نظام التوريق ثورة في مجال تلبية احتياجات الأفراد والشركات والحكومات التمويلية والاستثمارية داخلياً وخارجياً بتكلفة منخفضة، وذلك تأسيساً على أن المقرضين و المقترضين في نظام التوريق يرتبطون بأسواق رأس المال مباشرة عن

طريق السندات التي يصدرونها أو يحملونها متخطين بذلك ما يسمى (بالوساطة المالية) التي كانت تمثل كلفة زائدة على مصروفات الإقراض في حينه.
أهداف الموضوع :

- تتمثل أبرز أهداف تناول هذا الموضوع بالبحث والدراسة والتمحيص فيما يلي :
1. محاولة إطلاع القارئ على كافة الجوانب والتفصيلات المرتبطة بهذا الموضوع وبيان قيمته باعتباره أحد مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث .
 2. محاولة إجراء مقارنة للنظر في إمكانية تطبيق نظام التوريق في داخل دولة الإمارات كبدل إضافي لخيارات التمويل التقليدية بما يعنيه ذلك من خلو الميزانيات العمومية للشركات من هذه الديون وتحقيقها المزيد من الأرباح والنتائج الإيجابية .
 3. محاولة إطلاع جهات التشريع بدولة الإمارات على قيمة هذا البديل التمويلي الحديث للنظر في إمكانية شموله بتنظيم قانوني يسمح بتطبيقه مع عدم المساس بمصالح الأطراف ذات العلاقة .

المنهج المتبع :

لتحقيق غايات هذا البحث فقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي والذي يهتم بتجميع البيانات والمعلومات عن نظام التوريق وتنظيمها بشكل تسلسلي، والتعريف بكافة المفاهيم وتبيان المزايا وتلخيص دور هذا النظام في معالجة مشاكل السيولة وتغطية مخاطر القروض وأثره على الاقتصاد الحديث مسترشداً في ذلك ببعض الحالات العملية والرسوم البيانية، ومكتفياً بتناول هذا الموضوع من الجانب الاقتصادي البحث دون التطرق إلى مدى توافق نظام التوريق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

الدراسات السابقة والتي تمت الاستعانة بها في تناول موضوع البحث :
هناك العديد من الدراسات السابقة والتي تناولت بالبحث نظام التوريق وتمت
الاستعانة بعدد منها في إعداد هذا البحث نذكر منها :

1. حسين فتحي، كتاب التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني، الطبعة الأولى، مطبعة دار أبوالمجد، القاهرة 1999 .
2. منير إبراهيم هندي، كتاب إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، الطبعة الثانية مطبعة منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.
3. هشام فضلي، كتاب الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة (التوريق)، الطبعة الثالثة، مطبعة دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2004 .

إشكالية الموضوع :

ضمن مساعي دولة الإمارات لدعم اقتصاد السوق الحر وتحديث نظامها المالي والمصرفي بدأت السلطات المختصة في الدولة بتشجيع المؤسسات المالية العاملة بها على اعتماد تقنيات جديدة ومتطورة تمكّنها من تجاوز وظائفها التقليدية، فاستعملت نظام التوريق كأداة لمواجهة الركود في قطاع العقارات، وزيادة سيولة القطاع المالي و المصرفي، وتوفير تمويلات طويلة الأجل بتكلفة أقل، وتحريك النشاط والانتعاش في سوق رأس المال الذي يعاني من الركود نتيجة تغير الظروف العالمية وإنشاء مؤسسات مالية جديدة متخصصة تفعل هذا السوق .

وكانت أول عملية في هذا الإطار هي عملية توريق ديون عقارية قامت بها شركة الإمارات الوطنية للسندات والتمويل - شركة ذات غرض خاص (ENSEC - لصالح شركة تمويل (شركة مساهمة عامة) وبقيمة 210 ملايين دولار أمريكي خلال العام 2007.

إلا أن التوريق وآلياته المقصودة في هذا البحث لم تتم معالجتها بعد من جانب المشرع الإماراتي عن طريق إصدار قانون مستقل يحدد إطارها وملامحها بشكل

واضح وصريح، كما هو الحال بالنسبة للمشرع المصري حيث يعتبر قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 هو التشريع العربي الوحيد الذي تطرق بالتنظيم في نص المادة 41 مكرر منه لنظام التوريق موضحاً المفاهيم والإجراءات المرتبطة به .

الأمر الذي يثير من خلال هذه الدراسة الإشكالية التالية المتمحورة حول مفهوم نظام التوريق، والقيمة الاقتصادية لتطبيقه في ظل النظام القانوني الإماراتي، والدافع العملي من وراء استحداثه؟

ويندرج تحت هذه الاشكالية التساؤلات التالية :

1. إلى أي مدى يمكن لنظام التوريق أن يساهم في معالجة كل من مشكلة السيولة ومخاطر القروض والحاجة إلى رأس المال في ظل الركود الذي تعرفه السوق الرأسمالية؟

2. هل يزيد نظام التوريق من القدرات التمويلية للمصارف والبنوك بمنحها موارد سائلة إضافية؟

3. هل يساهم نظام التوريق في التقليل من الحاجة للأموال الخاصة؟

4. هل زيادة القدرة التنافسية وتنوع مصادر التمويل أمر ضروري من أجل معالجة ركود السوق الرأسمالية؟

الخطوة :

ولتبسيط تناول نظام التوريق من خلال هذا البحث وضمان التسلسل العلمي السليم للمعلومات المرتبطة به فقد تم تقسيم البحث إلى مقدمة عامة تتضمن في مجملها الإطار العام للموضوع وبعض المعلومات الرئيسية التي سيشملها تناول، ومن ثم تقسيم البحث وفقاً لما يلي :

مقدمة :

المبحث الأول: نظام التوريق والمسائل المرتبطة به

المطلب الأول: تعريف نظام التوريق وأركانه وأنواعه وآلية تمويله
المطلب الثاني: عناصر عقد نظام التوريق وأساليبه وإجراءاته
المبحث الثاني: أهمية نظام التوريق ودوره في الاقتصاد الحديث
المطلب الأول: أهمية نظام التوريق في مجال القروض التجارية
المطلب الثاني: أهمية نظام التوريق في مجال القروض الرسمية
المطلب الثالث: موقف المشرع الإماراتي والجهات الحكومية من نظام التوريق ودور الشركات والمؤسسات المالية الوطنية في دعم هذا التوجه التمويلي الحديث
مقدمة :

رغم أن عمر نظام التوريق ما زال قصيراً حيث لم يتجاوز بعد العقد الرابع من الزمان، إلا أن هذا النظام التمويلي يجد جذوره في نظام سندات الرهون العقارية التي كانت تمثل حجر الزاوية في أسواق الأوراق المالية سابقاً، ومن المعلوم أن الولايات المتحدة الأمريكية عرفت مبكراً نظام الفصل بين الأعمال المصرفية وبين نظام الأوراق المالية، كما عرفته بعض الدول الأوروبية كالدينمارك، ومن هنا كانت الغلبة لأسواق رأس المال وهي الأسواق التي ظهر على أرضها نظام التوريق .
ويرى لويس رانيري) رئيس خبراء السندات المضمونة بالرهن العقاري السابق لشركة (Solomon Brother أن كلمة التوريق ظهرت لأول مرة في عمود Heard On The Street) في جريدة وول ستريت بالولايات المتحدة الأمريكية في عام 1977 وذلك عندما سألته مراسلة الصحيفة عن اسم العملية التي كانت تقوم بها (شركة (Solomon Brother لإصدار سندات قابلة للتداول وتتمتع بحماية ضريبية وقانونية وذلك لتحل محل سندات الرهن المضمونة التقليدية التي كانت تعاني من الإفراط في الضمانات الإضافية، فقال لها بأن هذه العملية تسمى (توريق) ومن هنا شاع استخدام هذا الاسم في الوساطة المالية والنقدية على مستوى العالم .

وقد شهدت أسواق التمويل الدولي خلال السنوات الماضية وحتى يومنا هذا نمواً ملحوظاً كماً ونوعاً في الذمم المدينة أو الديون القابلة للتوريق التي طرحتها مؤسسات مالية وغير مالية، لاسيما المصارف والبنوك وشركات البيع بالتجزئة حيث أصبح نظام التوريق وسيلة أساسية لدى هذه الجهات لزيادة حجم سيولتها المالية من خلال تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة، وقد تطورت أسواق التوريق الدولية مع تطور أنواع الأصول المورقة لاسيما تلك التي تتصل بقطاع تمويل المستهلك بالإضافة إلى تطور أنواع المؤسسات المشاركة في الأسواق .

ولعل نظام التوريق قد ظهرت جذوره الأولى مع تفجر أزمة المديونية الخارجية العالمية عام 1982 في معظم دول العالم الثالث وتداعي دول العالم إلى تدارس الحلول الملائمة لمشكلة المديونية هذه .

كما وجد نظام التوريق جذوره كذلك في مساهمة التبدل الحاصل منذ الثمانينات في أسلوب التمويل الدولي حيث تم التحول وبشكل متسارع من صيغة القرض المصرفي التقليدي إلى صيغة الأوراق المالية لاسيما السندات منها، وهكذا أصبح القرض المصرفي مجرد تمويل جسري مؤقت إلى أن تسمح السوق للمقترض بتأمين احتياجاته التمويلية عبر السندات الدولية وغيرها من إصدارات الأوراق المالية .

وقد بدأ بروز نظام التوريق كظاهرة بشكل خاص في نهاية الثمانينات بالولايات المتحدة، وتشير الإحصائيات إلى أن سوق التوريق قد ناهز 500 بليون دولار أمريكي عام 1994 في الولايات المتحدة وقدرت قيمة القروض المورقة بالسندات الأوروبية Euro Bonds في العام ذاته في أوروبا بمبلغ مماثل وتشير التقديرات إلى أن السنوات القادمة ستشهد حلول آجال سندات دين في السوق الأوروبي بمعدل 200 بليون دولار أمريكي سنوياً .

وقد كانت بداية ظهور نظام التوريق في البورصات المالية الأمريكية، وكان غرضه في حينها حل مشكلة القروض الإسكانية العقارية ثم تحول إلى أداة للوفاء بمتطلبات كفاية رأس المال، ثم لم يطل بنظام التوريق العهد حتى انتشر في أوروبا وبخاصة في بريطانيا وفرنسا ثم إلى كندا وأستراليا ونيوزلندا والسويد، وبدأ هذا النظام يأخذ دوره في السنوات الأخيرة في الشرق الأوسط، وشهدت بداية العام 2008 توسعاً كبيراً في أسواق الشرق الأوسط وخاصة منطقة الخليج العربي التي تشهد فورة عقارية ضخمة لم يسبق لها مثيل في هذه المنطقة من العالم، كما شهدت الأسواق الجديدة والتي تشمل أوروبا الشرقية والوسطى وشمال إفريقيا 20 صفقة توريق في النصف الأول من العام 2008 بقيمة إجمالية بلغت 5,8 مليار دولار أمريكي أغلبها في روسيا وتركيا وفقاً لتقرير (براق قره أغلو- محلل مالي في وكالة موديز للتصنيف الائتماني) ووفقاً لمركز دبي المالي العالمي فقد تتجه الشركات في منطقة الخليج العربي إلى جمع حوالي 250 مليار دولار أمريكي عن طريق إصدار سندات بضمن أصول عقارية خلال السنوات العشر القادمة، وذلك لتلبية طلب متنام على تمويل العقارات والبنية التحتية، وإن حجم مبيعات الديون بضمن قروض عقارية وأصول في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا يبلغ نحو 2.5 مليار دولار أمريكي حتى الآن، مضيفاً أن مشروعات مزعم إقامتها بأكثر من تريليون دولار أمريكي في الخليج وحده ربما تضاعف هذا الرقم مائة مرة.

المبحث الأول: نظام التوريق والمسائل المرتبطة به

يرتبط نظام التوريق بالرهن العقاري ارتباطاً وثيقاً وهو ما ينطق به التطور التاريخي لهذا النظام، فعندما اشتدت أزمة الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية، وعجزت مؤسسات الإقراض المالية عن الوفاء باحتياجات السوق من القروض العقارية، تم التنسيق مع مؤسسة (Freddie Mac) وهي سوق للرهن

العقاري تتبع الجهات الاتحادية، لا تخضع لقوانين الولايات ولا لتشريعاتها الضريبية، ومن ثم فقد أمكن الاستفادة من الإعفاءات الضريبية التي تتمتع بها هذه المؤسسة في إصدار سندات قابلة للتداول وأصبحت (وول ستريت) قادرة على توزيع هذه السندات على نطاق واسع من خلال سوق الأوراق المالية وتمت أول عملية توريق عن طريق (Freddie Mac) و (Solomon Brother) من محفظة رهونات (Perpetual Savings)) وهي إحدى الكيانات التي يقع مقرها الرئيسي في العاصمة واشنطن .

المطلب الأول : تعريف نظام التوريق وأركانه وأنواعه وآليات تمويله

أصبحت كلمة (توريق) شائعة في الأوساط المالية والنقدية والاقتصادية، وذلك منذ أواخر الثمانينيات من القرن الماضي، ولكن حدث خلط شديد في تحديد مفهومه والمقصود به. ولتبيان كافة الجوانب المرتبطة بمفهوم نظام التوريق وللوقوف على المسائل التي تجاور هذا المفهوم نتجه إلى تناول الموضوع وفقاً لما يلي :

الفرع الأول: تعريف نظام التوريق

التوريق لغة هو (إخراج الورق، فنقول ورق الشجر "بتشديد الراء وفتحها " توريقاً أي أخرج ورقه).

أما اصطلاحاً فالتوريق هو(تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى سندات قابلة للتداول في أسواق المال) وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية مرجوة ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين .

ويرى البعض أن مصطلح التوريق منتقد لأنه غير جامع وغير مانع، فهو غير جامع لأنه يعبر فقط عن المرحلة الثانية التي يتم فيها تحويل الحقوق إلى سندات قابلة للتداول، ويغفل المرحلة الأولى التي تتمثل في نقل محفظة الحقوق من المحيل إلى المحال إليه، وهو غير مانع لأنه يختلط بفكرة الورقة التجارية وفاتورة نقل

الحق القابلة لعمل (بروتستو) أي محضر إثبات بعدم السداد في الميعاد المقرر عند عدم الدفع .

ومن هنا يرى هذا البعض أن التسمية الصحيحة لهذا النظام هو (الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة).

الفرع الثاني: أركان نظام التوريق

يرتكز نظام التوريق شأنه في ذلك شأن كافة الأنظمة والمفاهيم السائدة في الأوساط الاقتصادية والقانونية على مجموعة من الأركان الأساسية والتي إذا فقد أحدها نكون أمام حالة لا يمكن وصفها بأنها تنتهي إلى مكونات نظام التوريق، وتتمثل هذه الأركان فيما يلي :

أولاً: وجود علاقة مديونية أصلية

والمقصود بها تلك العلاقة الأساسية التي تربط بين دائن ومدين كالعلاقة بين البنك المقرض وبين الفرد أو الشركة أو الحكومة المقترضة، وهذه العلاقة هي حجر الزاوية والنقطة التي تنطلق منها أعمال كافة الجهات المعنية أو المستفيدة من نظام التوريق فبدون علاقة مديونية أصلية لن يكون لنظام التوريق وجود.

ثانياً: رغبة الدائن في التخلص من الديون التي تحت يده وتحويلها إلى جهة أخرى فالدائن يجنح إلى التخلص من الديون التي تحت يده متى تقاعس المدين عن الوفاء أو أعسر أو أشهر إفلاسه، وقد لا تسعفه الضمانات التي قدمها له المدين في التنفيذ عليها واستيفاء دينه، بل وكثيراً ما تلجأ البنوك الدائنة إلى إعدام هذه الديون، فضلاً عما تتحمله ميزانياتها من مخصصات مالية لمواجهة مثل هذه الديون المعدومة.

هذا إلى جانب وجود أسباب أخرى قد تدفع الدائن للسعي وراء توريق ديونه مثل :

11. الأسباب العامة

وهي أسباب تفرضها التغيرات الكبيرة التي طرأت على أسواق التمويل التقليدية، حيث وقع قصور حاد في عمليات التمويل التي كانت تضطلع بها البنوك والمصارف والمؤسسات المالية، الأمر الذي دفع المستثمرين والمقرضين إلى البحث عن وسائل غير تقليدية في التمويل كاستخدام الأموال من غير طريق الودائع وذلك بشراء الأوراق المالية ذات العائد، وتداول هذه الأوراق في الأسواق المالية مثل بورصة (وول ستريت) للاستفادة من فروق الأسعار. ولقد نجح (بنك أوف أمريكا) في استصدار تشريع يسمح بانتقال التدفقات النقدية بدون ضرائب بين أوراق قروض المنازل وأوراق الرهن العقاري منعاً للازدواج الضريبي.

2. الأسباب الخاصة

أ. رغبة البنك في مباشرة بعض الأنشطة المربحة التي لا تسجل في الميزانية ولا تستخدم رأس مال البنك مثل استبدال العملات و صفقات الصرف الأجنبي الآجلة، فعمليات التوريق التي يقوم بها البنك وشركاته التابعة تحقق إيرادات وأرباح وتدفقات نقدية سواء تمت عملية التوريق لصالحه، أو قام هو بدور معين فيها من خلال شركاته التابعة .

والشكل التالي يوضح بشكل مبسط كيف تتم عملية توريق الديون :

ويتبين من هذا الشكل أن بعض قروض البنك تتم إزالتها من الميزانية عن طريق بيعها إلى شركة متخصصة ذات غرض خاص SPV فتصدر هذه الأخيرة سندات جديدة قابلة للتداول وتطرحها للبيع على المستثمرين، وحصيلة البيع هذه يتم دفعها كثمن لشراء الدين الأصلي، وبذلك تدخل القيمة من جديد إلى البنك البادئ مكونة بذلك مصدراً جديداً من مصادر التمويل .

ب. الرغبة في نقل المخاطر من الدائن الأصلي إلى غيره، إذ أن لكل دين مخاطر تتمثل أبرزها في عدم وفاء المدين بالاقساط والفوائد في مواعيدها، وتزداد درجة المخاطر كلما كانت الضمانات غير كافية، وتتمثل هذه الضمانات فيما يقدمه

المدين من ضمانات عينية أو مالية، فضلاً عن الضمانات التي تقدمها شركات التأمين. وعلى هذا فإنه إذا ما ازدادت مخاطر الدين وضعفت ضماناته فإن الدائن يلجأ إلى نقل المخاطر إلى الغير بإحدى وسيلتين:

-الوسيلة الأولى: وفيها يلجأ الدائن إلى غيره من الدائنين المناظرين له عند إبرام عقد القرض ليشاركوه في تمويل القرض ابتداءً عن طريق ما يسمى (باتفاقية القرض الجماعي) التي يشترك فيها مجموعة من المقرضين كالبنوك والمصارف والمؤسسات المالية الكبيرة (كونسورتيوم) وبهذا تتوزع المخاطر على مجموع الدائنين.

-الوسيلة الثانية: وفيها يحل دائن جديد محل الدائن الأصلي وعندئذ تنتقل المخاطر برمتها إلى الدائن الجديد، ونظراً لأن هذه الوسيلة تشترط أن يكون كلاً من الدائن الأصلي والدائن الجديد بنكاً أو مصرفاً لذا فإن عملية التحويل تتم من خلال ما يسمى (بشهادات القروض القابلة للتحويل).

ثالثاً: قيام الجهة المحال إليها الدين بإصدار سندات جديدة قابلة للتداول في أسواق المال

الجهة المحال إليها الدين هنا هي عبارة عن شركة تنشأ خصيصاً لتلقي الديون الأصلية عن طريق شرائها من الدائن الأصلي، ولتحل محله كدائن في مواجهة المدين الأصلي، وتسمى هذه الشركة) شركة ذات غرض خاص Special Purpose Vehicle - SPV وإذا لم يكن مثل هذه الشركة المتخصصة قائماً بذاته، فإن البنك الدائن ينشئ مثل هذه الشركة خصيصاً لتوريق ديونه، وتعتبر تابعة له ولكن ذات ميزانية وذمة مالية مستقلة.

ومثال الشركات القائمة بذاتها في هذا المجال في الولايات المتحدة الأمريكية) هيئة الرهون الوطنية الحكومية (Government National Mortgage Association و

مؤسسة رهن قروض المنازل الاتحادية Federal Home Loan Mortgage Corporation).

وقد وجد هذا المفهوم للشركة المتخصصة في مجال التوريق له صدىً لدى المشرع المصري حيث عرفت الفقرة الأولى من المادة 41 مكرر من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 الجهة المحال إليها الدين أو شركة التوريق بأنها الشركة (التي تزاوّل نشاط إصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها، وتعد شركة التوريق في تطبيق أحكام هذا القانون من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية

وقصرت الفقرة الثالثة من ذات المادة غرض تأسيس شركة التوريق على مزاوله نشاط التوريق فقط دون غيره من الأنشطة المالية الأخرى، حيث نصت على أنه (يقتصر غرض هذه الشركة "شركة التوريق" على مزاوله النشاط المشار إليه "نشاط التوريق" دون غيره ..) ومن أمثلة الشركات العاملة في مجال توريق الديون في جمهورية مصر العربية والتي تمت الموافقة على تأسيسها والسماح لها بمزاوله نشاطها بموجب أحكام قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 شركة الرحاب للتوريق، وشركة التعمير للتوريق، والشركة المصرية للتوريق .

وتعد هذه الشركات المتخصصة بالإضافة إلى ما تنشئه البنوك والمصارف من فروع تزاوّل بعض الخدمات المتعلقة بعمليات إحالة الديون سوقاً رأسمالياً ناضجاً، وهو ما يعد شرطاً لنجاح عمليات التوريق .

1. دور شركة الغرض الخاص SPV كمصدر للسندات الجديدة

لتوضيح دور شركة الغرض الخاص SPV بشكل عام كمصدر للسندات الجديدة نجد أن البنك الدائن الأصلي يقوم ببيع سندات الدين الأصلية إلى شركة الغرض الخاص SPV وتقوم هذه الأخيرة بسداد القيمة نقداً، ويكون سعر البيع عادة أقل

من القيمة الإسمية لهذا الدين، حتى تكون هناك فرصة لتحقيق هامش ربح للشركة كما هي القاعدة في بيع الديون بشكل عام .

بعدها تقوم الشركة بالحصول على قرض من أي بنك آخر بهدف سداد قيمة السندات المشتراة، ثم تقوم بإصدار سندات جديدة تسمى (السندات المدعمة بأصول) وذلك لأن كل وعاء يدعمه ضمان إضافي معين ثم تقوم الشركة بطرح سندات جديدة للبيع لمستثمرين جدد، وتنتقل حقوق هذه السندات الخاصة بدفع الفائدة وامتلاك حصة من الأصل في التوقيت المحدد للمستثمرين الجدد .

ومن البدهي أن تحصل شركة التوريق على أرباحها من الفرق بين ما دفعته إلى المحيل والقيمة الإسمية لمحفظة السندات الجديدة، مضافاً إليها الفوائد المتفق عليها في عقد التوريق الأصلي .

وعليه يتبين أن عملية التوريق تمثل أداة ربط جيدة بين السوق المصرفية وبين سوق رأس المال، فمن خلالها يتم تحويل ورقة الدين الأصلية (وهي أصل غير سائل) إلى شركة متخصصة تقوم بتفتيت هذا الأصل إلى عدة وحدات سائلة عن طريق طرحها للاكتتاب في صورة سندات مالية قابلة للتداول.

وهذا الدور للجهة المحال إليها الدين أو شركة التوريق كمصدر للسندات الجديدة تبناه المشرع المصري حيث نصت الفقرة الأولى من المادة 41 مكرر من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 في تعريفها لشركة التوريق وتحديد صفتها بأنها الشركة (التي تزاوّل نشاط إصدار سندات قابلة للتداول).

2. الآلية التي تتبعها شركة الغرض الخاص SPV في بناء المحفظة المطروحة للتوريق وتتمثل في :

أ. قيام البنك (الدائن الأصلي) بصفته بائعاً للدين بإحالة هذا الدين إلى شركة الغرض الخاص SPV بصفته مشتريه له وتصبح هي المحال إليه، وبناءً عليه ينتقل

الدين إلى الشركة مشفوعاً بالضمانات المرافقة له، فضلاً عن الضمانات الأخرى التي يقررها المحيل كحافز لإتمام عملية بيع الدين.

وقد أشارت إلى هذه المسألة الفقرة الأولى من المادة 41 مكرراً من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 والتي نصت على أنه (تتم حوالة محفظة التوريق بموجب اتفاق بين المحيل وشركة التوريق المحال إليها وفقاً للنموذج الذي تعدّه الهيئة " الهيئة العامة للرقابة المالية". ويجب أن تكون الحوالة نافذة وناجزة وغير معلقة على شرط وناقلة لجميع الحقوق والمستحقات والضمانات المحالة).

ب.تقوم شركة الغرض الخاص SPV بتكوين محفظة سنداتها، وقد تحتوي هذه المحفظة على قرض واحد بسند واحد وقد تحتوي على عدة قروض فتتعدد تبعاً لها السندات المصدرة وهذا هو الأفضل للشركة .

وفي هذا الإطار نجد أن المشرع المصري في الفقرة الثالثة من المادة 41 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 قد نص على أنه(..... ولا يجوز بغير ترخيص من مجلس إدارة الهيئة أن يحال إلى الشركة أكثر من محفظة توريق واحدة، أو أن تقوم بأكثر من إصدار واحد للسندات ...)، وبذلك يكون المشرع قد اتخذ اتجاهاً مؤداه أن الأصل هو أن تؤسس الشركة ذات الغرض الخاص SPV بغيت القيام بعملية توريق وإصدار سندات لمرة واحدة فقط، إلا أنه قد يرد استثناء على هذا الأصل يتمثل في موافقة مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية بجمهورية مصر العربية وهي الجهة المعنية بتنفيذ القانون على منح ترخيص لشركة التوريق للقيام بأكثر من عملية توريق وأكثر من إصدار للسندات .

3. سعر فائدة السندات الجديدة

عند توريق الديون نجد أنها مفرغة في شكل سندات ذات سعر فائدة ثابت أو متغير أو خليط بين السعيرين وعندئذ تصعب مهمة تقدير التدفقات النقدية

المستقبلية وإن اعتبرها البعض ميزة يسهل معها بناء محفظة سندات كبرى وبالتالي تقل معها تكلفة مصاريف الإصدار، الأمر الذي يمكن معه إصدار سندات جديدة بسعر فائدة أعلى يعوض المستثمر في تلك السندات عن عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المتوقعة.

وما يعنينا هنا هو كيفية تحديد سعر الفائدة على السند الجديد الذي ستصدره الشركة، وهنا نلاحظ أنه في حالة تعدد أسعار الفائدة تبعاً لتعدد أنواع القروض المكونة لمحفظة السندات، فإن سعر الفائدة المقرر للسند الجديد ينبغي أن يكون معادلاً كحد أدنى لأقل سعر فائدة للقروض التي تحتوي عليها المحفظة مطروحاً منه نسبة في مقابل خدمة تلك السندات، وضمان الأصل المستثمر والفوائد المتولدة عنه.

وقد يقال أن هذا يثبط همة المستثمر فيعزف عن شراء هذه السندات إلا أن المستثمر الرشيد وإن أضر في سعر الفائدة الأقل إلا أنه سيكسب الاستثمار في ورقة مالية جديدة تتمتع بقدر كبير من الاستقرار، لأنها أقل عرضة لمخاطر السداد المبكر لقيمة القروض المكونة للمحفظة والتي تعني قيام المقترضين (المدينين) بالإقدام على سداد الدين في وقت مبكر عن تاريخ الاستحقاق متى انخفضت أسعار الفائدة السائدة في الأسواق عن مستوى سعر الفائدة الذي صدرت به سندات ديونهم عن طريق اقتراض جديد بسعر منخفض.

4. تاريخ الاستحقاق

ينبغي أن تكون تواريخ استحقاق الفائدة على السندات المصدرة موافقة لتواريخ استحقاق الديون الأصلية وقد يكون ذلك ميسوراً إذا كانت الديون الأصلية ذات تاريخ استحقاق واحد ولكن متى اختلفت تواريخ استحقاقها فإنه ينبغي أن يكون أقصر تاريخ لاستحقاق السندات الجديدة أطول من تاريخ استحقاق الديون الأصلية التي تم توريقها.

كما ينبغي على شركة الغرض الخاص SPV أن تضع في الحسبان مخاطر التوقف عن السداد، أي احتمال عدم قدرة المدين الأصلي على الوفاء بأصل الدين وفوائده في التواريخ المتفق عليها، وهذا النوع من المخاطر كثيراً ما يرتبط بمخاطر الإفلاس، وهي مخاطر قد لا يجدي معها نفعاً تنويع المحفظة، وعادة ما تفضي إلى قيام حامل السندات بمطالبة المدين المتوقف عن السداد أو المفلس بدفع التعويض المناسب.

ويرى الفقيه (كيدويل) أن هذا التعويض يمكن تحديده بالفرق بين عائد السند وعائد ورقة مالية حكومية تماثله في الصفات وتاريخ الاستحقاق.

5. تقدير قيمة السندات الجديدة

يتم تقدير قيمة السندات الجديدة وفقاً لما هو متبع في تسعير أي سندات أخرى، أي على أساس القيمة الحالية لتدفقاتها النقدية المستقبلية وهنا نلاحظ أنه متى كان معدل سعر الفائدة السائد في السوق لسندات على ذات المستوى من المخاطر أقل من معدل الكوبون، فإن السند يباع حينئذ بقيمة تفوق قيمته الاسمية والعكس صحيح.

وجدير بالذكر أن السندات التي يتم توريقها قد تكون صفرية الكوبون على أساس أن المستثمر يشتري هذه السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، على أن يحصل على القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق والفرق بين القيمتين يمثل العائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه.

رابعاً: تغطية إصدار السندات الجديدة بضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة

يلجأ البنك إلى بيع الدين إلى شركة مالية متخصصة في إصدار وتداول السندات، وما كان ليلجأ إلى ذلك إلا رغبة منه في الحصول على سيولة أو تخلصاً من دين توقف المقترض فيه عن الدفع ولم تكن الضمانات فيه كافية لتغطية المخاطر،

وبالتالي فإنه من غير المقبول أن تقوم الشركة المتخصصة المشتريه لمثل هذا الدين بإعادة إصداره في هيئة سندات جديدة وتطرحها للمستثمرين الجدد دون أن تدعم هذه السندات بضمانات كافية منها على سبيل المثال :

1. الضمانات المصاحبة للدين الأصلي، حيث تنتقل هذه الضمانات بقوة القانون تبعاً لانتقال الدين المضمون .

2. الضمانات التي يقدمها البنك البادئ كإعطاء الحق للمستثمرين في الرجوع عليه في حالة وجود سندات معدومة، أو تقديم ضمان إضافي للشركة في حالة عدم كفاية العائد الذي يدره الدين الأصلي المباع في الوفاء بمستحقات المستثمرين الدورية .

3. الضمانات التي تقدمها مؤسسات الرهن الحكومية والتي تضمن سداد الفوائد وأصل القرض في تاريخ الاستحقاق، وإذا ما تم توريق القرض الأصلي فإن الضمانة تنتقل إلى السندات الجديدة، وتعتبر هذه الضمانة أساساً في عملية التوريق .
وجدير بالذكر أن هذا النوع من الضمانات يكون قاصراً على القروض المتعلقة بالتمويل العقاري، وفيما عدا ذلك فإنه لا مجال للقول بهذه الضمانة .

4. التأمين لدى شركات تأمين متخصصة لتغطية حالات عجز شركة الغرض الخاص SPV عن الوفاء بمستحقات المستثمرين ولقد ظهرت في هذا الصدد شركات تسمى (المؤمن وحيد الوظيفة) وهي شركات التأمين التي تقوم بمهمة واحدة فقط تتمثل في إصدار بوالص لتأمين حالات العجز عن السداد المرتبطة بعمليات توريق الديون .

5. قيام الشركة ذات الغرض الخاص SPV بتنوع أنشطتها كأن تعمل في مجال قروض العقارات والسيارات وبطاقات الائتمان، وهذا يتكون لديها وعاء كبير يدر عائداً دورياً يكفي لمواجهة الدفع المنتظم لفوائد السندات الجديدة التي يحملها المستثمرون .

6. دعم السند بضمانة إضافية كأن يقترض مالك السندات قرضاً بضمانها ثم يودع هذا القرض في حساب خاص يدر عائداً يساهم في سداد مستحقات المستثمرين الجدد .

خامساً: وجود مستثمر يرغب بشراء السندات

المستثمر هنا هو(ذلك الشخص الذي يشتري السندات الجديدة التي تصدرها شركة الغرض الخاص SPV ثم يقوم بتحصيل عوائدها في المواعيد المحددة للاستحقاق (وهذا المستثمر عادة ما يكون في مركز آمن على اعتبار أن كافة الضمانات خاصة بالسندات متوافرة بما يعني ضمان سداد الفوائد وأصل القروض التي تتكون منها المحفظة في التواريخ المحددة لاستحقاقها، ولهذا فإن الأصول المالية التي تم توريقها من المحفظة تصبح هي الأخرى متمتعة بنفس الضمان، وبموجب هذا الاستثمار يتمتع المستثمر بالحقوق التالية :

1. الحق في اقتسام العائد

إن محفظة التوريق التي يبيعها البنك (الدائن الأصلي) إلى شركة الغرض الخاص SPV يمكن أن تكون محتوية على أصل مالي واحد أو جملة من الأصول وبالتالي فإن الحقوق التي تحتوي عليها هذه المحفظة تنتقل بطريق الحوالة إلى شركة الغرض الخاص SPV وما يتبعها من عوائد، والفرض هنا أن شركة الغرض الخاص SPV قد اشترت المحفظة بقيمة تقل عن القيمة الاسمية للحقوق مضافاً إليها ما تغله من عائد، وبهذا تتحقق الربحية لحاملي سندات الاستثمار، فالفارق بين القيمتين يمثل الربح الذي يجذب المستثمرين إلى هذا النوع من السندات فضلاً عن حق حاملي السندات الجديدة في مشاركة شركة الغرض الخاص SPV في العائد الذي يغله استثمار فائض الأموال المتبقية لديها، بعد الوفاء بالتزاماتها المالية كنفقات الإدارة ونفقات التأسيس والدعاية والعمولات، علماً بأنه لا يجوز

لشركة الغرض الخاص SPV أن تقتطع مبالغ على ذمة الاحتياطات حيث يتعين في نظام التوريق توزيع عائد الاستثمار بكامله على المستثمرين .

2. الحق في الرجوع على البنك (الدائن الأصلي)

قد ينص عقد الصفقة المبرمة بين البنك (الدائن الأصلي) وشركة الغرض الخاص SPV على حق المستثمر الذي تؤول إليه السندات كمشتريها من الشركة في الرجوع على البنك (الدائن الأصلي) متى ثبت أن هذه السندات معدومة أو غير قادرة على الوفاء، ويعتبر هذا الحق أحد دعائم نجاح التوريق، حيث يمثل ضماناً قوية لكل من شركة الغرض الخاص SPV والمستثمر.

وإنفاذاً لهذه الفكرة نجد البنك (الدائن الأصلي) يقدم احتياطياً نقدياً كوديعة لدى أمين معين في تاريخ إتمام الصفقة، وذلك كغطاء تأميني لعملية التوريق.

3. الحق في تداول سند الاستثمار

جوهر عملية التوريق هو تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة (سندات) قابلة للتداول في أسواق المال، أو التنازل عنها للغير بحالة الحق بدون قيد أو شرط .

إلا أن بعض المشرعين وعلى رأسهم المشرع الفرنسي قد وضعوا بعض القيود على تداول السندات الخاصة بالحقوق الآجلة، رغبة منه في حماية الأشخاص الطبيعيين والمدخرين في صناديق الاستثمار من مغبة التعامل في هذا النوع من السندات لكونها مرتفعة المخاطر، ومن ثم فقد منع المشرع هؤلاء الأشخاص من تداول هذه السندات. كما منع صناديق الاستثمار التي تتعامل في القيم المنقولة من تداول السندات الخاصة بالحقوق الآجلة إذا كانت هذه الصناديق تدار بمعرفة الصندوق المطلوب شراء سندات وكذلك شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير إذا كان مديرو هذه الشركات يتبعون جهة الائتمان التي أحالت حقوقها إلى الصندوق المستهدف شراء سندات .

الفرع الثالث: أنواع أنظمة التوريق وآليات تمويلها

يمكن تقسيم أنظمة التوريق إلى فئتين أساسيتين هما:

أولاً: تصنيف التوريق وفقاً لنوع الضمان

1. التوريق بضمان أصول ثابتة ويقصد به (القيام بعمليات توريق لديون معينة مع تقديم ضمانات لتغطية السندات الصادرة عن عمليات التوريق ملموسة وموجودة في وقت عقد اتفاق التوريق كالضمانات العقارية والملكيات الخاصة).

2. التوريق بضمان متحصلات آجلة ويقصد به (القيام بعمليات توريق لديون معينة مع عدم تقديم ضمانات لتغطية السندات الصادرة عن عمليات التوريق ملموسة وموجودة في وقت عقد اتفاق التوريق وإنما هي عبارة عن متحصلات مستقبلية يتوقع سدادها في مواعيدها المقررة).

ثانياً: تصنيف التوريق وفقاً لطبيعته

1. انتقال الأصول من خلال بيع حقيقي من الدائن إلى شركة الغرض الخاص SPV مقابل قيامها بإصدار سندات قابلة للتداول وإعادة بيعها على مستثمرين جدد، وتوزيع التدفقات المالية والنقدية الواردة في مقابل هذا الإصدار وفقاً لنسب محددة، وهنا تكون السندات معبراً لتحقيق الهدف الرئيسي من الإصدار وهو توفير السيولة وتقليل المخاطر.

2. انتقال الأصول بكفاءة في صورة إدارة مديونية من الدائن إلى شركة الغرض الخاص SPV (أي نقل حق المنفعة دون نقل حق التصرف)، وإصدار سندات عديدة تختلف فيما بينها وفقاً لدرجة التصنيف الائتماني وجودتها وأولوية وآجال الدفع المرتبطة بها وإمكانية فصل مدفوعات الأصل عن الفائدة.

ويمكن تمويل صفقات التوريق عن طريق إحدى الوسائل التالية:

أولاً: القروض التجارية

يمكن توفير التمويل اللازم لشراء الأصول (الديون) التي يتم توريقها باللجوء إلى القروض التجارية، مع مراعاة تزامن جدول السداد الخاص بالديون محل التوريق مع التزامات الدفع للمقرضين.

ثانياً: سندات دين

تقوم شركة الغرض الخاص SPV في هذه الحالة بإصدار سندات بقيمة تعادل قيمة الديون موضوع التوريق استناداً على ما يتوفر لهذه الديون من ضمانات بحيث تستخدم حصيلة الاكتتاب في هذه السندات في شراء تلك الديون ويراعى أن تتوافق تواريخ استحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها، وأن تكفي لسدادها عند حلول آجال استحقاقها.

المطلب الثاني: عناصر عقد نظام التوريق وأساليبه وإجراءاته

يعتبر عقد نظام التوريق من العقود ذات الطبيعة الخاصة والذي تتعد عناصره وأساليبه وإجراءاته وفقاً للظروف المحيطة بكل حالة على حدة، ولتبسيط التعرف على كافة الجوانب المرتبطة بهذا العقد سوف نتطرق لتناول عناصر عقد نظام التوريق، ومن ثم نتجه للتعرف على أساليبه، حتى نصل للحديث عن إجراءاته والخصوصية التي تتميز بها .

الفرع الأول: عناصر عقد نظام التوريق

أولاً: المقترض (المدين) سواء كان شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً

وهو العنصر الأساسي في عقد نظام التوريق وتتمثل غايته من عملية التوريق في أغلب الأحيان في مواجهة تعثر مالي معين أو إعادة هيكلة أو الاستعانة بالأموال المقترضة للوفاء بديون حل تاريخ استحقاقها.

ثانياً: الأصول موضوع التوريق

وهي الأصول الضامنة للدين محل التوريق ودائماً ما تكون أصولاً ذات قيمة مرتفعة ؛ لذلك غالباً ما تكون في صورة حقوق رهن رسمي للبنك على عقارات أو منقولات يملكها الراهن الذي يدين للبنك .

ثالثاً: الخطوات السابقة لعملية التوريق

يسبق إجراء عملية التوريق خطوات متعددة تنتهي باتفاق البنك الذي ينشد الحصول على سيولة نقدية سريعة لديونه مقابل نقل ملكية الأصول، وتتمثل الخطوات التمهيديّة لذلك في قيام البنك أو شركة الغرض الخاص SPV باستطلاع رأي عملائه المدينين فيما ينوي عمله في شأن توريق ديونهم، وفي حالة موافقتهم فإن على البنك تنظيم تفاصيل العلاقة الجديدة بين المدينين والدائن الجديد، وهناك أيضاً العديد من المهام التي تتم في إطار عمليات التوريق، والتي تحتاج لعناية وتخصص وفي مقدمتها (التقييم الواقعي لقيمة الأصول، وتحديد السعر الملائم للأوراق المالية المزمع طرحها للاكتتاب، والتخطيط لبرامج الترويج للاكتتاب وإعداد الدراسات الخاصة بالتدفقات النقدية..).

رابعاً: إدارة الأصول

على الرغم من انتقال ملكية الأصول الضامنة للوفاء بقيمة السندات المصدرة من الذمة المالية للبنك القائم بالتوريق للدائنين الجدد، فإن الممارسة العملية أثبتت أنه في معظم الصفقات يناط بهذا البنك مهام إدارة واستثمار محفظة هذه الأصول وضماناتها أثناء إنجاز أو تنفيذ عمليات التوريق .

فمعظم عمليات التوريق التي تجريها البنوك والمؤسسات المالية التقليدية حول العالم تتم مقابل الديون التي في ذمة عملائها (المدينون) بحيث تقوم البنوك والمؤسسات المالية بتحويل هذه الديون التي لديها إلى سندات قابلة للتداول في الأسواق المالية (Marketable Securities) والاستفادة من حصيله بيع هذه

السندات لتوفير سيولة جديدة يمكن استخدامها في تقديم تمويل جديد، أو توظيفها في مجالات استثمارية مربحة.

وتنفذ عمليات توريق الديون شركات مالية دولية ضخمة غالباً ما تكون تابعة أو منبثقة عن جهات مصرفية أو بنوك أجنبية.

وتعتبر إنكلترا من أكثر دول العالم تميزاً في عمليات التوريق، ويتم تنفيذ هذه العمليات عن طريق قيام هذه الشركات المالية الكبرى بشراء ديون الشركات المحلية بإحدى العملات الأجنبية مضافاً إليها تكلفة خدمة الدين، بعد خصمها بمعدل مناسب يتم الاتفاق عليه، ومن ثم تحويل هذه الديون إلى سندات قابلة للتداول في الأسواق العالمية، وتسدد قيمة هذه الديون بالكامل إلى الجهة الدائنة (البنك المحلي مثلاً) وفي الوقت نفسه تتم إعادة هيكلة سداد تلك الديون، وعادة ما يكون لفترة أطول مع منح فترة سماح تتناسب مع ظروف المدينين، كما يشترط لتنفيذ تلك العمليات قيام الدائن (البنك أو المصرف أو المؤسسة المالية) بضمان السندات التي يتم إصدارها في كل عملية.

الفرع الثاني: أساليب نظام التوريق

يتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية:

أولاً: استبدال الدين

إن تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب يسمح باستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، غير أنه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى سندات.

ثانياً: التنازل

ومؤداه التنازل عن الأصول الدائنين أو المقرضين، ويشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها.

ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة، أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريد وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين.

ثالثاً: المشاركة الجزئية

يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى بنك أو مصرف متخصص في شراء الذمم وتمويلها، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن السداد، لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية، ويلاحظ أن هناك طرقاً عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح ما بين حصوله على ضمانات عقارية، أو حقوق إدارة لها كوصي عليها.

الفرع الثالث: إجراءات نظام التوريد

تتمثل أهم إجراءات نظام التوريد فيما يلي:

1. عند زيادة بنك لرأس ماله لغرض أو لآخر أو حين يحتاج لسيولة نقدية فإنه لن يكون لديه إلا طريق من ثلاثة: فإما أن يطرح أسهماً لزيادة رأس المال عن طريق الاكتتاب العام أو الخاص، أو يلجأ للاقتراض من بنك أو بنوك أخرى، أو يطرح سندات مديونية للاكتتاب العام أو الخاص، وهو ما يعد قرضاً جماعياً مقابل فائدة ثابتة ولآجال طويلة وهو ما يفضله حملة الأسهم بالبنك خشية إدخال مساهمين جدد يقاسمونهم الأرباح عند ولوج الطريق الأول، أو بالتعرض لضغط فائدة بنكية مرتفعة أو آجال قصيرة لسداد أصل مبلغ القرض المصرفي في الحالة الثانية.

2. في حالة إصدار سندات المديونية فإن البنك قد يمنح الدائنين حق امتياز أو اختصاص أو رهن على بعض ممتلكاته، وفي كل الأحوال فإن الدائنين سيعولون بالدرجة الأولى في شأن الوفاء بديونهم على البنك فإذا ما تعرض لاضطراب يخل

بمركزه المالي أو يضطره للإفلاس، فإن الوفاء بقيمة السندات يصبح معرضاً لخطر العجز عن الوفاء أو على الأقل الوفاء المتأخر لأجل غير معلومة أو منضبطة.

3. أسلوب التمويل المنظم يفيد جميع الأطراف ويتم ذلك بفصل مصدر الوفاء بقيمة فوائد سندات الديون وأصل مبلغ القرض عن البنك نفسه، ولكن كيف يمكن تنفيذ ذلك؟

4. إجابة السؤال السابق تتلخص في بيع البنك بعض أصوله المضمونة بسعر منخفض لشركة متخصصة في نشاط التوريق يطلق عليها مصطلح شركة ذات غرض خاص SPV من المستبعد تعرضها للإفلاس من خلال دعمها ائتمانياً، فتدخل الأصول في الذمة المالية للشركة المتخصصة وتبتعد عن مخاطر إفلاس البنك الراغب في التوريق .

5. هذه الأصول تكون في معظم الأحيان سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك الذي يكون دائماً بها لمجموعة من المدينين الذين يكونون غالباً مقترضين، وتجسد هذه السندات مديونياتهم للبنك فتنتقل الأصول (الديون) بضماناتها لشركة الغرض الخاص SPV.

6. تصدر الشركة ذات الغرض الخاص SPV سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق بهدف الحصول على سيولة نقدية تمكنها من شراء الديون ولذلك يطلق على تلك الشركة أحياناً اسم (المصدر)، وغالباً ما تلجأ شركة الغرض الخاص SPV للقروض المصرفية البسيطة لتمويل شراء الديون مع مراعاة أن تكون مواعيد وفاء المدينين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة القرض المصرفي تجنباً للعجز عن السداد .

7. المستثمر الذي يشتري السندات المصدرة من الشركات ذات الغرض الخاص SPV يكون شاغله الأساسي ما تدره هذه السندات من فوائد، دون أن يهتم كثيراً بائتمان البنك الأصلي للبائع للديون.

8. الفصل بين البنك الأصلي الراغب في عملية التوريق ويطلق عليه اصطلاح (البنك البادئ للتوريق) The Originator وبين مديونيته، يمكنه بسرعة وقبل حلول تاريخ استحقاق هذه المديونيات من زيادة قدرته التمويلية بكلفة منخفضة عن طريق ما تصدره شركة الغرض الخاص SPV من سندات أكثر مما لو كان هو من قام بإصدار هذه السندات وتحمل مصاريفها .

9. يتعين على البنك البادئ للتوريق وشركة الغرض الخاص SPV الاتفاق بشكل أساسي ومحدد على التوفيق ما بين تواريخ استحقاق المتحصلات النقدية من المدينين، وتواريخ استحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم، كما يجب أن يحرص أطراف عملية التوريق على التوفيق ما بين قيم الفوائد المقررة على الديون الأصلية وقيم الفوائد على السندات الموجودة بحوزة المستثمرين.

المبحث الثاني : أهمية نظام التوريق ودوره في الاقتصاد الحديث

ليس غريباً أن نجد أكثر من ثلثي القروض المحلية وحوالي سبع قروض السيارات، وما يقرب من ربع مقبوضات بطاقات الائتمان المتداولة في الولايات المتحدة الأمريكية قد تم توريقها .

ذلك أن لنظام التوريق أهمية بالغة على مستوى القروض التجارية التي تقدمها البنوك والمصارف والمؤسسات التجارية محلياً ودولياً، كما أن له ذات الأهمية على مستوى القروض الرسمية وهي تلك القروض التي تكون الحكومات أو إحدى المؤسسات التابعة لها طرفاً فيها أو ضامنة لها حيث تجد الدول الدائنة في بيع ديون العالم الثالث وسيلة لتجنب مخاطر هذه الديون .

وتكمن الأهمية الاقتصادية للتوريق في تحويله للأصول غير السائلة إلى أصول سائلة على شكل سندات قابلة للتداول، ومن هنا تقل المخاطرة وتقل تبعاً لها تكلفة الدين.

فضلاً عن أن عملية التوريق تحقق قيمة مضافة من خلال عمليات التخصيص التي تمر بها مراحلها المختلفة ما بين منئى للقرض وممول له وحامل للمخاطرة وقائم على خدمته، وهو ما يستتبع بالضرورة تعدد الهيئات العاملة في نطاقه والتي تتسع من خلالها دائرة النشاط الاقتصادي على مستوى الدول .

وإذا كان التوريق قد وجد له مكاناً في أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، إلا أنه ما زال يخطو حثيثاً في الدول الأوروبية، ويرجع البطء في نموه هناك إلى عدم وجود البنية الأساسية اللازمة له والتي تتمثل في التشريعات المالية والضريبية اللازمة لتشجيع هذا المصدر من مصادر التمويل الحديثة .

ويمكن الوقوف على الأهمية الاقتصادية للتوريق من خلال تناول الموضوع وفقاً لما يلي :

المطلب الأول : أهمية نظام التوريق في مجال القروض التجارية

يتعاضد دور نظام التوريق في الحياة الاقتصادية يوماً بعد يوم حيث يسهم بلا أدنى شك في تأمين مصادر مستمرة للسيولة تضمن انسيابية التعاملات الاقتصادية وتحقق المنفعة لكافة الأطراف المعنية بعملية التوريق وتظهر الأهمية الكبيرة لنظام التوريق في العديد من مفردات الاقتصاد تأتي في مقدمتها القروض التجارية وهي(تلك القروض التي تمنحها جهات الإقراض لأصحاب المشاريع المختلفة وتكون في الأغلب قروض داخلية).ويمكن تبين هذه الأهمية من خلال ما يلي :

الفرع الأول : العلاقة بين نظام التوريق والقيمة المضافة

عندما أدلى (لويس رانيري) بشهادته أمام الكونجرس الأمريكي بصفته خبيراً مشاركاً في وضع مشروع قانون حول الرهون لتبيان المنفعة التي سيوفرها هذا التشريع لمشتري المنازل، حيث سمح بتوريق الرهون العقارية المتعلقة بها، أجاب بأنه

سيخفض تكلفة الأموال التي يمكن الحصول عليها من هذا الطريق بحوالي 14 مليار دولار أمريكي سنوياً لصالح المقترضين .

وعلى مستوى أوروبا نجد أن مصارفها وأسواق رأس المال فيها تعرف)سندات الرهن العقاري(Mortgage Bonds ، وكذلك)السندات العمومية Communal Bonds) وهي سندات تستند إلى متحصلات من السلطة المحلية، وتمثل هذه السندات مرحلة سابقة لسندات التوريق، وبالطبع كانت محاطة بقيود تحد من تداولها أو تشترط ممارسة الإقراض فيها من خلال بنود الميزانية وخضوعها لأسعار فائدة ثابتة فضلاً عن طول فترة الاستحقاق بينما تتميز سندات التوريق بالتححرر من كل هذه القيود .

والجدير بالتنويه هنا هو أن حجم تداول سندات الرهن العقاري والسندات العمومية في أوروبا قد اقترب من تريليون دولار أمريكي.

ومن هنا كان من البدهي أن تمتد فكرة التوريق لتشمل)الممتلكات التجارية(Commercial Properties ، ولكن الطريق لم يكن ممهداً أمام هذه الفكرة، حيث غالى المستثمرون في معدل العائد الذي يطلبونه للاستثمار في هذا المجال بدعوى أن مخاطرة وتكاليف خلق أدواته أعلى من نظيرتها في الرهون العقارية، فضلاً عن أن سوق الأوراق المالية في (وول ستريت) لم تكن حرة في توريق قروض الممتلكات التجارية .

ولعل هذا كان سبباً في عدم ظهور مجموعات أخرى من المستثمرين تقوم بشراء أدوات الائتمان التجاري بل ظلت الفكرة محصورة في مجموعة المستثمرين من ذوي الخبرة في مجال الرهون العقارية .

وعندما أعلن إفلاس مؤسسة (Thrifts) حلت محلها شركة تسمى (Resolution Trust Corporation) ، واتخذت من التوريق وسيلة لتدبير الأموال اللازمة للأسواق لا سيما في مجال الممتلكات التجارية وقد نجحت في ذلك بجدارة إلى الحد الذي

بلغ فيه حجم سوق السندات المدعومة بالرهون التجارية في عام 1993 حوالي 20 مليار دولار أمريكي بعد أن كان حجمه صفرًا في عام 1990 .

وإذا كان التوريق يحول القرض العادي الجامد إلى وعاء من السندات المحوطة بعدة ضمانات إذن فلا بد وأن تكون لعملية التوريق قيمة مضافة تتمثل في تلك الخصائص الاستثمارية لسنداتنا الجديدة وهي :

1. أنها سائلة وقابلة للتداول في السوق المالية والتي تحدد قيمتها اليومية من خلال عمليات التداول .

2. تقوم وكالات التقييم بتحديد التصنيف الائتماني لها بشكل دوري .

3. تكاليف المنشئين متغيرة ومنخفضة حيث أن سوق الاستثمار فيها محلي ودولي .

4. الشروط والمعدلات المقدمة للمقترض متعددة .

الفرع الثاني : العلاقة بين نظام التوريق والدائن الأصلي

تبرز أهمية التوريق بالنسبة للمورق سواء أكان المورق مصرفاً أم مؤسسة متخصصة في الأوراق المالية في أنه أداة لتحريك القروض من ميزانياتها العمومية، والتخلص من بند مخصص الديون المشكوك في تحصيلها وتحويل هذه القروض إلى سندات قابلة للتداول.

وهذا يتم تخفيض حجم الأصول ويتحسن معدل المديونية ويرتفع مستوى الجدارة الائتمانية، وبالطبع يمكن للمورق أن يستخدم حصيلة البيع في منح قروض جديدة أقل مخاطرة وعلى هذا تصبح عملية التوريق عبارة عن عملية تدوير لاستعمال القرض المتعثر في خلق قرض جديد أكثر سيولة، ومتى قام المورق بإدارة عملية التوريق فإنه يحصل على رسوم تمثل دخلاً لا يستهان به، كما يمكن للمؤسسات المالية متوسطة الحجم استخدام التوريق كبديل عن الحساب الجاري المدين، أو الحساب المكشوف، أو خط الائتمان حيث تمثل هذه الحسابات تكلفة تمويلية مرتفعة .

هذا ولقد استتبع تطبيق نظام التوريق زحزحة النظام المصرفي عن دوره التقليدي في الإقراض حيث ظهرت إلى جانبه المؤسسات المتخصصة في إصدار وتداول السندات، وأصبحت العلاقة مباشرة بين المقترضين وبين هذه المؤسسات وبالتالي أصبحنا أمام ما يسمى بحالة (تفكك الوساطة المالية) .

الفرع الثالث : العلاقة بين نظام التوريق والمقترض

في ظل نظام التوريق يصبح الراغب في الاقتراض أمام بدائل تمويلية متنوعة ومتنافسة، وفي مثل هذه السوق تكون الفائدة أقل والسيولة متوافرة ومنظمة .

الفرع الرابع : العلاقة بين نظام التوريق والمستثمر

يمكن للمستثمر في ظل نظام التوريق أن يحوز سندات قابلة للتداول أي عالية السيولة، كما يمكن بيعها بأعلى سعر ممكن في أسواق الأوراق المالية، وبالتالي هناك تسعير يومي لمثل هذه السندات بعد أن كانت في ظل الاقتراض التقليدي القديم جامدة منذ إنشائها وحتى تاريخ استحقاقها ومن هنا يمكن للسندات الجديدة أن تحقق لحائزها قيمة سوقية أعلى.

فضلاً عن ذلك فإن المستثمر بوسعه الاقتراض بضمان سندات التوريق لأنها سندات محوطة بعدة ضمانات .

الفرع الخامس : العلاقة بين وكالات التقييم أثناء عملية التوريق

وكالات التقييم هي هيئات أو مؤسسات متخصصة في عملية تقييم الأوراق المالية بشكل عام وسندات الديون الناتجة عن عمليات التوريق بشكل خاص، حيث تحدد مدى ما تتمتع به هذه السندات من ضمانات وبالتالي تحدد مستويات المخاطر المرتبطة بها، وهي مسألة هامة لجميع الأطراف خاصة المستثمر ومن هنا كان لابد من الشفافية والدقة في عملية التقييم والتي تمتد لتشمل مدى الجدارة الائتمانية (Creditworthiness) لكل من البنك البادئ وشركة الغرض الخاص SPV.

ويعتمد الجانب الفني في عملية التقييم كقاعدة عامة على تقسيم الهيكل المكون للصفقة المراد تقييمها إلى عدة شرائح كل شريحة تمثل مستوى ائتماني معين، وبهذا تعتبر هذه الوكالات بمثابة حارس لدرجة الائتمان.

وعندما تقوم الوكالة بعملية التقييم فعليها أن تضع في الحسبان الاعتبارات البيئية كحالة العقار الضامن للسند وموقفه من خطوط التنظيم المحتملة ومدى تأثيره على العقارات الملاصقة ومدى قربيه أو بعده عن أماكن الضوضاء، كما تضع الوكالة في الحسبان أيضاً الاعتبارات القانونية (الدراسة القانونية النافية للجهالة (Due Diligence) الخاصة بالضمان كوجود منازعات قضائية بشأنه، أو منازعات الورثة والإفلاس ووجود رهون أخرى ذات أولوية.

بالإضافة إلى أن الوكالة تضع في الاعتبار الأداء التاريخي لمقبوضات السند والتوقعات المحتملة لأزمات التضخم والركود ومقدار الضمانات الإضافية والقوانين والقرارات المنظمة لأداء الأسواق المالية والتشريعات الضريبية المتعلقة بكل هذه الجوانب.

المطلب الثاني : أهمية نظام التوريق في مجال القروض الرسمية

المقصود بالقروض الرسمية هنا هي (القروض الخارجية التي تكون الحكومات طرفاً فيها، أو ضامنة لأحد أطرافها)، وهي عبارة عن الموارد المالية التي يمكن الحصول عليها من غير المقيمين والقابلة للسداد بعملات أجنبية أو سلع أو خدمات.

ويطلق على هذه القروض أيضاً مصطلح الديون الخارجية .

الفرع الأول : تطور أزمة الديون

لم تكن هناك مشكلة بالنسبة للديون الخارجية حتى نهاية الستينات حيث كانت الدول النامية حديثة التحرر تعتمد على نفسها في إدارة اقتصاداتها، كما

استطاعت هذه الدول أن تقيم لنفسها صروحاً صناعية تحقق لها مبدأ الاعتماد على الذات، وقد نجح كثير منها في ذلك .

أولاً: أزمة البترول الأولى في العام 1973

عندما وقعت أزمة البترول الأولى في العام 1973 تأثرت الصناعة الوليدة في دول العالم الثالث بارتفاع أسعار الطاقة، ومن ثم وقع خلل في موازين مدفوعاتها، وبدأت هذه الدول في الاستدانة ولم يكن أمامها بد من ذلك فهي دول تسعى إلى النمو ولم تقنع بمعدل نمو في حدود مواردها المتوافرة، كما أنها لم تكن قادرة على تعبئة فوائضها الاقتصادية لما تحتاجه هذه التعبئة من تغييرات اجتماعية وسياسية تجر عليها كثيراً من المتاعب، وفي نفس الوقت تحققت لدى الدول النفطية فوائض مالية ارتفعت إلى 8,5 مليار دولار أمريكي في عام 1975، ثم واصلت ارتفاعها لتصل إلى 21,8 مليار دولار أمريكي في عام 1980، ولم تكن هذه الدول قادرة بعد على استثمار هذه الفوائض داخل أراضيها، ولذلك فقد قامت بإيداعها لدى البنوك الخارجية في الدول المتقدمة، وبالتالي كانت الدول النامية سوقاً رائجة لاستثمار هذه الفوائض لصالح الدول الكبرى .

ثانياً: أزمة البترول الثانية في العام 1978

عندما وقعت أزمة البترول الثانية على إثر الحرب العراقية الإيرانية في عام 1978 ارتفعت أسعار البترول للمرة الثانية، مما ألحق خسائر فادحة باقتصاديات الدول النامية في وقت أذنت فيه موارد هذه الدول على النضوب. ومن هنا أصبح من العسير إن لم يكن من المستحيل على كثير من هذه الدول الوفاء بأعباء الديون الخارجية، حيث تطور حجم هذه الديون بوتيرة متسارعة فبينما كان حجم المديونية في عام 1970 لا يتجاوز 63 مليار دولار أمريكي، ارتفع إلى 592 مليار دولار أمريكي في عام 1981، ثم ازداد إلى حوالي تريليون دولار أمريكي في عام 1985، ثم قفز إلى 1,5 تريليون دولار أمريكي في عام 1992 .

كما ارتفع مستوى أعباء الديون (الأقساط + الفوائد) من 6 مليار دولار أمريكي سنوياً في عام 1970 إلى 135 مليار دولار أمريكي سنوياً في عام 1975، وكان من المتوقع أن تصل إلى 1,5 تريليون دولار أمريكي سنوياً في عام 2000، وهي تعادل 35% من حجم صادرات الدول النامية ، وتصل أحياناً إلى ما يزيد على 100% من حجم الصادرات في بعض هذه الدول.

وبهذا تلهم أعباء الديون عائد التنمية الاقتصادية التي كان الاقتراض من أجلها، ولم يكن هناك بد أمام الدول المدينة إلا أن تقترض من جديد لتقوم بسداد أعباء الديون القديمة وهو ما يسمى (بالاقتراض من أجل السداد ، والسداد من أجل الاقتراض)، أو تمويل الدين بالدين، وهكذا تقع الدول النامية فيما يسمى (بالحلقة المفرغة) .

ومن علماء الاقتصاد من لم يخل مسؤولية الحكومات في الدول النامية من مساهمتها في وقوع دولها في أزمة الديون الخارجية، وذلك باحتكارها للقرار السياسي في الحصول على القروض الأجنبية، وأن هذه الحكومات ساهمت في تعبئة فائض بلادها وتوجيهه للخارج بعد أن أحكمت الدول المتقدمة قبضتها على مقدرات الدول النامية .

ثالثاً: أزمة توقف المكسيك عن دفع ديونها في العام 1982

في العام 1982 أعلنت المكسيك توقفها عن دفع أعباء ديونها الخارجية، ومن المعلوم أنه متى تقاعس المدين عن الوفاء أو توقف عن الدفع على المستوى المحلي فإن القانون الخاص كفيل برده إلى جادة الصواب من خلال إجراءات القانون التجاري كإشهار الإفلاس والحجز على الأموال وبيعها على المدين .

أما على المستوى الدولي فإن تقاعس الدولة المدينة عن الوفاء بالتزاماتها أو توقفها عن الدفع يثير مشكلات سياسية خطيرة كاستخدام القوة، إذ من العسير طبقاً لما

استقر عليه قضاء محكمة العدل الدولية استدراج الدولة المدينة للمثول أمام هذه المحكمة وذلك متى كانت القضية متعلقة بديون دولية.

وحيث أن استخدام القوة القاهرة في إجبار الدول المدينة على الوفاء لم يعد أمراً مقبولاً بعد الحرب العالمية الثانية، لذلك كان من الضروري معالجة مشكلة الديون الخارجية بحكمة من جانب الدول الدائنة .

الفرع الثاني : الوسائل الدولية لمعالجة أزمة الديون

في سبيل معالجة الديون المتعثرة للدول المدينة فقد سعت الدول الدائنة إلى إيجاد عدة وسائل لمعالجة هذه المسألة نجملها فيما يلي :

الوسيلة الأولى: الخطط الدولية لمعالجة مشكلة الديون الخارجية ولعل من أبرزها (خطة برادي) وزير الخزانة الأمريكية التي قدمها للكونجرس الأمريكي في عام 1989 والتي كان من أهم بنودها بيع جانب من الديون المستحقة على الدول النامية بواسطة مؤسسة دولية تساهم فيها الدول الكبرى. أي إجراء عملية توريق لديون 39 دولة نامية ذات مديونية مرتفعة، وذلك عن طريق مبادلة هذه الديون بسندات ذات قيمة إسمية أعلى أو بسندات بنفس القيمة الاسمية ولكن بأسعار فائدة منخفضة .

الوسيلة الثانية : إعادة جدولة الديون

وكان من وراء هذه الفكرة ثلاث هيئات دولية هي :

1. البنك الدولي وذلك لوجود علاقة بين إعادة الجدولة وحركة رؤوس الأموال طويلة الأجل، وما يستتبع ذلك من تأثير على طاقة الدول النامية في خدمة ديونها.
2. صندوق النقد الدولي وذلك من حيث علاقة إعادة الجدولة بالتأثير على موازين المدفوعات .

3. منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية وذلك من حيث تأثير إعادة الجدولة على الأداء الاقتصادي للقروض والاستثمارات التي تقدمها إلى الدول النامية .

ويرى البعض أن إعادة الجدولة تتيح مجالاً للدول الكبرى في إحكام قبضتها على الدول المدينة، وذلك لأن اتفاقيات إعادة الجدولة تتضمن شرط قيام الدولة المدينة بدفع فوائد تأخير عن الأقساط المؤجل سدادها فضلاً عن خضوعها للرقابة والسماح بالتدخل في شؤونها الاقتصادية، بالإضافة إلا أن الدول الدائنة غالباً ما تقوم بتمرير الكثير من مصالحها السياسية من خلال عمليات إعادة جدولة الديون .

الوسيلة الثالثة: توريق الديون الخارجية

لم تفلح الخطط الدولية وإعادة الجدولة في حل مشكلة الديون الخارجية، ومن هنا جاءت فكرة توريق الديون كملاذ أخير للحل.

ذلك أن أحد الدوافع الهامة لبيع الديون الخارجية هو الرغبة في التخلص من المخاطر التي تحيط بها أو على الأقل تخفيض نسبة هذه المخاطر وأن أفضل طريقة لذلك هي التوريق .

ولا تختلف عملية توريق الديون الخارجية كثيراً عن عملية توريق الديون الداخلية، كل ما هنالك أن الطرف المدين هنا قد يشترط بعض الضوابط للموافقة على قيام الدائن بتوريق الدين، كأن يشترط سداد القيمة بالعملية المحلية، أو أن تستثمر القيمة بكاملها داخل حدود وطنه. ومن هنا يرى (جوتر هوبكنز) أن مقايضة الديون الخارجية تتم بواسطة إحدى الطريقتين التاليتين :

1. تحويل الدين الخارجي المقوم بعملية أجنبية إلى سندات مقومة بعملية الدولة المحلية.

2. تحويل الدين الخارجي المقوم بعملية أجنبية إلى دين داخلي مقوم بعملية الدولة المحلية.

كما يرى البعض أن هناك شرطاً ضرورياً لنجاح عملية المقايضة وهو وجود مناخ جاذب للاستثمار في الدول المدينة، لاسيما فيما يتعلق بالتشريعات المالية والاقتصادية والنقدية .

ويضرب لذلك مثلاً بتجربة (تشيلي) في هذا المجال، حيث قامت بتعديل لائحة القواعد الخاصة بالنقد

الأجنبي للبنك المركزي لديها فأضافت إليها الفصل رقم 18 والذي يسمح للمستثمرين من مواطنيها باستخدام أرصدتهم في الخارج لشراء ديونها الخارجية وتحويلها إلى ديون محلية، وبهذه الطريقة استقطبت (تشيلي) أموال أبناءها الهاربة إلى الخارج.

كما أضافت الفصل 19 الذي يسمح للمستثمرين الأجانب بمقايضة الدين الأجنبي بسندات محلية وبهذه الطريقة استقطبت (تشيلي) رؤوس أموال أجنبية للاستثمار على أرضها.

الفرع الثالث : عناصر نظام التوريق الخاصة بالديون الرسمية

من خلال استعراض التجارب السابقة لكل من (المكسيك وتشيلي) يمكن القول بأن أهم عناصر التوريق الخاصة بالديون الرسمية هي :

1. بيع القرض الأصلي من الدائن إلى المستثمر بخصم معين .
2. المستثمر هنا في الغالب يكون شركة صناعية متعددة الجنسيات .
3. يسدد المدين قيمة الدين بالعملية المحلية المقومة بسعر السوق .
4. من المتصور أن تتم عملية مقايضة للدين بأوراق مالية يمتلكها المستثمر في شركة مملوكة للدولة .

الفرع الرابع : أثر عملية التوريق على الدولة المدينة

رغم أن مقايضة الدين الرسمي بسندات محلية قد تبدو مغرية للدول المدينة لا سيما في حالة اشتراط الدفع بالعملية المحلية، واستثمار كامل القيمة في مشروعات داخل حدود الدولة.

إلا أن لعملية بيع الديون أثراً بالغاً على السياسة النقدية والمالية في الدولة، حيث أن قيمة الدين سوف تنفق في السوق المحلية ومتى كانت هذه القيمة كبيرة فقد يترتب عليها حدوث تضخم وانخفاض للقوة الشرائية للعملية المحلية بما يؤثر سلبياً على حياة أفراد المجتمع ويؤدي إلى ارتفاع الأسعار بشكل كبير .

وعليه يمكن القول بأن عملية التوريق للديون الرسمية ليست خيراً محضاً بل تكتنفها الكثير من المساوئ إلى جانب أن بعض المحللين يذهب إلى القول بأن تخفيض الدور الحيوي للمصارف والبنوك وانتقاله إلى المؤسسات الخاصة يقلل من فعالية السياسة النقدية والمالية، ولعل هذا هو ما حدا بكثير من دول العالم إلى التريث في الأخذ بنظام التوريق بالرغم من توافر البنية الأساسية اللازمة لهذا النظام وتأتي هولندا والدانمارك على رأس هذه الدول بينما تمنع النمسا تطبيق هذا النظام على المستوى المحلي وتسمح به على المستوى الدولي فقط .

وإذا كانت الولايات المتحدة الأمريكية هي التي ابتدعت هذا النظام التمويلي ثم شرعت في تطبيقه دون توقف ومازالت تعمل على تطويره بجدية كاملة فما ذلك إلا لاقتناعها بدوره الهام في تغذية موارد التمويل واضطلاعه بدور هام في تنشيط مجالاتها الاقتصادية، لا سيما وأنها قد أعدت له العدة من حيث التشريعات الاقتصادية والضريبية اللازمة .

المطلب الثالث : موقف المشرع الإماراتي والجهات الحكومية من نظام التوريق ودور الشركات والمؤسسات المالية الوطنية في دعم هذا التوجه التمويلي الحديث

مازالت دول العالم تعيش تحت وطأة آثار الأزمة الاقتصادية العالمية التي اندلعت في منتصف العام 2008 والتي بدأت بانهيار قطاع الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

ثم امتدت بشكل سريع إلى القطاع المالي والمصرفي ومن ثم إلى الاقتصاد الحقيقي في الدول المتقدمة والدول النامية تبعاً، وأدت الأزمة المالية إلى ركود اقتصادي ودوامه خسائر متراكمة في قطاعي الاستثمار المباشر وغير المباشر أطح بأكبر المؤسسات المصرفية وشركات التأمين، ومنذ ذلك التاريخ انطلقت محاولات تشخيص مسببات هذه الأزمة واقتراح سبل تقليل آثارها السلبية.

وكجزء من المجتمع الدولي لم تكن دولة الإمارات بمنأى عن التأثير بهذه الأزمة الخانقة التي أثرت بشكل كبير وواضح على مصادر التمويل المعروفة والتي انعدمت بشكل شبه كامل وإن وجدت فبأسعار فائدة عالية جداً تضر بمصالح المقترضين الراغبين في الحصول على هذه التسهيلات المصرفية، إلى جانب تراكم الديون لدى البنوك والمصارف والشركات بشكل أثر على ميزانياتها وبياناتها المالية، وزاد من حجم المخصصات المأخوذة لمواجهة الديون المتعثرة، الأمر الذي قلص من أرباح هذه الجهات وأثر على تصنيفها الائتماني ومدى وفائها بمتطلبات بازل بالنسبة للبنوك والمصارف.

ومن هنا ظهرت الحاجة إلى إيجاد وسيلة لتوفير السيولة والتخلص من أعباء الديون المتعثرة وتنظيف الميزانيات العمومية بما يعود بالنفع على اقتصاديات الدولة، وعلى هذا الأساس ظهر بعض الاهتمام وإن كان في حالات محدودة بنظام التوريق وسبل تطبيقه.

الفرع الأول: موقف المشرع الإماراتي والجهات الحكومية من نظام التوريق

رغم الأهمية التي بدأت تتعاظم يوماً بعد يوم لنظام التوريق والقيمة الاقتصادية التي يمثلها لقطاع البنوك والمصارف والشركات الكبرى، إلا أننا لم نجد في قانون

الشركات التجارية الإماراتي رقم 2 لسنة 2015 وكذلك كافة التشريعات الصادرة عن المصرف المركزي أو هيئة الأوراق المالية والسلع بدولة الإمارات باعتبارهما الجهتين المعنيتين برسم السياسة النقدية والمالية للدولة أي تنظيم قانوني لنظام التوريق يمكن التعويل عليه في ضبط أحكام هذا المصدر الحديث من مصادر التمويل والاستفادة من ايجابياته.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن هذا الموقف يمتد أثره ليشمل كافة التشريعات العربية التي لا يوجد بها تنظيم لعمليات التوريق باستثناء قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 حيث سعت الهيئة العامة للرقابة المالية بجمهورية مصر العربية نتيجة للتطورات المتسارعة في أسواق التمويل إلى إضافة باب جديد إلى أحكام القانون المذكور أعلاه ينظم كافة المسائل والآليات القانونية المرتبطة بنظام التوريق، حيث تحققت لها هذه الغاية بصدر القانون رقم 143 لسنة 2004 والذي تضمن إضافة باب جديد إلى قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 يتكون من 9 مواد تبدأ من المادة 41 وتنتهي بالمادة 41 مكرر 8 يحتوي على التعريف بمفهوم شركة التوريق ومحفظة التوريق مع تحديد غرض إنشاء شركة التوريق وحدود مزاولة النشاط والاستثناء الوارد عليه، وكذلك الإجراءات القانونية الخاصة بحوالة محفظة التوريق وشروطها ودور البنك المحيل في عملية التوريق ونفاذ حوالة محفظة التوريق إلى آخره من الأحكام القانونية الضابطة لنظام التوريق .

الفرع الثاني : دور الشركات والمؤسسات المالية الوطنية في دعم نظام التوريق كتوجه تمويلي حديث

وكنتيجة طبيعية لعدم وجود تنظيم قانوني في دولة الإمارات العربية المتحدة يضبط عمليات التوريق ويشجع على استخدام هذا المصدر التمويلي الحديث في تحقيق الحصانة المطلوبة للاقتصاد الوطني، فقد أحجمت معظم الشركات

والمؤسسات المالية الوطنية عن اللجوء إلى استخدام هذا النظام التمويلي للتخلص من ديونها ... فيما عدا بعض العمليات القليلة والتي تمت الاستعانة في معظمها بخبرات أجنبية ومنها :

1. عملية توريق ديون عقارية قامت بها) شركة الإمارات الوطنية للسندات والتمويل - شركة ذات غرض خاص (ENSEC - لصالح شركة تمويل (شركة مساهمة عامة) وبقيمة 210 ملايين دولار أمريكي خلال العام 2007 .

2. عملية التوريق التي قام بها بنك الإمارات دبي الوطني (شركة مساهمة عامة) وبالتعاون مع سيتي بنك لقروض السيارات الخاصة بشركته التابعة (الإمارات دبي الوطني لتمويل السيارات المحدودة) حيث بلغت قيمة صفقة التوريق حوالي 810 مليون درهم إماراتي وذلك خلال العام 2010 .

ورغم محدودية عمليات التوريق التي تمت في دولة الإمارات، واختلاف آليات تنفيذها عن أساليب التوريق المستخدمة على مستوى العالم، إلا أنها تمثل خطوة أولى على طريق لفت انتباه جهات الاختصاص والمعنيين بصناعة القانون في الدولة على أهمية تناول هذا المجال بالضبط والتشريع.

الخاتمة:

مما سبق يمكن القول بأن نظام التوريق أصبح في عالم اليوم ضرورة ملحة ومصدر رئيسي لتوفير السيولة الرخيصة بدون أعباء إضافية، ورافداً جديداً من روافد التمويل في الاقتصاد الحديث تهتم به الدول قبل المؤسسات والأفراد سواء على المستوى المحلي أو على المستوى الدولي .

ونظراً للطفرة الكبيرة التي تشهدها دولة الإمارات في شتى المجالات واعتبارها بمثابة انموذج إيجابي حري بالتقليد وبالأخص في المجال الاقتصادي، فإن الباحث يقترح لضبط وتنظيم عمليات التوريق بدولة الإمارات باعتبارها أحد خيارات التمويل ذات الأثر الإيجابي التي يمكن الأخذ بها في ظل البيئة المناسبة لها بالدولة ما يلي :

1. تكليف هيئة الأوراق المالية والسلع باعتبارها الجهة المعنية بالإشراف على أسواق المال المحلية بالدولة بإعداد الدراسات الفنية وتحري أفضل الممارسات العالمية في مجال تطبيق نظام التوريق والسعي من خلال التنسيق مع الجهات ذات الخبرة السابقة في هذا المجال لرفع التوصيات اللازمة إلى الجهات المعنية بغرض الحصول على الموافقات للمضي قدماً في تفعيل هذا النظام بآليات منضبطة داخل الدولة .

2. إعداد تشريع مستقل ينظم كافة المسائل المرتبطة بنظام التوريق يضبط أحكامه ويحدد شروطه وأركانه ويساهم في الرقي بهذا المصدر من مصادر التمويل الحديثة .

3. تنظيم عمل كافة الجهات المعنية بتأدية مهام محددة في عملية التوريق مثل مستشارو عملية التوريق والمدققين الماليين والمقيمين المعتمدين وجهات التأمين ذات الغرض المحدد

4. إضافة نصوص إلى أحكام قانون الشركات التجارية الإماراتي رقم 2 لسنة 2015 تنظم إجراءات تأسيس الشركات ذات الغرض الخاص SPV وتضبط إطار عملها

وعدم الاكتفاء بصيغ هذه الشركات التي تؤسس في المناطق الحرة داخل أو خارج الدولة .

5. القيام بتأسيس جهة وطنية حكومية للتصنيف الائتماني تضطلع بدور تصنيف كافة الأوراق المالية الصادرة بالدولة ومنها سندات التوريق بقصد تقييم المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق المالية .

6. تشجيع التحول من الصيغة التقليدية للتوريق إلى الصيغة الإسلامية (التصكيك) وذلك في ظل التوجه الحكومي بالدولة إلى تحويل إمارة دبي عاصمة للاقتصاد الإسلامي، الأمر الذي يعتقد معه الباحث أنه سيشجع الكثير من الشركات والمؤسسات المالية التي ترغب في التعامل من خلال الصيغ الشرعية إلى سلوك هذا الطريق بما يحققه ذلك من توفير للسيولة الداعمة ورفد سوق الأوراق المالية بأوراق مالية ذات مردود وجودة عاليه .

قائمة المراجع

أولاً: الكتب والمؤلفات

1. حسين فتحي، كتاب التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني، الطبعة الأولى، مطبعة دار أبوالمجد، القاهرة 1999 .
2. عبيد علي أحمد الحجازي، كتاب مصادر التمويل، الطبعة الأولى، مطبعة الفجيرة الوطنية، الفجيرة 2007.
3. محمد بن أبي بكر الرازي، معجم مختار الصحاح، الطبعة السادسة، المطبعة الأميرية، القاهرة، 1953 .
4. منير إبراهيم هندي، كتاب إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، الطبعة الثانية مطبعة منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.
5. هشام فضلي، كتاب الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة (التوريق)، الطبعة الثالثة، مطبعة دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2004 .

ثانياً: الرسائل والأطروحات

- محمود محمد الدمرداش، رسالة دكتوراه بعنوان الخصخصة كوسيلة لعلاج الاختلالات الهيكلية لقطاع الأعمال العام، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، فرع بني سويف، الجيزة، 1999 .

ثالثاً: أوراق العمل والمقالات

1. راتول محمد و مداني أحمد، ورقة عمل بعنوان دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر، 2006، منشورة على شبكة الإنترنت على موقع بعنوان www.iefpedia.com ، تاريخ الدخول للموقع الإلكتروني 15 ديسمبر 2016 .

2. عجيل جاسم النشمي، ورقة عمل بعنوان التوريد والتصكيك وتطبيقاتهما، 2007 ، منشورة على شبكة الإنترنت على موقع بعنوان www.ahlalheeth.com ، تاريخ الدخول للموقع الإلكتروني 15 ديسمبر 2016.
 3. صحيفة الاتحاد الإماراتية، الملحق الاقتصادي، خبر منشور حول أول عملية توريد في دولة الإمارات تاريخ 05 ديسمبر 2007.
 4. صحيفة الخليج الإماراتية، الملحق الاقتصادي، خبر منشور حول ثاني عملية توريد في دولة الإمارات تاريخ 11 أغسطس 2010 .
- رابعاً: القوانين والتشريعات
- قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 وتعديلاته.