



مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية



موقع المجلة: www.asjp.cerist.dz/en/PresentationRevue/313/

¹ - جامعة فرحات عباس - سطيف 1 - (الجزائر)
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

دور عمليات التوريق المصرفي في إدارة مخاطر القروض المصرفية
The role of banking securitization in the management of the risks of bank loans

بن علفمة مليكة*¹ alakmamalika@yahoo.fr

تاريخ النشر: 2019/06/01

تاريخ القبول: 2018/12/21

تاريخ الإرسال: 2018/02/24

الكلمات المفتاحية

ملخص

يعد التوريق أحد أدوات الهندسة المالية، حيث تسعى هذه الأخيرة إلى تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة في سبيل إيجاد حلول للمشكلات المالية التي تتعرض لها منشآت الأعمال، وتتطلب عملية التوريق تدخل مختصين وذلك لتحديد وتجميع القروض المراد توريقها ولتقييم المخاطر التي تتضمنها وتوظيف الأوراق المالية الناتجة عنها والموجهة للمستثمرين.

والتوريق كمحول لأجال الاستحقاق والمخاطر دفع بالبنوك إلى اختيار وانتقاء عملاتها في إطار منحها للقروض وفسح المجال لمتدخلين آخرين في العملية للسهر على تحليل وتسيير المخاطر عند الاقتضاء. لذا سيتم التطرق من خلال هذا الفصل لمختلف الآليات والمراحل التي تمر بها عملية توريق القروض البنكية وكيفية تحويل المخاطر المرتبطة بها ومدى تأثيرها على تسيير ميزانيات البنوك.

ويرى المختصون في مجال الهندسة المالية وبالتحديد في التوريق أن هذا الأخير ينتمي لعائلة المنتجات المستندة لأصول والتي هي عبارة عن منتجات صافية دون طبيعة مضاربة، فهو يشكل في آن واحد أداة لإعادة التمويل وكذلك أداة لعدم توطيد الميزانية كونه يرتكز وبطريقة منظمة على التنازل عن ملكية القروض وذلك في إطار محاسبي ملائم

تصنيف JEL: E59، G20، G39

Abstract

Keywords

Securitization is one of the tools of financial engineering. It seeks to design, develop and implement innovative financial processes and tools in order to find solutions to the financial problems facing the business. Securitization requires specialized intervention to identify and collect the loans to be securitized, to assess the risks involved and to employ the resulting securities for investors.

Securitization as a transition to risk and risk to banks to select and select their customers in the context of granting loans and to allow other entrants to the process to ensure the analysis and management of risks when necessary. Therefore, the chapter will discuss the various mechanisms and stages in the process of securitization of bank loans and how to transfer the risks associated with them and their impact on the management of bank budgets.

The specialists in the field of financial engineering and specifically securitization believe that the latter belongs to the family of products based on assets, which are net products without speculative nature, it is both a refinancing tool as well as a tool for non-consolidation of the budget. An organization to waive the ownership of loans under an appropriate accounting framework.

credit;
financial
engineering;
risk
management;
securitization

JEL Classification Codes :E59;G20;G39

* البريد الإلكتروني للباحث المرسل: alakmamalika@yahoo.fr

مقدمة:

لقد شهدت مختلف الاقتصاديات تطورات كبيرة في مجال الإبداع المالي، حيث يرى بعض الاقتصاديون أن "الإبداع المالي يوافق ظهور منتجات جديدة أو استعمال تكنولوجيايات مالية حديثة"، في حين يرى البعض الآخر أن "الإبداع المالي يتجلى سواء في ظهور هيئات مالية جديدة أو في ابتكار أدوات أو أسواق مالية جديدة، مع أن أغلب الإبداعات المالية تتمثل في التوفيق بطريقة مبتكرة بين تقنيات تمويل موجودة مسبقاً".

وبذلك يمكن التمييز بين نوعين من الإبداعات: إبداع منتجات (innovation de produits) وإبداع سيرورات (innovation de processus).

ويعد التوريق دون شك أحد الإبداعات المالية كونه يمثل الحالة المثالية للإبداع المالي المؤهل للمنتج والسيرورة في آن واحد، حيث يمثل في المقام الأول إبداع منتجات كونه أعطى الفرصة لميلاد سلسلة من المنتجات الجديدة، فبعد تطبيقه على قروض الرهن العقاري امتد بسرعة لأنواع أخرى من الأصول مما استوجب تركيباً مالياً ذا تقنية عالية، كما يمثل التوريق أيضاً إبداع سيرورات كونه ينطوي على إعادة تنظيم كلي للنظام البنكي التقليدي ويدخل في إطار ما بات يعرف باللاوساطة للقنوات المالية (désintermédiation des circuits financiers). وقد أدى التوريق إلى ظهور نموذج جديد يطلق عليه القرض المهيكّل والمُورق (crédit structuré et titrisé) وهو ما نتج عنه تجزئة وظائف البنك على كيانات عديدة متخصصة للقيام بوظيفة محددة: منح القروض، التركيب المالي والتوظيف... الخ، لذا فإن توريق القروض يمثل تقدماً تكنولوجياً والذي ساهم في تسيير شفاف لمختلف مخاطر القروض البنكية.

مما سبق أمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

كيف يمكن أن تساهم عمليات التوريق المصرفي في إدارة مخاطر القروض المصرفية؟

أهمية البحث: تكمن أهمية هذه الورقة البحثية في إبراز دور عمليات التوريق المصرفي في إدارة المخاطر المرتبطة بالقروض الممنوحة من قبل البنوك، وكذا تسليط الضوء على المراحل التي تمر بها هذا النوع من العمليات ومدى تأثيرها على مختلف النسب الاحترازية.

أهداف البحث: يمكن حصرها في النقاط التالية:

- إعطاء نظرة عامة حول مختلف المتدخلين والمراحل التي تمر بها عملية توريق القروض المصرفية؛
- محاولة حصر أهم النتائج المترتبة عن هذا النوع من العمليات؛
- الوقوف على بعض المصطلحات والمفاهيم الأساسية المرتبطة بعمليات التوريق المصرفي؛
- الخروج بجملة من النتائج والتوصيات في هذا الإطار.

محاور البحث: من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة، تم تقسيم البحث إلى المحاور التالية:

المحور الأول: الأطراف المتدخلة في عمليات التوريق

المحور الثاني: التنازل عن القروض

المحور الثالث: طبيعة الحصص المصدرة

المحور الرابع: المخاطر المحتملة في عملية التوريق وكيفية تغطيتها

المحور الخامس: مساهمة التوريق في إدارة مخاطر القروض المصرفية

المحور الأول: الأطراف المتدخلة في عملية التوريق

يؤدي التوريق إلى الفصل بين منح القرض الأولي وإدارة ومتابعة هذا الأخير وبين تمويل وتسيير المخاطر المرتبطة به على المدى الطويل، ويمكن أن يولد هذا التخصص المتزايد فوائد وأرباحاً تعود على جمل المتدخلين سواءً المقرض الأولي أو المقرض الأولي أو حائز الأوراق المالية⁽¹⁾، وتتطلب عملية التوريق تدخل عدة أطراف وهي:

أولاً: المنظم (arrangeur)

وهو ممثل عن طريق فريق من المختصين في الهندسة المالية، وهو في غالب الأحيان عبارة عن بنك استثمار الذي يتكفل بجذب متنازلين محتلمين ووضع تصور لهيكل عملية التوريق بأكملها وذلك حتى يتم تحقيق أهداف البنك المتنازل ومشتري الحصص (أي المستثمر في الأوراق المالية الصادرة عن (SPV) وأيضاً حتى يحقق منتج التوريق طلباً فعالاً، كما يتولى المنظم في غالب الأحيان إبرام عقد مشاركة مع بنوك أخرى تعهد بالمساهمة في ضمان إصدار الحصص وبيعها أو توظيفها الخاص.

يعد المنظم بمثابة مفوض أو موكّل من قبل البنك المتنازل للاستجابة وبطريقة تنافسية لاحتياجاته، هذه المهمة تضعه في قلب الاهتمامات المتشعبة والمتباعدة لمختلف الأطراف المتدخلة في إطار عملية التوريق، لذا فمن واجب المنظم تقديم النصيحة للبنك ومساعدته في تحديد الأولويات حسب الغرض المتوخى من إجراء البنك لهاته العملية بما يخدم مصالحه، حيث يمتلك المنظم العديد من التقنيات لتعظيم الشروط والتوفيق بين متطلبات المستثمرين والقيود المفروضة حسب طبيعة الأصول المورقة⁽²⁾.

كما يقوم المنظم كذلك بتحديد مدة العملية وهيكله الحصص المصدرة وذلك بالتوفيق بين هذه الأخيرة وخصائص الأصول مع طلبات المستثمرين، إضافة إلى تحديد أجل استحقاق هذه الحصص ووضع الآليات الكفيلة بتوزيع المخاطر المرتبطة بعملية التوريق في سبيل الحد منها.

ثانياً: شركة التسيير (Société de gestion) وجهة الإيداع (dépositaire): من بين المتدخلين نجد كلا من شركة التسيير والمؤتمن اللذين يسهران على السير الحسن لعمل (SPV).

1- شركة التسيير أو الإدارة: وهي عبارة عن شركة تجارية تتكفل بتسيير الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) ورعاية مصالح حاملي الحصص، حيث أنها تمثل (SPV) اتجاه الدائنين⁽³⁾ وتسهّر أيضاً على تنفيذ عملية التنازل عن القروض وتسيير أموال خزينة (SPV) ومتابعة الإجراءات للحصول على التصنيف المناسب، كما أنها تمنح المعلومات المطلوبة من قبل سلطات الرقابة، وبصفة عامة تتولى شركة التسيير ممارسة الوظائف الإدارية وتحديد مبلغ التسديدات أو المدفوعات المنفذة لصالح حاملي الحصص⁽⁴⁾.

2- المؤتمن أو جهة الإيداع: وهو شخص معنوي يتمثل في مؤسسة الإقراض التي تراقب عمليات شركة التسيير، كما أنه يُعد المسؤول عن الاحتفاظ بأصول (SPV) وهو في أغلب الحالات المتنازل عن القروض. ففي فرنسا مثلاً فإن كلاً من المؤتمن على القروض وشركة التسيير يعدان المؤسسان المشتركين للشركة ذات الغرض الخاص والتي يطلق عليها اسم الصندوق المشترك للديون

(FCC)، حيث تسهر شركة التسيير على سير عمله واحترام نظامه الداخلي، كما أنها تمنح حاملي حصص (FCC) المعلومات حول تطور القروض ومخطط الإهلاك. ويجب على شركة التسيير الحصول على الاعتماد من لجنة عمليات البورصة⁽⁵⁾.

ثالثا: وكالات التصنيف (Agences de notation): تعتبر وكالات التصنيف مصدرا مهما للمعلومات لا يمكن إهماله، حيث لها أهميتها عند اتخاذ كل قرار على مستوى السوق وذلك من خلال قيامها بدورين أساسيين وهما: معالجة المعلومات وتصديقها⁽⁶⁾. وتقوم التصنيفات المقدمة بدور أساسي في تحديد مستوى الالتزام عند كل معاملة، كما يعد التصنيف عاملا لتطور التوريق وفي هذا الإطار يمكن تعريفه على أنه "تحليل خطر القرض على محفظة الأصول المتواجدة لدى (SPV)، حيث يُستعمل كمؤشر لخطر القرض الذي يمكن أن يتعرض له مستثمر في ورقة مالية صادرة من قبل (SPV) وبالتالي توقع الخسارة المحتملة عليها"⁽⁷⁾، وتختلف المنهجية المتبعة من قبل وكالات التصنيف من حيث المبدأ والمحتوى، حيث تمنح (Moody's) مثلا ترتيبا وفقا للخسارة المتوقعة، ففي التصنيف طويل الأجل يجمع مفهوم الخسارة بين احتمال التعثر وشدة الخسارة في آن واحد، بالمقابل فإن التصنيف قصير الأجل يأخذ بعين الاعتبار احتمال التعثر عن التسديد فقط.

لذا تكمن أولى القيم المضافة للتصنيف في إطار عملية التوريق في كونه أداة بسيطة لتحديد ما إذا كانت الورقة المالية المقترحة توافق سياسة الاقتراض الخاصة بالمستثمر أم لا، كما أنها تسمح له بتحديد خطر الاستثمار تبعا للتوليفة (عائد/مخاطرة)، ويتم تدخل وكالة التصنيف بطلب من المنظم لصالح البنك المتنازل، ويمكن إيقاف سيرورة التصنيف من قبل المصدر في أية لحظة، كما يستند تصنيف "التمويل المستند لأصول" على تدفقات الخزينة كونها ناتجة عن أصول معزولة على فترة محددة وضمن إطار قانوني محدد حيث يمنح هذين العنصرين مرونة أكبر مما يسمح بالوصول إلى التصنيف المرجو⁽⁸⁾.

رابعا: المتنازل والشركة ذات الغرض الخاص: تتم عملية التنازل عن القروض في إطار عملية التوريق من قبل المتنازل لصالح (SPV).

1- المتنازل: بصفة عامة هو عبارة عن مؤسسة إقراض ولكن يوجد هناك فئات كثيرة للمتنازلين أو مشتري الحماية، فبالإضافة إلى المؤسسات المالية نجد الكيانات العمومية كالدولة، المؤسسات العمومية وشركات التأمين... الخ. ويقوم المتنازل بعزل محفظة متجانسة من القروض والتي تحتوي على نوع واحد من القروض فقط (كقروض الرهن العقاري) حيث يقوم بتحليل الخطر قبل التنازل عنها لصالح (SPV)⁽⁹⁾؛

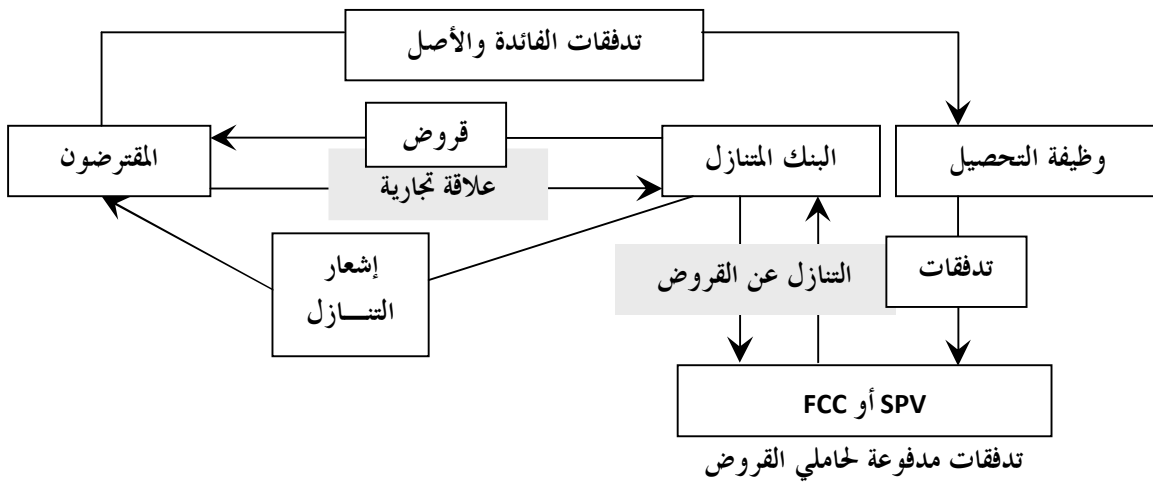
2- الشركة ذات الغرض الخاص (organisme ad hoc): وهي عبارة عن شركة أو صندوق أو أي شكل قانوني آخر يُنشأ من أجل هدف محدد، حيث تكون أنشطتها محددة تبعا لموضوعها والهدف هو عزل الشركة عن خطر القرض للمؤسسة المتنازلة، فعندما يقوم البنك المتنازل (الدائن الأصلي) ببيع محفظة قروضه إلى (SPV) فإن هذه الأخيرة تقوم بسداد القيمة نقدا ويكون سعر البيع عادة أقل من القيمة الاسمية لهاته القروض حتى تكون هناك فرصة لتحقيق هامش ربح لـ (SPV)، وتقوم هذه الأخيرة في غالب الأحيان بالحصول على قرض معبري* من أي بنك بهدف سداد قيمة القرض لتقوم بعد ذلك بإصدار سندات جديدة تسمى الأوراق المالية المستندة لأصول (ABS) (Asset-Backed Securities) وأوراق مالية أخرى وذلك لأن كل وعاء يجب أن يدعمه ضمان إضافي معين، وبعدها تطرح (SPV) سنداها الجديدة للبيع لمستثمرين جدد وتنتقل هذه الورقة من خلال دفع الفائدة والأصل في التوقيت المحدد لهؤلاء المستثمرين⁽¹⁰⁾، ويجب أن يراعى في السندات الجديدة أن تكون قيمتها موافقة لقيم سندات الدين الأصلية وأن تكون تواريخ استحقاق المتحصلات النقدية من المدينين الأصليين متوافقة مع تواريخ استحقاق المستثمرين الجدد لفوائدهم.

أما القانون الجزائري للتوريق فقد عرف مؤسسة التوريق على أنها "هيئة لها صفة مالية تقوم بعملية التوريق في سوق الأوراق المالية"⁽¹¹⁾.

إذن تتم عملية التوريق من خلال التنازل عن القروض من قبل مؤسسات الإقراض لكيان قانوني مختلف والذي يقوم بعد ذلك بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول والمثلة لهاته القروض، ثم يأتي تدخل الأطراف الموضحة في الشكل أعلاه⁽¹²⁾، حيث أن مساهمة المستثمر في العملية من خلال شرائه للأوراق المالية المصدرة لم تكن على أساس قدرة التسديد للمؤسسة المتنازلة وإنما على أساس التدفقات المالية المستقبلية للأصول الضامنة للتسديدات اللازمة للأوراق المالية المصدرة.

يتم كل شيء من خلال (SPV) التي تضمن استقلالية العملية بالنسبة للبنك المتنازل وبالنسبة للأصول (القروض)، وحتى في حالة إفلاس البنك المتنازل تواصل (SPV) عملها، حيث لن يكون لهذا الإفلاس أثرا لا على العملية ولا على المستثمر وهذا لعدم وجود علاقة بين المستثمر والبنك المتنازل⁽¹³⁾. ويوضح الشكل الموالي دور البنك المتنازل في عملية التوريق:

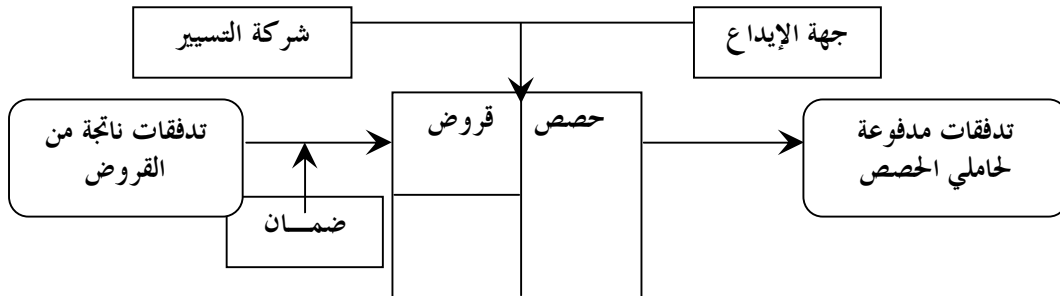
الشكل رقم (1): دور البنك المتنازل



Source : Charlotte Ferté, Philippe Cassette, De la securitization à la titrisation, Paris, Editions ESKA, 1992, p. 47.

ولضمان استمرارية عمل (SPV) في حالة إفلاس البنك المتنازل يتم إشراك عدد من المتدخلين الآخرين والمختصين كالشركات المتخصصة في تسيير شركات من نوع (SPV). ويبين الشكل التالي دور كل من جهة الإيداع وشركة التسيير في عملية التوريق:

الشكل رقم (2): دور جهة الإيداع وشركة التسيير



Source : Charlotte Ferté, Philippe Cassette, De la securitization à la titrisation, Paris, Editions ESKA, 1992, p.49.

الخور الثاني: التنازل عن القروض

تتعدد الأصول القابلة للتوريق، ولكن هل كل القروض قابلة لأن تكون محل عملية توريق؟ فحتى يكون القرض قابلاً للتوريق يجب أن تتوفر فيه جملة من الخصائص.

أولاً: مفاوضات التنازل عن القروض: ترجع للمنظم مهمة تحديد سعر التنازل عن محفظة القروض وذلك بالنظر للمزايا والتكاليف الناجمة عن العملية بالنسبة للمتنازل، وتستند مفاوضات التنازل على التحديد المسبق لسعر نظري عند تاريخ التنازل وذلك بالأخذ بعين الاعتبار إجمالي المعلومات التي يمتلكها المتنازل عن المقترضين والقروض محل التنازل، حيث يتم بناء نموذج لتقييم سعر التنازل خلال مرحلة تشكيل محفظة القروض والذي يأخذ بعين الاعتبار خطر القرض المرتبط بالتدفقات واحتمال التسديدات المسبقة للقروض، إضافة إلى طبيعة القروض وصلابة الضمانات المرتبطة بها.

ومن بين نماذج التقييم من يعتمد على التحليل الإحصائي للسلوكات والقائم على تصميم سلوك المقترضين من أجل التحكم في مخاطر التسديد المسبق والتأخر عن التسديد وذلك عن طريق التحليل الإحصائي لبيانات سابقة من خلال عزل مجموعة المتغيرات المفسرة للسلوكات الملاحظة. ومهما تكن الطريقة المستعملة فإن دراسة السلوك تنتهي بتقدير تكلفة مختلف المخاطر وبتأسيس دالة التسديد المسبق وذلك بعزل هاته المخاطر عن طريق آليات التأمين، كما توجد هناك نماذج أخرى للتقييم⁽¹⁴⁾.

إن سعر التنازل عن القروض هو عبارة عن قيمة التدفقات المستقبلية المخصوصة مع الأخذ بعين الاعتبار فرضيات معدلات التسديدات المسبقة ومعدلات التعثر عن التسديد، وتحدد التدفقات المستقبلية وفقاً لآجال استحقاق التسديدات التي تم تأسيسها، إلا أن هذه الطريقة تتطلب تصوراً قائماً على أساس منحنى معدل الفائدة الذي يتبع تطورات معدل الفائدة السوقي ومعدلات التسديدات المسبقة ومعدلات التعثر عن التسديد⁽¹⁵⁾.

وعليه فإن سعر التنازل عن المحفظة والذي يرمز له بـ (P) يمكن الحصول عليه بالعلاقة التالية:⁽¹⁶⁾

$$P = \sum_{i=t}^T F_i \times (1+r)^{-i}$$

حيث:

F_i : التدفقات المحسوبة في تاريخ التنازل والمشكلة من الفوائد والأصل؛

t : تاريخ التنازل؛

T : تاريخ استحقاق القرض؛

r : معدل الخصم المطبق (بالإمكان أن يأخذ بعين الاعتبار معدل التعثر عن التسديد ومعدل التسديدات المسبقة).

ويمكن استعمال الصيغة التالية لحساب قيمة التنازل كنسبة مقارنةً بالقيمة الاسمية لمبلغ القروض، وتأخذ هذه الصيغة بالحسبان الفترة الزمنية للمحفظة.

$$V = 100\% + D(R - C_{tit})$$

حيث:

V: قيمة التنازل كنسبة من القيمة الاسمية؛

D: الفترة الزمنية (الأمد) للمحفظة؛

R: معدل العائد المقدم للمستثمرين؛

C_{tit}: تكلفة إعادة التمويل عن طريق التوريق (سيتم التطرق إليها لاحقاً في هذا الفصل).

ثانياً: خصائص الأصل القابل للتوريق: لأخذ فكرة عن القروض القابلة للتوريق يجب أن يتم فحص طبيعتها وأصلها.

1- أصل القروض القابلة للتنازل: وفقاً للقانون الجزائري للتوريق فإن القروض القابلة للتنازل هي تلك المملوكة من قبل المؤسسات المصرفية والمالية⁽¹⁷⁾، بينما في القانون الفرنسي فالأمر يتعلق بالقروض المملوكة من قبل مؤسسات الإقراض وصندوق الودائع والضمانات وشركات التأمين؛

2- طبيعة القروض المورقة: في هذا الإطار سيتم التركيز على مدة ونوعية القروض المورقة، فبالنسبة للمدة فالتوريق كان موجهاً بصفة خاصة للقروض التي آجال استحقاقها تتجاوز السنتين خاصة قروض السكن⁽¹⁸⁾، ولكن توسعت فيما بعد عمليات التوريق لتشمل قروضا قصيرة الأجل. أما فيما يتعلق بنوعية القروض فغالباً ما تُستثنى من عملية التوريق القروض غير القابلة للتعبئة وهي القروض التي لم تسدد بسبب وجود صعوبات مؤقتة في خزينة المقترض، بالإضافة إلى القروض المشكوك في تحصيلها والقروض المتنازع فيها وهي التي يتطلب تحصيلها اللجوء إلى المحاكم⁽¹⁹⁾؛

3- كذلك من بين أهم الخصائص الواجب توفرها في القروض المورقة هو استقرار تدفقات الخزينة المتولدة عنها والتي توجه لتسديد الأصل والفوائد المستحقة لحاملي الأوراق المالية المصدرة وهذا ما يتطلب درجة من التأكد فيما يتعلق بتحصيلها؛

ثالثاً: طرق التنازل عن القروض: هناك ثلاثة نماذج وهي:⁽²⁰⁾

1- التنازل التام: وهو يعكس الخروج النهائي للقروض محل التوريق من ميزانية المؤسسة البنكية المتنازلة، حيث يتم التنازل دون ضمان ولا رجوع لصالح (FCC) وبالتالي لا يحتفظ المتنازل بأي خطر على المقترضين الأوليين فهو يقوم فقط بالتسجيل على مستوى ميزانيته ناتج عملية التنازل عن القروض (الربح أو الخسارة)؛

2- التنازل مع ضمان ضد مخاطر الإعسار: يستند هذا النموذج على مبدأ عدم خروج القروض المتنازل عنها من ميزانية البنك المتنازل، حيث توجد هناك ثلاثة أنواع من الضمانات المرتبطة بهذا النوع من التنازل:

أ- الضمان: هو التزام خارج الميزانية حيث بإمكان المتنازل تشكيل مؤونة؛

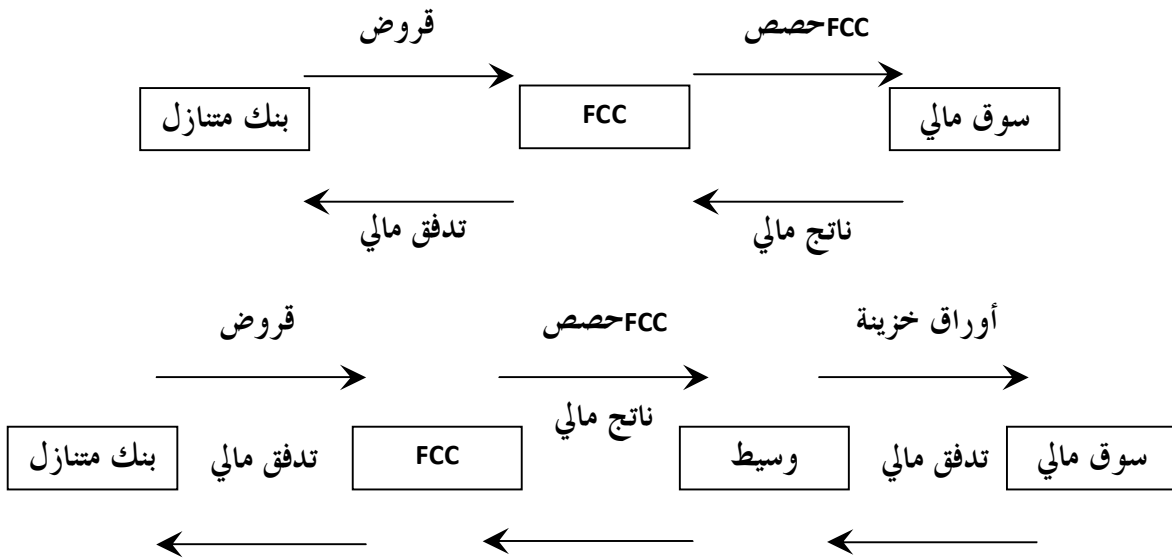
ب- الضمان: هو عبارة عن فارق القيمة (surdimensionnement) أي أن مبلغ القروض المتنازل عنها لصالح (FCC) يتجاوز مبلغ الحصص المصدرة من قبله؛

ج- الضمان: يأخذ شكل حصص خاصة، حيث بإمكان (FCC) إصدار حصص عادية وأخرى خاصة، وتتحمل هذه الأخيرة خطر التعثر عن التسديد للمقترضين؛

3- التنازل مع شرط إعادة الشراء الاختياري: يتم إخراج القروض من ميزانية البنك المتنازل ويسجل مؤقتا خارج الميزانية مبلغا مساويا لمبلغ هذه القروض في حالة ما إذا تم إلغاء اختيار الشراء.

وفي إطار عملية التنازل عن القروض يتم التمييز بين تركيبين لعملية التوريق وهما: تركيب تقليدي (monocédant) و تركيب عن طريق وسيط (multicédant)، كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (3): تركيب تقليدي و تركيب عن طريق وسيط



Source : Thierry Granier, Corynne Jaffaux, La titrisation, aspects juridique et financier, 2^{ème} édition, Paris, Economica, 2004, pp.33-34.

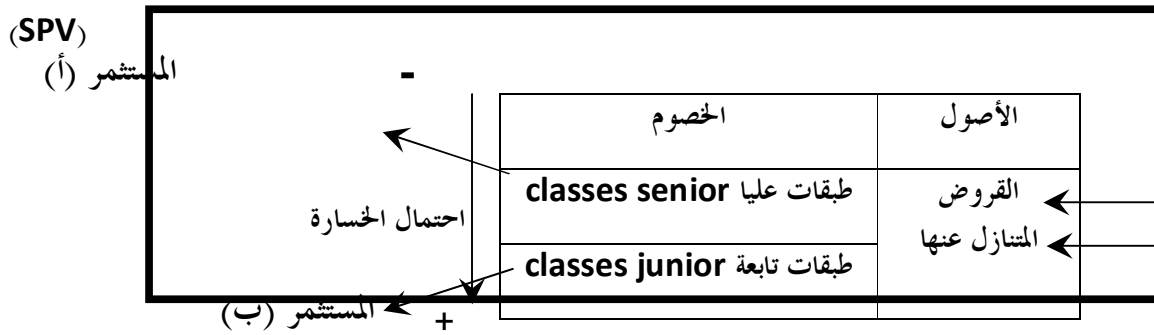
يتم التنازل عن القروض إما عن طريق اتفاقية تنازل (convention de cession) والتي تتضمن: تحديد محفظة القروض والضمانات الممنوحة... إلخ، وإما عن طريق لائحة (bordereau) أي التنازل عن القروض في وثيقة واحدة، كما يمكن تحويل عملية تحصيل تسديدات القروض لبنك آخر غير البنك المتنازل وفي هذه الحالة لا بد من إعلام المقترض كتابيا* .

رابعا: هيكلية عمليات التوريق: إن هيكلية عمليات التوريق هي من بين العناصر التي يصعب التحكم فيها لأنها تتطلب نظام معلومات يساعد في اتخاذ القرار، وهذه الهيكلية تتم وفقا لآفاق السوق المحتمل للمنتجات المورقة، كما يتبع اختيار هيكلية الإصدار دوافع المتنازل واحتياجات المستثمرين وضرورة تأمين توازن (FCC) في ظل فرضيات تطور المخاطر⁽²¹⁾.

1- التبعية (subordination): وهي آلية ضرورية، بحيث سيتم إصدار حصصا مختلفة وتتم عملية التمويل عن طريق هيكلية خاصة وذلك بإصدار حصص عليا وحصص تابعة.

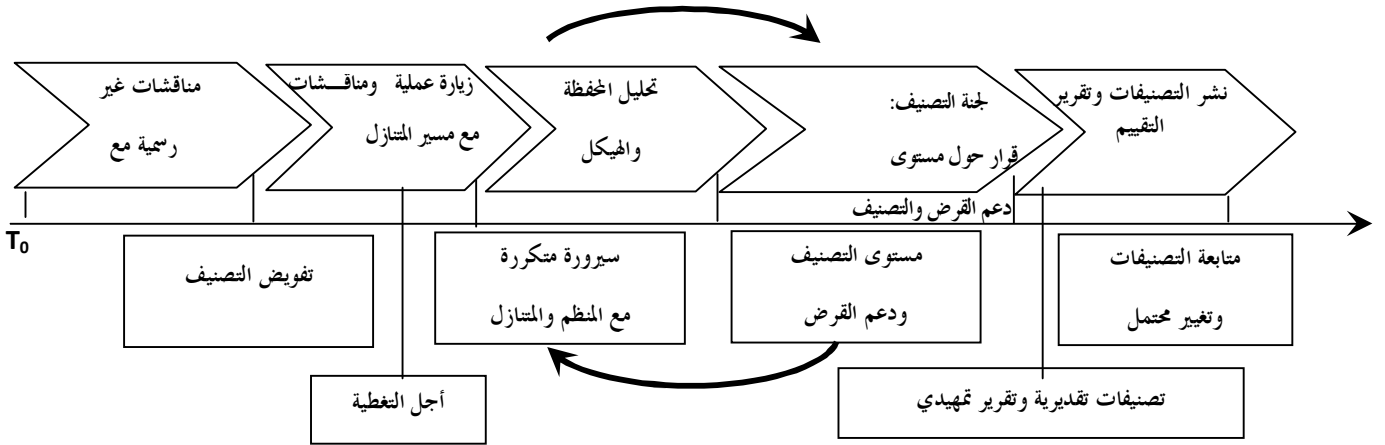
والهدف من ذلك أنه وفي حالة حدوث خسارة على محفظة القروض فإن الحصص (C) هي التي تتحمل الخسارة أولا، وعندما يخسر المستثمر في هذه الحصص كل ماله يأتي دور الحصص (B) لتحمل الخسارة وهكذا. وبالتالي فإن الهدف من إصدار هذه الحصص التابعة هو تخفيض احتمال الخسارة على الحصص (A)، وعليه فإن سعر الفائدة المطبق على الحصص (B) و (C) سيكون أعلى وهذا بالنظر لمستوى الخطر المرتفع نسبيا الذي تتحمله⁽²²⁾، ويتم هذا الإصدار اعتمادا على التحليل الذي تقوم به وكالات التصنيف⁽²³⁾، وهذا ما يمكن ملاحظته من خلال ميزانية (SPV) كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (4): شكل مبسط لميزانية (SPV)



2- التصنيف: إضافة إلى ما ذكر سابقا حول التصنيف، فإنه يتم فحص نوعية محفظة قروض الرهن العقاري من خلال نوع العميل المقترض، المداخليل، الموقع الجغرافي، قيمة العقار المرهون وغيرها من المعايير، وتمنح لكل قرض فرصة خسارة (chance de perte)، كما أن تصنيف الحصص المصدرة من قبل (FCC) هو عبارة عن تقييم لمخاطر القرض التي يتعرض لها المستثمرون في هذه الحصص⁽²⁴⁾.

الشكل رقم (5): منهجية (Moody's) في التمويل المستند لأصول (Financement adossé)



Source : Mehdi Ababou, « Les financements structurés : l'approche Moody's », séminaire sur « Titrisation: une Stratégie de distribution », organisé par la Banque Internationale Arabe de Tunisie (BIAT), Tunis le 7/2/2006, p.10

ومن أجل رفع نوعية التصنيف فإنه يتم في إطار (SPV) تشكيل إحتياطي ويطلق على هذه العملية "تعزيز القرض" (renforcement de crédit).

3- تعزيز القرض ودعم السيولة: ويقصد به "إعادة تقييم تصنيف إقتراض عن طريق ضمان مؤمن"⁽²⁵⁾، وكقاعدة عامة تستفيد الأوراق المالية المستندة لأصول من هذه التقنية والمنوحة من قبل بنك أو شركة تأمين وفي بعض الأحيان من قبل البنك المتنازل في حد ذاته، كما تستعمل لتجنب المستثمر خطر الخسارة المرتبط بإعسار المقترضين. ويمكن لـ (FCC) استعمال عدة تقنيات لرفع نوعية حصص معينة ومن بينها:⁽²⁶⁾

1- منح قرض: حيث بإمكان (FCC) الحصول من خلال هذه التقنية على ضمان ضد إعسار المقترضين وذلك عن طريق قرض ممنوح من قبل البنك المتنازل أو شركة تأمين؛

2- ودائع الضمان: يتم تشكيلها من قبل (FCC) وهي تعد كضمان ضد الخسائر المتتابعة لإعسار المقترضين ولا يتم دفعها إلا بعد تسديد الحصص العليا؛

3- تسبيقات الخزينة: يمكن لـ (FCC) الاقتراض لمواجهة احتياجاته المؤقتة للخزينة والتي ترجع لوجود فارق بين تحصيل القروض وتسديد القسيمة والحصص، ويتم تأمينها غالبا من قبل البنك المتنازل.

ولتحديد المستوى المناسب لدعم القرض يتم تقييم الخطر المرتبط بالقروض تبعا للخسائر على نفس النوع من القروض وبالتالي تحديد التغطية المناسبة لكل معدل من معدلات التعثر عن التسديد⁽²⁷⁾.

وهناك أشكال أخرى لتعزيز القرض كإستخدام مشتقات القرض، الضمانات الحكومية، خطابات الإعتماد وخطوط السيولة⁽²⁸⁾؛

خامسا: هيكلية التدفقات (قرار التجزئة): تتم هذه التجزئة عن طريق الأخذ بعين الاعتبار تحليل وكالات التصنيف لتحديد نوعية القرض لكل حصة مصدرة وذلك بالاعتماد على الاحتياطي المشكل لكل حصة أو للحصص التابعة لها، ويمكن تجزئة العملية وفقا لعدة احتمالات حيث يعتمد اختيار إحداها بشكل أساسي على وضعية السوق المالي واختلاف معدلات الفائدة الممنوحة لمختلف الحصص.

يتميز الاستثمار في الأوراق المالية المصدرة في إطار عملية التوريق بمجموعة من الخصائص التي لا بد من توضيحها وتبسيط الضوء عليها حتى يكون المستثمر على علم بكل ما يحيط بالعملية ومن أجل إنجاح عملية الإكتتاب في هذه الأوراق المالية.

المحور الثالث: طبيعة الحصص المصدرة

لا يوجد هناك اختلاف بين مختلف القوانين المنظمة لعمليات التوريق في مختلف الدول على أن الحصص المصدرة من قبل (SPV) أو (FCC) هي عبارة عن قيم منقولة ولكن لا بد من تحديد طبيعتها، وتمثل هذه الحصص قروضا مملوكة من قبل (FCC) والتي يكون لحاملها حق ملكية جماعية على هذه الأخيرة⁽²⁹⁾. لذا يمكن ملاحظة خصوصيات الحصص المصدرة على صعيدين، فهي تشبه الأسهم من جهة كون أن حاملها يتحمل كشرية نتائج نشاط (FCC)، ومن جهة أخرى فإن تسديد المبالغ والفوائد لحاملي الحصص يجعل هذه الأخيرة شبيهة بالسندات.

أولاً: التقنيات المستعملة في إصدار الحصص: تختلف خصائص الحصص المصدرة من قبل (FCC) عن تلك للقروض، ويوضح الجدول الموالي بعض التقنيات الأكثر استعمالا من قبل (FCC) في إصدار الحصص:⁽³⁰⁾

الجدول رقم (1): التقنيات المستعملة في إصدار الحصص

الخصص المصدرة	القروض المملوكة
تحويل: حصص لسنة، فائدة كل ثلاثة أشهر بمعدل ثابت: 25 مليون.	قروض بأجل استحقاق سنة المبلغ: 1 مليار فوائد كل 3 أشهر - 25 مليون
تغيير الدورية: حصص لسنة، فائدة سنوية بمعدل ثابت: 103.75 مليون.	
مبادلة: حصص لسنة، فائدة كل ثلاثة أشهر بمعدل متغير 0.5% + PIBOR 3 mois.	
تجزئة: فئة أولى 0.9 مليار من الحصص لسنة، فائدة كل 3 أشهر بمعدل ثابت: 20.125 مليون كل 3 أشهر. فئة ثانية 0.1 مليار من الحصص لسنة، فائدة كل 3 أشهر بمعدل ثابت: 4.875 مليون كل 3 أشهر.	

4^{ème} édition, Paris, Economica, Source : Robert Ferrandier, Vincent Kôen, Marché de capitaux et techniques financières, 1997, p.176.

1- مبدأ التحويل (Principe de transfert): ويعتبر الأكثر بساطة لأنه في هذه الحالة يتم نقل تدفقات الفوائد ورأس المال الناتجة عن القروض دون تعديلات لحاملي الحصص وذلك بعد اقتطاع مصاريف التسيير ومصاريف أخرى؛

2- تقنية تغيير الدورية (Changement de périodicité): وتؤدي إلى تعديل وتيرة توزيع الفوائد وعند الاقتضاء وتيرة إهلاك رأس المال، كما تسمح كذلك بالتكيف مع رغبات المستثمرين فيما يتعلق بدورية المدفوعات؛

3- تقنية التبادل (L'échange): من خلال هذه التقنية يتم توزيع الفوائد لحاملي الحصص بمعدل مختلف عن المعدل المطبق على القروض الأولية، وكما هو موضح في الجدول أعلاه يمكن لـ (FCC) اللجوء لإبرام عقد مبادلة لمعدل الفائدة والذي يفضلته توزع لحاملي الحصص فوائد محسوبة على أساس معدل متغير؛

4- التجزئة (Démembrement): وتمثل في إصدار حصص بمعدلات فائدة مختلفة.

ومثلما تم التطرق إليه سابقا فإن معظم منتجات توريق القروض الرهن العقاري عبارة عن سندات تمثل صكوك مديونية؛

ثانيا: إجراءات إصدار الحصص: تختلف إجراءات إصدار الحصص في إطار عملية التوريق في حالة ما إذا كان توظيف حصص (FCC) خاصا أو عاما⁽³¹⁾.

1- في الحالة الأولى يمتلك المستثمرون المعينون الخبرة والوسائل الضرورية لتحديد المخاطر المرتبطة بالعمليات على الأدوات المالية وهم على فئتين: فئة المستثمرون المؤسساتيون وفئة الشركات التجارية والمؤسسات العمومية ذات الطبيعة الصناعية والتجارية، حيث يتم إبرام عقد اكتتاب في هذه الحصص بين شركة التسيير والمكتبتين؛

2- أما في الحالة الثانية، فيمجرد بدء عرض الحصص للاكتتاب العام يتم تحرير مدونة إخطار من قبل المؤسسين وتكون خاضعة لتأشيرة السلطات النقدية والمالية، وتنقسم هذه المدونة فيما يتعلق بـ (FCC) إلى وثيقتين: وثيقة أولى تعرف بمدونة مرجعية ووثيقة ثانية تسمى بمدونة العملية، أما الأولى فيتم إعدادها من قبل الشركة المسيرة للصندوق وجهة الإيداع والتي تتضمن بصفة أساسية قواعد إصدار الحصص وآليات تغطية المخاطر المحتملة، أما مدونة العملية فتتضمن المعلومات المتعلقة بالحصص بما فيها تصميم الإصدار إضافة إلى البرنامج الزمني والشروط المالية التقديرية للعملية، وهي تتضمن بصفة عامة وصفاً للعلاقات المؤسسية بين مختلف الأطراف وطرق تسويق الحصص المصدرة، ويتم نشر مدونة الإخطار تحت رقابة سلطات البورصة، لذا فالحصص تُسعر على مستوى البورصة وهي قابلة للتداول؛

ثالثا: أنواع الحصص المصدرة: تُقسم الحصص المصدرة إلى ثلاث فئات وفقا لأهداف التوظيف وأهداف المؤسسات المتنازلة وهي:⁽³²⁾

1- حصص شبيهة بسندات تقليدية: ويتم إصدارها للأجل المتوسط والطويل، وتسدد هذه الحصص عند أجل الاستحقاق مع قسيمة سنوية أو كل ثلاثة أشهر، كما أنها تستفيد بأفضل الضمانات؛

2- حصص شبيهة بمنتجات الادخار: وهي حصص للأجل المتوسط وتمثل أشكالاً متنوعة ذات آجال استحقاق مختلفة وهي تعرف تحت اسم توريق فيما بين البنوك (titrisation interbancaire)؛

3- حصص ذات آجال استحقاق متغيرة: وتمثل حصصاً للأجل المتوسط أو الطويل ذات معدل فائدة ثابت في غالب الأحيان، وهي موجهة لهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (OPCVM) وللمستثمرين المؤسساتيين، حيث يتحمل هؤلاء خطر المعدل المرتبط بالتسديدات المسبقة للقروض المورقة.

رابعاً: إهلاك محفظة القروض: إن أهم مصدر للتدفقات المالية في إطار عمليات التوريق هي التدفقات الناتجة عن محفظة القروض، لذلك أصبح لعمليات التوريق بعض الخصائص المهمة بالنسبة للمستثمرين في الحصص المصدرة.

وعموماً فإن إهلاك الحصص يتبع إهلاك محفظة القروض، وتسمح الحصص المتتابعة بخلق آجال استحقاق مختلفة والتي يمكن تكييفها حسب متطلبات السوق المالي، فالحصة ذات الأجل القصير تتحمل لوحدها إهلاك محفظة القروض لغاية تسديدها بالكامل ثم يأتي دور الحصة ذات الأجل الأطول وهكذا.

لذا فإنه يتم تحديد آجال إستحقاق الحصص وفقاً لحجم مبالغها، فكلما كانت الحصة ذات مبلغ معتبر كلما كان أجل الاستحقاق أطول⁽³³⁾.

كما أن لتواريخ إستحقاق القروض المكونة للمحفظة تأثيراً على مدى إستقرار التدفقات النقدية الناتجة عن الحصص المصدرة، وتكون سرعة إهلاك المحفظة مرتبطة بعاملين أساسيين وهما: معدلات التعثر عن التسديد ومعدلات التسديدات المسبقة.

خامساً: معدل الفائدة للأصل المالي محل التوريق: إذا كان معدل الفائدة على القروض المكونة للمحفظة متماثلاً فإن سعر الفائدة على الأصل المالي الذي يتم توريقه يكون عادة أقل من سعر الفائدة على القروض بنسبة معينة وتسمى برسم الخدمة، وقد تصل نسبة تلك الرسوم إلى 5%، وعادة ما تقسم رسوم الخدمة بين الجهة المنوط بها خدمة الأوراق المالية التي يتم توريقها والتي تحصل على ما يسمى برسم خدمة القروض وبين الجهة الضامنة للفوائد وأصل الدين والتي تحصل على ما يسمى برسم الضامن⁽³⁴⁾. أما إذا كانت المحفظة التي تم توريقها تحتوي على قروض تتباين من حيث معدل الفائدة فعندئذ يكون معدل الكوبون على الأصل محل التوريق أقل من أصغر معدل كوبون على القروض المكونة للمحفظة التي يتم توريقها، وفي حالات أخرى قد يحسب معدل الكوبون للأصل محل التوريق على أساس ما يسمى بالمتوسط المرجح بالأوزان لمعدل الكوبون على القروض المكونة للمحفظة، وفي هذه الحالة يكون رسم الخدمة ممثلاً في الفرق بين المتوسط المرجح وسعر الفائدة المقرر على الأصل الذي تم توريقه⁽³⁵⁾.

وفي بعض الدول الأوروبية مثلاً يتم حساب كوبون السندات المورقة على أساس معدل مرجعي (LIBOR) مضافاً إليه هامشاً معيناً، ويرتفع هذا الأخير كلما ازداد الخطر المتحمل وهذا راجع لكون أن وتيرة تسديد المبلغ الأصلي للسندات غير مؤكدة.

المحور الرابع: المخاطر المحتملة في عملية التوريق وكيفية تغطيتها: إن التوريق كمصدر للتمويل يجب أن يحمل بعض الضمانات للمستثمرين سواء عند الإصدار أو على مستوى السوق المالي، لذا وجب تحديد طبيعة المخاطر التي يمكن أن تنجم عن هذه العملية والتقنيات المناسبة للتغطية ضدها، ويوجد هناك نوعين من المخاطر: مخاطر مرتبطة بالمتدخلين في عملية التوريق ومخاطر متعلقة بمحفظة القروض.

أولاً: المخاطر المرتبطة بالمتدخلين: يعد إعسار أحد المتدخلين خطراً حقيقياً في عملية التوريق، إضافة إلى أن تراكم الوظائف يمكن أن يشكل خطراً إضافياً لا بد من أخذه بعين الاعتبار، فقد يؤدي هذان العاملان في بعض الأحيان إلى اضطراب في التدفقات النقدية.

1- **خطر إعسار المتدخلين:** إن إعسار متدخل ضامن في عملية التوريق يعد أمراً محتملاً وهو ما يمثل خطراً حقيقياً بالنسبة للقروض المتنازل عنها، ففي الحالات العادية يتم تغطية هذه الأخيرة عن طريق تشكيل ضمانات متنوعة، والمشكل المطروح متعلق بكيفية إستعمال هذه الضمانات عند حدوث أي ضرر ناتج عن إعسار مقترض أساسي وخاصة إذا كان هذا الأخير بصدد إجراء تصفية قضائية، فمن الممكن أن يستغل الضامن هذا الظرف ولا يقوم بالدفع، كما يمكن أن يتم إدخال ضمن هذه الدعوى المبالغ

الحصلية من قبل (FCC) خلال الفترة الزمنية المشكوك فيها (وهي الفترة ما بين التوقف عن الدفع وصدور الحكم). وبنفس الطريقة يكون خطر إفسار البنك المتنازل متوقفاً حيث وفي إطار عملية التحصيل يحتفظ هذا البنك بالتدفقات المالية لفترة معينة قبل تحويلها لحساب (FCC) المفتوح لدى جهة الإيداع⁽³⁶⁾؛

2- **الصعوبات المرتبطة بتراكم وظائف المتدخلين:** رغم أن البنك المتنازل لم يعد المالك للقروض المتنازل عنها والتي أصبحت ملكاً لـ (FCC) إلا أنه يبقى مسؤولاً عنها حتى بعد توريقها، كما بإمكانه كذلك الجمع بين وظائف المسير ومقرض السيولة بل وحتى الضامن للعمليات المنفذة من قبل المقترضين؛

3- **خطر اضطراب وتيرة التدفقات النقدية:** يوجد في هذا الإطار نوعين من التسديدات: تتعلق الأولى بتوزيع التدفقات النقدية المجمعة في آن واحد لحاملي الحصص، وأما الثانية فيتم من خلالها الاحتفاظ بهذه التدفقات أو توزيعها تبعاً لآجال استحقاق الحصص والمحددة عند الإصدار.

إن البرنامج الزمني لإهلاك القروض المتنازل عنها (تسديدات القروض) لا يوافق عملياً آجال استحقاق الحصص المصدرة، لذا يجب أن تسمح تدفقات القروض بضمان التسديدات لحاملي الحصص⁽³⁷⁾، وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين فئتين من الحصص، حيث تستند حصص الفئة الأولى لعمليات التوريق التي يكون فيها إهلاك القروض غير مؤكد بسبب التسديدات المسبقة التي تتميزها، وهي تتعلق بعمليات توريق القروض الممنوحة للأفراد* والتي توجد من أجلها خيارات التسديد المسبق مما يؤدي إلى إنخفاض خطر عدم التحويل للأموال، أما حصص الفئة الثانية فلها آجال استحقاق محددة مسبقاً، فإذا كان البنك المتنازل هو نفسه المحصل للأموال فمن الممكن أن يتحمل المستثمرين خطر تأخر التدفقات المالية العائدة إليهم في حساب البنك الذي يوظفها لصالحه، حيث بإمكان البنك المتنازل أن يجمد مؤقتاً التدفقات الناتجة عن المقترضين قبل تحويلها للمستثمرين⁽³⁸⁾.

كما أن مكافأة تدخلات شركة التسيير والضامن وجهة الإيداع أثر على وتيرة التدفقات الناتجة عن المقترضين.

ثانياً: المخاطر الخاصة بمحفظة القروض: هناك ثلاثة أنواع من المخاطر المرتبطة بالقروض ويتعلق الأمر بـ:⁽³⁹⁾

1- **خطر إفسار المقترضين:** ينجم تلقائياً عن تعثر المقترض عن التسديد إجراء بيع الأصل الممول كما هو عليه الحال في القروض العقارية أو في كل القروض الأخرى، ويعد هذا الخطر الأكثر أهمية حيث لا يتم تقييمه فقط تبعاً لنوعية المصدر ولكن كذلك تبعاً لنوعية القروض المستند إليها والضمانات المرتبطة بها؛

2- **خطر التسديد المسبق:** يكتسي تحليل التسديد المسبق أهمية كبيرة تبعاً لطبيعة القرض المدروس خاصة بالنسبة للقروض الطويلة الأجل وذات المبالغ الكبيرة كقروض الرهن العقاري، ومع ذلك يبقى هذا الخطر أقل خطورة من خطر التعثر عن التسديد، ومن بين الأسباب المؤدية إلى التسديد المسبق:⁽⁴⁰⁾

- التحكيم (arbitrage): ويقصد به إعادة تمويل القرض بمعدل ملائم بسبب المنافسة المالية، كما يتعلق أيضاً باستبدال القرض الأولي بقرض آخر بمعدل أو بمبلغ أو بأجل استحقاق مختلف، ويكون هذا الاختيار مشروطاً أساساً عن طريق العلاقة بين رأس المال غير المهلك للقرض وقيمة التنازل عن الأصل الممول، وأيضاً عن طريق الفارق بين المعدل الاسمي للقرض والمعدل الحالي المقترح للمقترض لإعادة تمويل قرضه؛

- التحرك (Mobilité): ويتعلق الأمر بتغيير في الشروط الأولية للقرض أو بتغيير في محيط المقترض؛

- الإعسار المغطى (défaillance couverte): ويعني تسديد كل القرض أو جزء منه عن طريق تدخل آلية التأمين، وفي الواقع تتضمن بعض القروض إلزامية التأمين عند منحها.

يؤدي التسديد المسبق للقروض المكونة للمحفظة المورقة إلى انخفاض العائد لحاملي الحصص وذلك لأن العائد الحقيقي يمكن أن يكون أقل من ذلك المتوقع، خاصة إذا تم التسديد المسبق للقروض ذات معدلات الفائدة الأعلى مما يؤدي إلى انخفاض المعدل المتوسط المرجح لعائد المحفظة.

لذا فإن المتغير المسبب للتسديد المسبق هو معدل الفائدة، حيث يتوقع الدائنون حدوث مثل هذه التسديدات في فترة انخفاض المعدلات⁽⁴¹⁾.

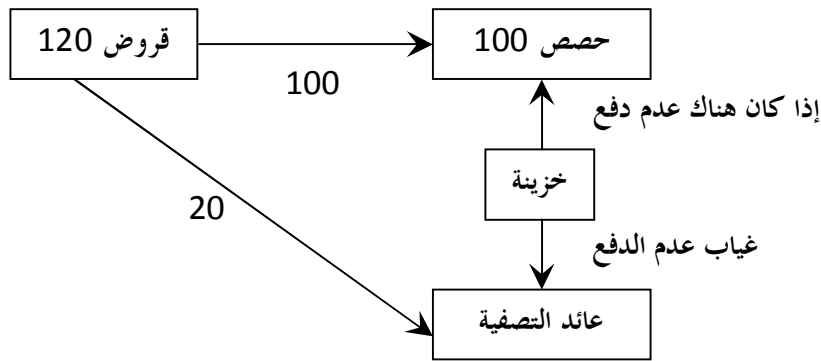
ثالثاً: تغطية المخاطر: تشكل آلية الضمانات من وجهة النظر المالية العنصر المركزي للتصنيف المقدم من قبل وكالات التصنيف، ويرجع للبنك المتنازل التحكيم بين مختلف أشكال الضمانات المطلوبة من قبل المنظم.

وتستجيب تقنيات التغطية لهذين: فمن وجهة نظر المستثمر يشكل الضمان عامل تغطية وأمان في حالة إعسار البنك المتنازل، أما من وجهة نظر هذا الأخير فإن إصدار حصص (FCC) المتجانس مع الضمانات يسهل الحصول على التصنيف المناسب، ويمكن التمييز بين نوعين من الضمانات:⁽⁴²⁾

1- الضمانات الداخلية: ومن أهمها:

- **فارق القيمة (surdimensionnement):** وتمثل هذه التقنية في التعهد للمستثمرين في الحصص المصدرة بمنحهم جزء فقط من التدفقات المتولدة عن القروض الأصلية، ففي حالة عدم تسديد القروض فإن التدفقات المتولدة عن المحفظة الأصلية ستخفص لكن التدفقات الموعود بها للمستثمرين لن تتأثر طالما أن هذه التعثرات عن التسديد تبقى أقل من احتياطي الأمان المشكل⁽⁴³⁾، أي أن المحفظة المورقة تحتوي على قروض تفوق قيمتها قيمة الحصص المصدرة مثلما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (6): فارق القيمة بـ 20%



Source : Charlotte Ferté, Philippe Cassette, De la Securitization à la Titrisation, Paris, éditions ESKA, 1992, p.74.

يمثل مستوى 20% درجة الحماية لحاملي الحصص ويحدد هذا الأخير انطلاقاً من توقعات (FCC) ووكالات التصنيف لمعدلات التعثر عن التسديد⁽⁴⁴⁾؛

- ضمان مؤسسة الإقراض المتنازلة: وهو يأخذ شكلين رئيسيين وهما الضمان النقدي والضمان على أصول هذه الأخيرة⁽⁴⁵⁾؛

2- الضمانات الخارجية: هناك آليتان للضمان الخارجي وهما التأمين والضمان البنكي والليذان يستعملان لتغطية مخاطر التعثر عن التسديد للمقترضين.

- التأمين: يكمن دور شركات التأمين في ضمان إصدار الأوراق المالية من قبل (FCC)، حيث تقوم هذه الشركات بتحليل محفظة القروض (نوعية المقترضين، السياسة الإقراضية للبنك، وتيرة التعثر عن التسديد... الخ) وهي بعض العناصر التي تسمح للمؤمن بإعطاء قبوله أو رفضه للضمان، لذا فإن الإصدار في هذه الحالة يكون مضموناً من قبل شركات التأمين خاصة وأنها تتحمل خطر التعثر عن التسديد للمقترضين وكل هذا لصالح حاملي الحصص، وللإشارة فإن شركات التأمين لا تتدخل إلا في حدود مستوى التغطية المحدد من قبل وكالة التصنيف؛

- الضمان البنكي: وهو الحصول على ضمان من مؤسسات إقراض تحت شكل كفالة أو خطاب اعتماد، فالبنوك وبالأخص المؤسسات المتنازلة هي أفضل طرف بإمكانه تقدير أو تقييم خطر التعثر عن التسديد لمقترضهم، كما يمكن للبنك المتنازل أن يتكفل بالضمان ويلتزم بإعادة شراء جزء من القروض في حالة التعثر عن التسديد، وهذه الصيغة أهلت من قبل الأمريكيين على أنها توريق مع حق الرجوع (titrisation avec recours)⁽⁴⁶⁾.

الخوارج الخامس: مساهمة التوريق في إدارة مخاطر القروض المصرفية

يمثل التوريق تقنية لتحويل المخاطر المرتبطة بالقروض، حيث نجد هناك ثلاثة أنواع من المخاطر والتي يمكن أن ترتبط بأي قرض ممنوح من قبل أي مؤسسة مالية وهي: خطر التعثر عن التسديد، خطر التحويل والذي يشمل كلا من خطر المعدل والسيولة، وأخيراً خطر التسديد المسبق خاصة في حالة انخفاض معدلات الفائدة، فإذا كان خطر التعثر عن التسديد يخص كل القروض فإن مخاطر التحويل والتسديد المسبق تتعلق أساساً ببعض أنواع القروض كقروض الرهن العقاري⁽⁴⁷⁾، لذا ليس من المستغرب أن تكون أولى تجارب التوريق على هذا النوع من القروض والتي كانت تهدف لتحويل هذين النوعين من المخاطر إلى السوق المالية.

ويؤدي التوريق إلى التمويل عن طريق جانب الأصول للميزانية وذلك بتحويل أصول غير سائلة (قروض) إلى أوراق مالية قابلة للتداول على مستوى السوق المالية، ويشبه هذا التحويل عقد مبادلة للقروض مقابل أوراق مالية والذي يتضمن وجود تدفقين نقديين: تدفق مرتبط بشراء محفظة القروض وبالموارد الناتجة عن إصدار القيم المنقولة، وتدفق آخر موجه لمكافأة حاملي الحصص. وهناك عدة أسباب دفعت بالمؤسسات البنكية للجوء إلى التوريق وهو ما أدى إلى ظهور عدة أشكال من هذا الأخير وإلى ارتفاع إصدارات التوريق في كثير من الدول.

أولاً: أشكال التوريق: في إطار عملية التوريق هناك عدة أسباب تدفع بالبنك لإجراء تنازل عن جزء من أصوله، ومن بينها: الحاجة لإعادة التمويل أو من أجل تسيير فعال لمخاطر القروض أو أي انشغال آخر بهدف تعديل هيكل الميزانيات البنكية، ومن هذا المنطلق يمكن التمييز بين عدة أشكال من التوريق.

1- التوريق الدفاعي والتوريق الهجومي وسيتم التطرق في هذا الإطار إلى نوعين من التوريق وذلك تبعاً للأهداف والنتائج المرجوة من قبل البنك المتنازل:⁽⁴⁸⁾

- **التوريق الدفاعي (Titrisation défensive):** ويستعمل هذا النوع خاصة من قبل مؤسسات الإقراض من أجل التصدي لأي تطور غير ملائم في محيطها، ويمكن ذكر ثلاثة أسباب رئيسية للجوء لهذا النوع من التوريق وهي انخفاض التصنيف على مستوى أسواق رؤوس الأموال وإعادة هيكلة محفظة القروض وتحسن منتظم لنسبة الملاءة المالية للبنوك؛

- **التوريق الهجومي (Titrisation offensive):** ويهدف إلى تحسين جانب الخطر للمؤسسة المتنازلة ورفع ربحية أموالها الخاصة، والوصول لهذا الهدف له أهمية كبرى لذا فهناك تمييز آخر من منظور تحويل المخاطر:⁽⁴⁹⁾

- **توريق الميزانية (Titrisation de bilan):** ويتمثل في إسناد البنك لقروض والتي تبقى في جانب الأصول لميزانيته من أجل إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في جانب الخصوم، وهذا النوع من الإسناد المحتفظ به بإمكانه أن يسمح بتغطية خطر معدل الفائدة أو الاحتفاظ به في مستوى أقصى محدد مسبقاً؛

- **توريق خارج الميزانية (Titrisation hors bilan):** ويترجم عن طريق تحويل القروض المورقة نحو هيئة تم إنشاؤها لهذا الغرض (SPV) التي تضمن خطر الإمضاء وتستفيد من تدفقات التسديدات المتولدة عن طريق القروض المورقة والتي تحصل على التمويل عن طريق إصدار أوراق مالية، وهذا النوع من التوريق هو السائد في الدول الأنجلوساكسونية؛

- **التوريق المتضمن خيار إعادة الشراء:** وهو خيار يسمح عموماً بإعادة شراء القروض المورقة من قبل البنك المصدر عندما يصل الرصيد المتبقي للأموال تحت حد أدنى معين، وفي حالة توريق تركيبي فإن هذا الخيار يمكن أن يأخذ شكل انقضاء حماية القرض.

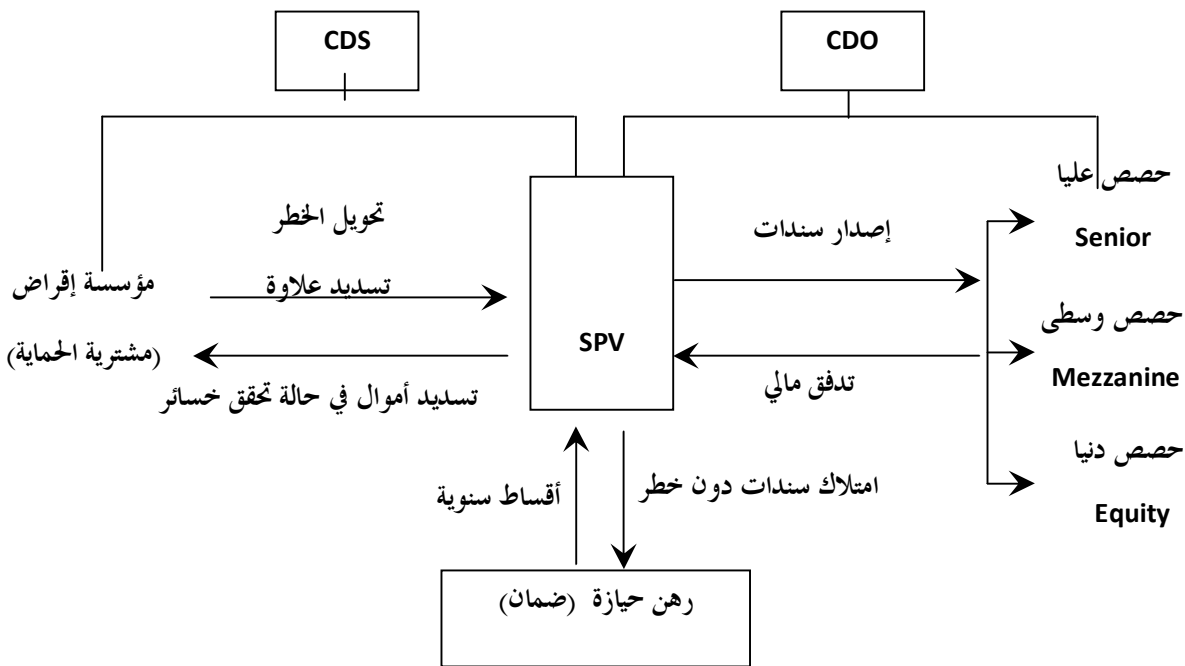
2- التوريق التركيبي: ظهرت مشتقات القرض بالولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات التسعينيات، وقد تم استعمالها بصفة متنامية من قبل البنوك في إطار عمليات التوريق كأداة لتسيير الميزانية، ويسمح هذا الجمع بتسيير أفضل لمخاطر القروض ذات الحجم المعتبر واستغلال آثار التنويع، وسيتم التطرق لاستعمال مشتقات القرض في إطار عملية التوريق من أجل تسيير أفضل لمخاطر القروض البنكية.

تستعمل البنوك مشتقات القرض في إطار ما يسمى بالتوريق التركيبي (titrisation synthétique)، ففي إطار عملية توريق تقليدية يتنازل البنك عن قروضه لـ (SPV) التي تمول امتلاكها لهذه الأخيرة عن طريق إصدار أوراق مالية، أما في إطار عملية توريق تركيبي لا يوجد تنازل عن القروض ولكن يوجد هناك تحويل للمخاطر المرتبطة بها عن طريق مشتقات القرض⁽⁵⁰⁾، حيث يقوم البنك ببيع خطر القرض مباشرة لطرف آخر والذي يمكن أن يكون بنكاً آخر أو هيئة لهذا الغرض، وفي الحالتين يدفع البنك علاوة نظير تحمل هذا الطرف خطر التعثر عن تسديد القروض، وللإشارة فإن مشتق القرض في هذه الحالة على عكس مشتق القرض المعتاد فالحماية هنا تستند على محفظة أوراق مالية وليس على قرض معزول. يقوم البنك بإبرام مشتق قرض من درجة عليا (rang senior) مع طرف مقابل لتغطية حوالي

90% من محفظة القروض وبالموازاة يتم إبرام مشتق قرض آخر ذا درجة أقل (rang junior) مع (SPV) يغطي المحفظة بحوالي 10%⁽⁵¹⁾، وتقوم (SPV) بعد ذلك بإصدار عدة فئات من الأوراق المالية المثلة للخطر المتحمل حيث تكون كل واحدة منها محل تصنيف.

ولتأمين هذه العملية تقوم (SPV) باستثمار ناتج الإصدار في أوراق مالية دون خطر كالسندات الحكومية والتي توظف في حساب أوراق مالية (compte de titres) المفتوح باسم (SPV) طويلة مدة العملية، ويتم رهن هذه الأوراق المالية لصالح مشتري الحماية (البنك)⁽⁵²⁾، والهيكلية التي تم وضعها هي من نوع (CDO) وهي في غالب الأحيان عبارة عن سندات ذات عائد مرتفع والتي تعد كضمان لفائدة مشتقات القرض (CDS)، ولقد عرف سوق (CDO) تغيرات كبيرة منذ 1990، حيث سمحت تكنولوجيا التوريق بإخراج القروض خارج ميزانية البنوك وهو ما سمح لها بتخفيض المخاطر وذلك باستعمال بالمشتقات الائتمانية⁽⁵³⁾.

الشكل رقم (7): التوريق التركيبي



Source: Thierry Granier, Corynne Jaffaux, la titrisation, Aspects juridique et financier, 2^{ème} édition, Paris, Economica, 2004, p.192.

في حالة عدم ظهور خسارة على محفظة القروض "الحماية" فإن السندات الحكومية المرهونة سيتم بيعها في إطار هذه العملية وستستعمل التدفقات الناتجة عن البيع لتسديد حملة سندات (CDO)، أما في حالة ظهور خسارة على محفظة القروض فسيتم بيع جزء فقط من السندات الحكومية المرهونة وستستعمل التدفقات الناتجة لتسديد المبلغ المستحق لمشتري الحماية.

وقد تم من خلال هذه الآلية تحويل المخاطر المرتبطة بمحفظة القروض إلى حملة السندات دون أن يكون هناك تنازلاً فعلياً عن القروض، ويلجأ البنك المتنازل لهذا النوع من التوريق ليس بدافع التمويل ولكن من أجل تسبير أفضل لمخاطر القروض، بالإضافة إلى بساطة هيكلية التوريق التركيبي حيث يمكن أن يكون حلاً لبعض المشاكل المطروحة في عمليات التوريق بالبيع الحقيقي⁽⁵⁴⁾.

هناك نوع آخر من التوريق يطلق عليه توريق (offshore) ويتمثل في توريق أصول في إطار قوانين أخرى للاستفادة من مزايا ضريبية وقانونية.

ثانياً: نتائج عملية التوريق: إن لجوء المؤسسة البنكية إلى توريق قروضها بإمكانه أن يحقق لها العديد من المزايا وهذا يترجم خاصة عن طريق انخفاض تكلفة التمويل وتحويل مخاطر القروض البنكية للمستثمرين، ومنه فإن مزايا التوريق للبنك يمكن ملاحظتها على مستويين، أولاً على مستوى تسيير الميزانية والمخاطر، وثانياً على مستوى الربحية.

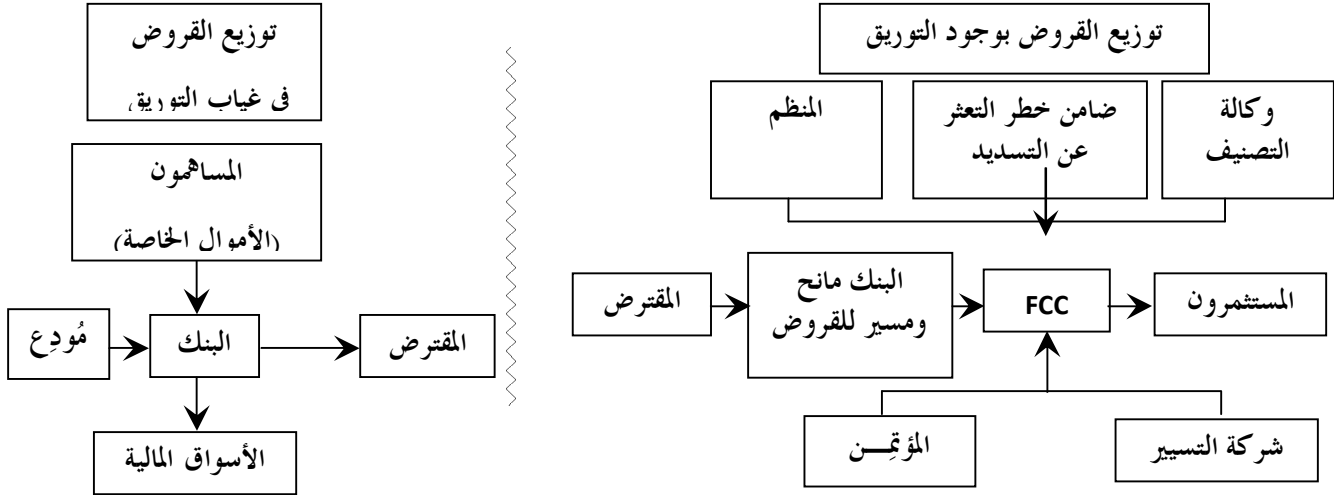
1- مزايا التوريق للبنك المننازل: استطاعت مؤسسات الإقراض من خلال لجوئها إلى التوريق الحصول العديد من المزايا ومن بينها:

- تجزئة دورة القرض (Démantèlement du cycle de crédit): إضافة إلى كون التوريق يزود الاقتصاد بحجم مهم من الموارد فإنه يشكل في الواقع مفهوماً جديداً للقرض وطريقة جديدة لعمل الآلة البنكية القائمة على تفكيك الأنشطة التقليدية للإقراض وظهور فضاء جديد للوساطة والمتمثل في (FCC)، وذلك بتحويل محفظة القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول. في إطار عملية إقراض دون توريق يقوم البنك بمفرده بمحمل المراحل السابقة، بينما تكون هذه الأخيرة مضمونة من قبل عدة متدخلين في إطار عملية التوريق، ومن بين إيجابيات هذه العملية: (55)

- يحدد البنك شروط الإقراض ويواصل تحصيل تسديدات القروض ويضمن تسيير خطر عدم التسديد، ويتم بالمقابل تحليل الملاءة المالية للمقترض وتقييمها من قبل متدخلين آخرين كوكالات التصنيف؛

- يتم توزيع الخطر بين مختلف المتدخلين من مستثمرين في الأوراق المالية المصدرة وهيئات خارجية مثل شركات التأمين... الخ، لا يسمح هذا التفكيك فقط بتنمية السيولة وإصدار أوراق مالية جديدة تحت شكل منمط ولكنه يسمح أيضاً بخلق قيمة أكبر من تلك المتولدة عن أنشطة الإقراض التقليدية، وبمنح أفضل تسيير للتوليفة عائد/مخاطرة لمحافظ القروض مما يؤدي إلى خفض تكلفة تسيير المخاطر المرتبطة بهذه الأخيرة، كما ساهمت عمليات متابعة مخاطر القرض ودعم القرض في تحديد نوعية القروض.

الشكل رقم (8): توزيع القروض البنكية بوجود وغياب التوريق



Source : Michèle Ceresoli, Michel Guillaud, Titrisation, Gestion financière de la banque, Paris, éditions ESKA, 1992, pp. 39- 40.

- المساعدة على خفض تكلفة التمويل: يعتبر التوريق كأداة لتوزيع مصادر إعادة التمويل، وتعرف آلية إعادة التمويل على أنها "التكلفة المرجحة لمصادر التمويل وفقا لهيكلية الترحيحات المطبقة على مختلف الموارد"⁽⁵⁶⁾.

كما تعرف كذلك على أنها "القرار الذي يضمن من خلاله بنك مركزي تمويل (مع فائدة) عملية المؤسسة مالية وذلك بعد أن قامت هذه الأخيرة مسبقا بمنح قرض أو شراء ورقة مالية"⁽⁵⁷⁾.

وتتعلق عملية إعادة التمويل خاصة بالسوق فيما بين البنوك وسوق السندات، ففي إطار عملية إقراض تقليدية يلتزم البنك المقرض بحماية المودعين ضد مخاطر التعثر عن التسديد للمقترضين وذلك بتجميد حجم معين من الأموال الخاصة بالنظر للمبالغ المقرضة، ويزول هذا الالتزام في إطار عمليات التوريق حيث يتم تحويل خطر التعثر عن التسديد للمستثمرين، كما يستفيد البنك من أثر الرفع نتيجة للمبالغ الناتجة عن عملية التنازل عن القروض⁽⁵⁸⁾، حيث يتم التمويل تحت إمضاء آخر (إمضاء FCC) وذلك بإصدار أوراق مالية ذات نوعية جيدة وبذلك يتم الحصول على (FCC) ذا إمضاء جيد مقارنة بالبنك المتنازل وهو ما يمكنه من تعبئة موارد بشروط أقل تكلفة. والجدول الموالي يوضح نقاط التشابه والاختلاف بين التمويل فيما بين البنوك والتمويل عن طريق التوريق:

الجدول رقم (2): التمويل فيما بين البنوك وعن طريق التوريق

تمويل عن طريق التوريق	تمويل عن طريق سوق فيما بين البنوك أو سوق السندات
<ul style="list-style-type: none"> ← تصنيف من قبل وكالات التصنيف ← عمولة التوظيف ← عمولة التنظيم ← علاوة الخطر على التصنيف الممنوح لـ (FCC) 	<ul style="list-style-type: none"> ← تصنيف من قبل وكالات التصنيف ← عمولة التوظيف ← علاوة الخطر على إمضاء مؤسسة الإقراض

Source : Thierry Garnier, Corynne Jaffaux, La titrisation, Aspects juridique et financier, Paris, Economica, p.46.

إلا أنه وللتأكد من انخفاض تكلفة إعادة التمويل لا بد من مقارنة أرباح العملية والتكاليف المتولدة عنها وذلك من خلال التكلفة المتوسطة للتمويل التقليدي عن طريق إصدار أوراق مالية على مستوى السوق المالية وهامش الحصص المصدرة وتكاليف عملية التوريق في حد ذاتها (59).

- **التكلفة المتوسطة للتمويل التقليدي عن طريق إصدار أوراق مالية على مستوى السوق المالية:** ترتبط تكلفة إصدار الأوراق المالية من قبل مؤسسة مالية بشروط السوق في لحظة الإصدار وبالخطر المرتبط بالمصدر، بينما التوريق فهو مورد أين التكلفة لا تتبع تصنيف المقترض لأن تصنيف الحصص المصدرة يكون تبعاً للأصول المستند إليها والتدفقات الناتجة عنها؛

- **هامش الحصص المصدرة:** من بين الفوائد التي يجنيها البنك من خلال التوريق هو التصنيف الجيد للحصص المصدرة والذي يكون أفضل من تصنيف البنك المتنازل وذلك لوجود آلية الضمان، حيث يسمح التوريق لهذا الأخير بتحويل قروضه دون اللجوء للإستدانة وكل هذا من أجل تعظيم تسيير المخاطر، ومن جهة أخرى فإن التوريق هو خيار التمويل الأقل تكلفة من القرض السندي أو فيما بين البنوك لأن الحصص المصدرة ذات نوعية جيدة وهو ما نجم عنه علاوة خطر أقل⁽⁶⁰⁾، كما أن شروط الإصدار من خلال المعدل الممنوح للمستثمرين يجب أن يكون ملائماً لمؤسسات الإقراض التي تتحمل تكلفة قرض أقل من تلك لنظام التمويل التقليدي⁽⁶¹⁾؛

- **تكاليف عملية التوريق:** يمكن تقسيم تكاليف عملية التوريق إلى مصاريف مرتبطة بالتركيب وأخرى مرتبطة بتسيير (FCC)، بالإضافة إلى مكافأة المستثمرين المكتسبين في الحصص⁽⁶²⁾، وتنقسم التكاليف الناتجة عن تركيب عملية التوريق إلى:⁽⁶³⁾

- مصاريف إنشاء (FCC) وتمثل من 0.1% إلى 0.25% من المبالغ الإجمالية للقروض المتنازل عنها؛

- عمولة المنظم وتمثل ما بين 0.15% و 0.35% من المبالغ الإجمالية للقروض المتنازل عنها؛

- عمولة الضمان والتوظيف للأوراق المالية والتي تمثل من 0.25% إلى 0.5% من المبلغ الاسمي للحصص المصدرة؛

- مصاريف التسيير المرتبطة بعمل (FCC) والمقدرة ما بين 0.15% و 0.30% من المبلغ الإجمالي للقروض المتنازل عنها؛

هـ- مكافأة وكالات التصنيف؛

- **تحويل خطر المعدل:** ينتج خطر المعدل عن وجود إسناد غير تام بين الاستخدامات والموارد في ميزانيات البنوك، ويسمح عدم التوطيد للقروض المتنازل عنها المؤسسات الإقراض بالتحويل لـ (FCC) المخاطر المرتبطة بمهاته القروض والتي كانت سابقا متحملة عن طريق الأموال الخاصة، وفي نفس الوقت يمكن أن يعف البنك من إدارة خطر المعدل الذي لا توجد من أجله التغطية المعتادة عن طريق عقود مبادلة (Swaps) خارج الميزانية، ولا بد من الإشارة أن تحويل القروض يتم بملكية كاملة.

ويسمح نظام "قرض رهن عقاري مورق" بتخفيض المخاطر المحتملة في الميزانية، حيث يتعلق الأمر بتخفيض خطر السيولة من جهة وذلك لأن القرض لن يعاد تمويله من قبل المقرض، ومن جهة أخرى بتخفيض خطر معدل الفائدة الناجم عن إعادة التفاوض، هذا إضافة إلى مخاطر التعثر عن التسديد كون أن كل المخاطر قد تم تحويلها للمستثمرين أو لشركات التأمين⁽⁶⁴⁾،

- **المساعدة على احترام معايير نسبة الملاءة الدولية:** قد يرغب البنك في مباشرة بعض الأنشطة المربحة خارج الميزانية والتي لا تستخدم رأس مال البنك مثل التوريق، فلو كان لدى البنك قرضا مشكوكا في تحصيله أو على وشك أن يكون معدوما يكون البنك عندئذ مضطرا لتكوين مخصص له في الميزانية ومن الأفضل للبنك في هذه الحالة توريق هذا القرض، وعليه فإن شطب الدين المعدوم من الميزانية يرفع من كفاءة البنك وجدارته بسبب ارتفاع معدل رأس المال/الأصول⁽⁶⁵⁾ وهو ما يسمح بالتخفيف من الثقل المرتبط باحترام القيود الاحترازية، وتنجم عن كل عملية توريق نتيجة فورية هي تحسين النسب النظامية خصوصا نسب الأموال الخاصة⁽⁶⁶⁾، إذن فالدافع من وراء عملية التوريق هو تقليص حجم الميزانية من أجل تحسين نسبة الملاءة المالية للبنك وتخفيف احتياجات إعادة التمويل.

1- تحسين نسبة الملاءة المالية في غياب التوريق: من أجل احترام نسبة الملاءة المالية لم يكن أمام البنوك سابقا سوى حلين:

أ- التأثير على جانب الخصوم للميزانية بتعزيز الأموال الخاصة عن طريق رفع رأس المال أو تفضيل التمويل الذاتي؛

ب- التأثير على جانب الأصول وذلك بالتمييز بين مختلف القروض الممنوحة، عن طريق ترشيد السياسة الإقراضية الدراسة الدقيقة لملفات القرض والرقابة الصارمة⁽⁶⁷⁾.

لذا ومن أجل احترام هذه النسبة فإن البنوك مدعوة لتقوية أموالها الخاصة إما عن طريق الرفع من حصة الأرباح الموضوعة كاحتياط، مع العلم أن تكوين على هذا الأخير يصبح غير مؤكد عندما تنخفض الهوامش التجارية للبنوك، أو عن طريق عملية الرفع من رأس المال والتي يصبح من الصعب تحقيقها نظرا لكلفتها حيث لا يمكن اللجوء إليها باستمرار، لذلك أصبح من الأفضل للبنوك تخفيض إلزاماتها (حجم أصولها) ويعد التوريق الآلية المناسبة لإيجاد الحل الملائم؛

2- تحسين نسبة الملاءة المالية عن طريق التوريق: يرجع تأثير التوريق على مردودية الأموال الخاصة للميزانية لانخفاض تكلفة إعادة التمويل للقروض المورقة ولفائض قيمة التنازل عنها.

والسؤال المطروح إلى أين مدى يمكن أن يحسن التوريق من مردودية الأموال الخاصة؟ إن إعادة التمويل للحصص المتنازل عنها تتم دون اللجوء للأموال الخاصة باستثناء الحصص التابعة وذلك إذا تم الاحتفاظ بها في ميزانية البنك المتنازل، كما يساعد التوريق على تخفيف ميزانية هذا الأخير بتحسين السيولة.

ووفقا للجنة بازل فإنه من بين المتطلبات لمعرفة تحويل مخاطر القروض في إطار عمليات التوريق نجد ما يلي:⁽⁶⁸⁾

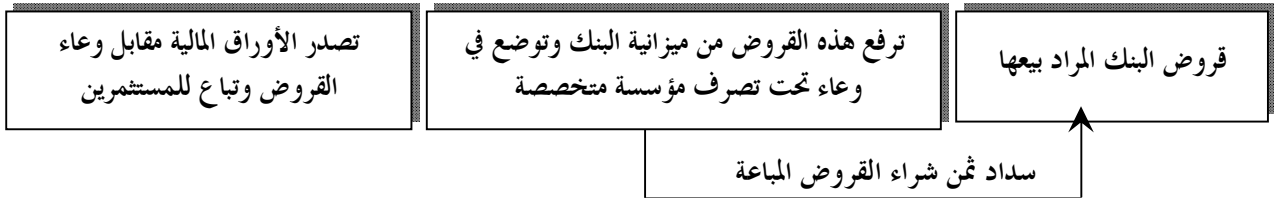
✓ بإمكان البنك المتنازل استبعاد المبالغ التي تم توريقها إذا تم تحويل المخاطر المرتبطة بالقروض لطرف ثالث ولا يحتفظ البنك المتنازل بأية مراقبة فعلية أو غير مباشرة على المبالغ المحولة؛
✓ يحق للبنك المتنازل إعادة شراء القروض المتنازل عنها (clean-up call) بشرط أن لا تكون ممارسة هذا الخيار ملزمة في شكلها ومحتواها، كما لا يجب أن تتجاوز المبالغ 10% من المبلغ الإجمالي الأولي⁽⁶⁹⁾.

إن البنوك التي تستعمل المدخل المعياري لخطر القرض يجب أن تستعمل نفس المدخل للمبالغ التي تم توريقها وذلك عندما تكون المبالغ المورقة من نفس الطبيعة.

وعليه فإن للتوريق تأثيراً على نسبة الملاءة المالية وذلك بإحراج بعض القروض من الميزانية، حيث يتم إلغاء مبالغ القروض المورقة عند حساب المتطلبات من الأموال الخاصة مما يؤدي إلى تحسين هذه النسبة*.

لقد كان التوريق مع "بازل I" أداة للتحكيم الاحترازي والذي يمكن تعظيمه عن طريق توريق القروض الأقل مخاطرة، لكن مع "بازل II" فإن التوريق سيكون أداة لتسيير مخاطر القروض للميزانية وذلك عن طريق ضرورة إعادة حساب الاحتياحات من الأموال الخاصة قبل التوريق والاختيار بين الاحتفاظ بالقروض في الميزانية أو التنازل عنها (تنازلاً كلياً أو جزئياً)، ويبقى التوريق مع ذلك أداة لإعادة التمويل.

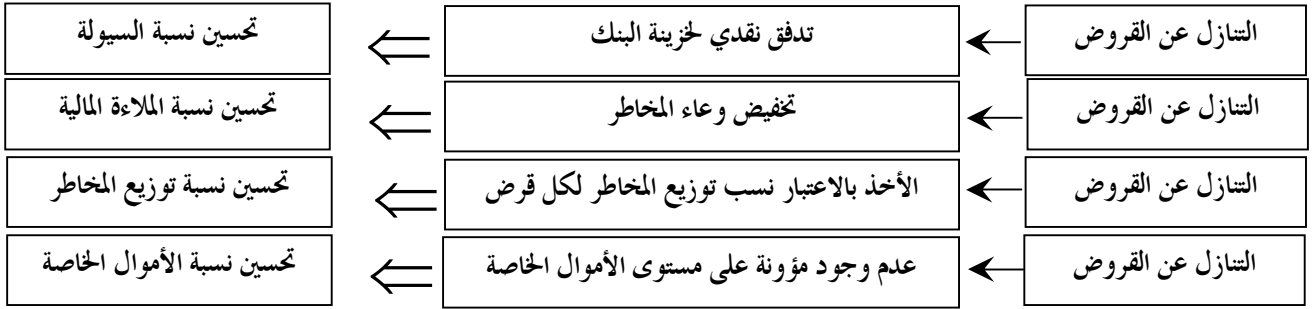
الشكل رقم (9): توريق القروض البنكية يؤدي إلى تكوين أموال جديدة



المصدر: مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، القاهرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، 2001، ص. 242.

2- الأثر الجزئي للتوريق: ظهرت مع عمليات التوريق رؤية جديدة لتسيير المؤسسة البنكية التي وجدت أسسها في النماذج النظرية المطورة منذ عدة سنوات بالولايات المتحدة الأمريكية، وقد وجدت هذه النماذج مناخاً جديداً بإدماجها لبعض الانشغالات المرتبطة بإدارة خطر المعدل وبصفة عامة بإدارة أصول/خصوم للبنوك، ومتابعة في هذا الاتجاه أصبح من الممكن تبني قواعد إستراتيجية جديدة للتسيير وهي قاعدة (3R) (إعادة التمويل Refinancement، نسب Ratios، مخاطر Risques)⁽⁷⁰⁾، حيث أدى التوريق كتنقنية جديدة لتسيير الميزانية إلى تخفيض مخاطر القروض مما نتج عنه تحسين في النسب الاحترازية للبنوك ومن ثم اقتصاد في التكاليف.

الشكل رقم (10): تأثير التوريق على مختلف النسب الاحترازية



المصدر: من إعداد الباحثة

كان الجيل الأول للنماذج التي تُظهر سلوك المؤسسة البنكية موجهًا لإدارة جانب الأصول من الميزانية البنكية والتي حاولت تحديد المستوى الأمثل للاحتياطات ولمكونات محفظة الأوراق المالية، أما الجيل الثاني من النماذج فيهتم بجانب الخصوم من الميزانية ولمشاكل الودائع والأموال الخاصة للبنك⁽⁷¹⁾، ومنذ بداية سنوات الثمانينيات تطورت هاته النماذج نحو إدارة أصول/خصوم، وفي هذا الإطار الجديد للدراسات نشأت المداخل النظرية الحديثة للمؤسسة البنكية والتي تركز على تسيير النسب الاحترازية وتقدير المخاطر البنكية.

إن إدخال التوريق كأداة جديدة لإدارة الميزانية على مستوى إدارة أصول/خصوم أدى إلى تحول في الوظائف التقليدية للمؤسسة البنكية، حيث يخفض التوريق من نشاط التحويل للبنوك (موارد قصيرة الأجل لتمويل طويل الأجل) لصالح نشاط مركز على السمسرة، كما يؤدي إلى تقييم وتسيير أفضل للمخاطر البنكية، ويمكن إيجاد علاقة سببية بين أهمية نشاط التحويل ومستوى الخطر المرتبط بمعدل الفائدة المتحمل من قبل البنك، حيث أن التطاير المتزايد لهاته المعدلات والمتزامن خاصة مع معدل تضخم مرتفع له انعكاسات سلبية على الميزانيات البنكية، لذا فإن عدم التوازن في إطار عملية الإسناد (أصول/خصوم) على مستوى الميزانيات البنكية يمكن تحليله عن طريق الأخذ بعين الاعتبار وظيفتين أساسيتين هما: تحويل الأصول والسمسرة⁽⁷²⁾.

إن التوريق المربح بإمكانه أن يرفع من مردودية الأموال الخاصة وذلك برفع الحجم المورق، فالعلاقة بين هذا الأخير ومردودية الأموال الخاصة يُتَحَصَّل عليها بتنوع المبلغ المورق، كما تُظهِر هذه العلاقة أثر الرفع المالي للتوريق على هذه المردودية، ومن أجل تبيان مدى تحسين التوريق لمردودية الأموال الخاصة لابد من تجزئة أثره عليها وذلك بتقسيمها إلى أموال خاصة مستندة للقروض المتبقية في الميزانية وأخرى مستندة للحصة التابعة التي تبقى في الميزانية، ويظهر هذا التقسيم الشرط الذي يجب توفره حتى يحسن التوريق من مردودية الأموال الخاصة.

وإذا كان التوريق يحول القروض الجامدة إلى وعاء من الأوراق المالية المحاطة بعدة ضمانات، إذا فلا بد وأن تكون لعملية التوريق قيمة مضافة تتمثل في تلك الخصائص الاستثمارية للأوراق المالية المصدرة والتي يمكن إجمالها في الجدول التالي:

الجدول رقم (2): القيمة المضافة من خلال عملية التوريق

الأوراق المالية بعد التوريق	القروض قبل التوريق
- سائلة وقابلة للتداول؛	- غير سائلة؛
- السوق يحدد القيم يوميا من خلال أسواق التداول؛	- تقييم الضمانات الإضافية دوري وغير موضوعي؛
- تقوم أطراف أخرى مثل وكالات التقييم بذلك؛	- يقوم المنشئ بتقدير المخاطر؛
- تكاليف المنشئين المنخفضة؛	- تكاليف المنشئين المنخفضة مرتفعة؛
- سوق المستثمر محلي ودولي؛	- سوق المستثمر محلي؛
- الشروط والمعدلات المقدمة للمقترض متعددة.	- الشروط والمعدلات المقدمة للمقترض محدودة.

المصدر: عبيد علي أحمد الحجازي، التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري، الطبعة الثانية، القاهرة، دار النهضة العربية، 2001، ص. 34.

الخلاصة:

يمكن أن تؤدي نتائج عمليات التوريق إلى تعديل السلوك الإقتراضي للمؤسسات، كما يمكن أن تكون لها انعكاسات إيجابية في تخفيض الخطر المالي الإجمالي لها والرفع من قدرتها على الاستدانة، ويمكن للمستثمر أيضا أن يحقق العديد من المزايا من خلال توظيفاته في الحصص المصدرة.

يتمح التوريق للمستثمر منتجات متنوعة من حيث آجال الاستحقاق ومن حيث التوليفة (عائد / مخاطرة) للحصص المصدرة، ويعد البحث عن عائد مغرٍ حافزا للتدخل على مستوى هذه السوق، حيث أن أغلب الحصص المقدمة للجمهور من قبل (FCC) تحمل تصنيفا جيدا (AAA) وذلك لاستفادتها من آليات الضمان.

يسمح التوريق للمؤسسات بالاستفادة من مصدر تمويل دائم بتكلفة أقل من تلك للاقتراض البنكي، فالمؤسسات الراغبة في توريق ديونها التجارية لا بد أن تمتلك تجهيزات معلوماتية قادرة على ضمان متابعة عمليات التوريق بالإضافة إلى الجانب المحاسبي، ويعد التوريق أداة فعالة لإعادة تشكيل جانب الأصول في الميزانية وهو ما يسمح بأحسن تخصيص للأموال الخاصة، كما أنه يعد طريقة لتسيير خطر العميل والذي يمكن تحويله للمستثمرين.

هناك بعض السلبات المرتبطة بعملية التوريق والتي تتعلق أساسا بالصعوبات والتعقيدات الناجمة عن وضعها حيز التنفيذ من جهة، ومن جهة أخرى بالهدف المراد تحقيقه من قبل البنك المتنازل، فبالنسبة لهذا الأخير فإن إجراءات تركيب مثل هذه العملية معقدة وتتطلب تدخل العديد من الأطراف، إضافة إلى الحجم الكبير من المعلومات القانونية والمحاسبية والجبائية اللازمة لشفافية العملية، حيث يبذل جهد كبير في سبيل الحصول على تصنيف جيد للأوراق المالية المصدرة.

كما يواجه البنك المتنازل مخاطر مرتبطة بالأصول المتبقية في ميزانيته (حجم القروض المورقة بالنسبة لمجموع الميزانية) لذا يجب عليه السهر على نوعية وتوازن ميزانيته، كما يجب أن تحرص سلطات الرقابة على ألا يؤدي التوريق إلى إنخفاض نوعية الأصول المسيرة من قبل النظام البنك.

وهناك خطر آخر متعلق بنتائج إفلاس البنك المتنازل، حيث ينظر لهذا الأمر من زوايا مختلفة وفقا لمختلف الأنظمة القانونية للدول خاصة في حالة دمج المدفوعات المتعلقة بالأصول المورقة مع تلك الناتجة عن أنشطة أخرى للبنك المتنازل، ويسمى هذا الخطر من قبل وكالات

التصنيف بخاطر دمج الأموال (risque de mixage) ، لذا لا بد من البحث عن طريقة يتم من خلالها فصل التدفق المالي للأصول المورقة عن حقل إفلاس البنك المتنازل.

الهوامش:

- ¹- Guy Caudamine, Jean Montier, **Banque et marchés financiers**, Paris, Economica, 1998, p. 267.
- ²- Jean-Pierre De Cormis, Isabelle Roseau, **L'Arrangeur conseiller du cédant**, Revue d'économie financière, N°61, Septembre 2000, pp. 1-2.
- ³- Thierry Granier, Corynne Jaffaux, **La Titrisation, Aspects juridique et financier**, Paris, Economica, 1997, p. 27.
- ⁴- Michel Dubernet, Gestion Actif-Passif et tarification des services bancaires, Paris, Economica, 1997, p. 235.
- ⁵- Ibid, p.236.
- ⁶- Hamza Lounici, market news, publication mensuelle de l'activité commercialisation de Sonatrach, Alger, 2004, N° 8, « **Les agences de notation financière, un pouvoir considérable** », p.2.
- ⁷- Jean-Yves Caminade, Paul Mazataud et autres, **La valeur ajoutée de la notation dans les opérations de titrisation**, Revue d'économie financière, N°60, Septembre 2000, p.5.
- ⁸- [6476-1.pdf](http://www.amf-france.org) de www.amf-france.org, **La notation en matière de titrisation**, le 31/1/2006, autorité des marchés financiers, p.10.
- ⁹- لقد وضعت لجنة بازل للرقابة البنكية شروطا معينة من أجل حساب متطلبات الأموال الخاصة في إطار عمليات التوريق، منها ما تعلق بالشروط التي يجب أن تتوفر في البنك حتى يمكن إعتباره كمؤسسة متنازلة، ومنها أن يكون البنك بصفة مباشرة أو غير مباشرة مصدراً للتعرضات المستند إليها في العملية (Expositions de titrisation) والتي يمكن أن تتضمن أوراقا مستندة لأصول، قروض للرهن العقاري، مشتقات القرض...الخ.
- ^{*} - crédit relais: وهو قرض يسبق إعداد عملية مالية أو عملية إقراض، له خاصية التحقق الأكيد. ورد هذا التعريف في: Ammour Benhalima, **Lexique de Banque**, Alger, éditions Dahlab, 2000, p. 19.
- ¹⁰- عبيد علي أحمد الحجازي، التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري، الطبعة الثانية، القاهرة، دار النهضة العربية، 2001 ص.21. - بتصرف -.
- ¹¹- **الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية**، المؤرخة في 12 صفر 1427هـ، الموافق لـ 12 مارس 2006، العدد 15، المادة 2، ص.14.
- ¹²- Ibid, p.37.
- ¹³- James Rosenthal, Juan Ocampo, op. cit., p. 33.
- ¹⁴- voire: Charlotte Ferté, Philippe Cassette, op. cit., pp. 66-67.
- ¹⁵- Michèle Ceresoli, Michel Guillaud, **Titrisation, Gestion financière de la banque**, Paris, Editions ESKA, 1992, p. 85.
- ¹⁶- Ibid, p.91.
- ¹⁷- **الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية**، المؤرخة في 12 صفر عام 1427هـ الموافق لـ 12 مارس 2006، العدد 15، ص.14.
- ¹⁸- Thierry Granier, Corynne Jaffaux, **La titrisation, aspects juridique et financier**, 2^{ème} édition, Paris, Economica, 2004, p.87.
- ¹⁹- Ibid, pp. 89-90.
- ²⁰- Thierry Granier, Corynne Jaffaux, op. cit., pp. 66-67.
- ^{*} - وذلك تفاديا لحدوث اضطرابات في تحصيل التدفقات النقدية المنفذة من قبل المقترضين و تلك المسددة للمستثمرين في الحصاص المصدرة.
- ²¹- Antoine Frachot, Christian Gouriéroux, **Titrisation et remboursements anticipés**, Paris, Economica, 1995.
- p. 38.
- ²²- www.europeansecuritisation.com/esfcurrentISS.shtml#legReg
- ²³- Thierry Granier, Corynne Jaffaux, op. cit., p. 49.
- ²⁴- Thierry Granier, Corynne Jaffaux, 2^{ème} édition, op. cit., p. 146.
- ²⁵- Jean-Michel Cicile, op. cit., p. 69.
- ²⁶- Antoine Sardi, **Audit et Contrôle interne Bancaires**, Paris, édition Afges, 2002, pp. 838-839.
- ²⁷- Ibid, p.840.
- ²⁸- Janet Tavakoli, **Collateralized Debt Obligations & Structured Finance, New developments in cash & synthetic securitization**, New York, Wiley Finance, 2003 p. 26.

- ²⁹ - Thierry Granier, Corynne Jaffeux, 2^{ème} édition, op. cit., p. 106.
- ³⁰ - Robert Ferrandier, Vincent Kôen, **Marchés de capitaux et Techniques financières**, 4^{ème} édition, Paris, Economica, 1997, p. 175.
- ³¹ - Thierry Granier, Corynne Jaffeux, 2^{ème} édition, op. cit., pp. 102-106.
- ³² - Ibid, pp.45-46.
- ³³ - Jean-Pierre De Cormis, Isabelle Roseau, **L'arrangeur, conseiller du cédant**, op. cit., p. 2.
- ² - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص. 448.
- ³⁵ - المرجع السابق، ص. 448-449.
- ³⁶ - Thierry Garnier, Corynne Jaffeux, op. cit., pp. 116-117.
- ³⁷ - Sylvie de Coussergues, **Gestion de la banque, de diagnostic à la stratégie**, 3^{ème} édition, Paris, Dunod, 2003, p. 4.
- * - قروض عقارية، قروض للاستهلاك، قروض سيارات وغيرها من القروض الممنوحة للأفراد.
- ³⁸ - Ibid, p.14.
- ³⁹ - Thierry Granier, Corynne Jaffeux, 2^{ème} édition, op. cit., pp. 114-118.
- ⁴⁰ - Charlotte Ferté, Philippe cassette, op. cit., p. 62.
- ⁴¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص. 444.
- ⁴² - Charlotte Ferté, Philippe Cassette, op. cit., pp. 75-76.
- ⁴³ - Joël Bessis, Joël Bessis, **Gestion des risques et Gestion actif-passif des banques**, Paris, Dalloz, 1995.
- p. 277.
- ⁴⁴ - يوجد هناك أيضا فارق القيمة بالمعدلات والهوامش "**surdimensionnement en taux et marges**"، فإذا كانت لدينا محفظة قروض عقارية ذات معدل 15% ومكافأة الحصص المصدرة 10% ومصاريف تسيير وتغطية المخاطر 1%، فإن الهامش المتولد بسبب اختلاف المعدلات هو 4% أي (15% - 10% - 1%).
- ⁴⁵ - Thierry Granier, Corynne Jaffeux, 2^{ème} édition, op. cit., p. 121.
- ⁴⁶ - Michèle Ceresoli, Michel Guillaud, op. cit., p. 66.
- ⁴⁷ - Robert Ferrandier, Vincent Kôen, op. cit., p. 170.
- ⁴⁸ - Thierry Azarchs, **Titrisation quel impact sur la solvabilité des banques ?**, Banque Magazine, N° 638 juillet/août 2002, p.22.
- ⁴⁹ - Christian De Boissieu, **La titrisation une mise en perspective**, revue d'économie financière, N° 62, Septembre 2000, p. 2.
- ⁵⁰ - Thierry Granier, Corynne Jaffeux, 2^{ème} édition, op. cit., p. 190.
- ⁵¹ - Frederic Mishkin & autres, **Monnaie, Banque et Marchés financiers**, 7^{ème} édition, Paris, Pearson Education, 2004, p.406.
- ⁵² - Richard Bruyère, op. cit., p. 210.
- * - هناك (CDO) **تقليدية** (titrisation conventionnelle) حيث يتم تنفيذ بيع حقيقي لمحفظة القروض ويطلق عليها عمليات "مركبة مع إعادة التمويل"، و(CDO) **تركيبية** أين يتم تحويل التدفقات (الأصل + الفوائد + خطر التعثر عن التسديد) للمستثمر عن طريق مشتقات القرض ويطلق عليها عمليات "مركبة دون إعادة التمويل". ولمزيد من المعلومات الرجوع إلى: Janet 29-34 Tavakoli, op. cit., pp.
- ⁵³ - Janet Tavakoli, op. cit., p. 13.
- ⁵⁴ - Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, op. cit., p. 101.
- ⁵⁵ - Harold Rose, L'Art de la finance, **La titrisation : Un concept porteur de valeur**, Paris, Village Mondiale éditions, 1998, p.213.
- ⁵⁶ - Joël Bessis, op.cit, p.284.
- ⁵⁷ - Marie Delaplace, **Monnaie et Financement de l'économie**, Paris, Dunod, 2003, p.127.
- ⁵⁸ - Thierry Granier, Corynne Jaffeux, 2^{ème} édition, op. cit., p. 176.
- ⁵⁹ - Idem.
- ⁶⁰ - www.maghrebtitrisation.ma/jsp/produits/titrisation.jsp
- ⁶¹ - James Rosenthal, Juan Ocampo, op. cit., p. 1.
- ⁶² - Michel Dubernet, op. cit., p. 243.
- ⁶³ - Thierry Granier, Corynne Jaffeux, 2^{ème} édition, op. cit., p. 178.

⁶⁴- Charlotte Ferté, Philippe Cassette, op. cit., p. 75.

⁶⁵- عبيد أحمد الحجازي، مرجع سابق، ص.16.

⁶⁶- مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، القاهرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، 2001، ص.243.

⁶⁷- Janet Tavakoli, op. cit., p. 6.

⁶⁸- Antoine Sardi, **Bâle II**, Paris, Afges éditions, 2004, 227.

⁶⁹- Ibid, p.225.

* - يتم تخفيض المبلغ المورق من الأموال الخاصة النظامية بنسبة 100% ويمكن أن تكون التخفيضات صافية من كل مؤونة خاصة مشكلة لمبالغ القروض المورقة ولمزيد من الإطلاع الرجوع إلى: تقرير لجنة بازل للرقابة البنكية 2004، مرجع سابق، ص. 102 - 103.

⁷⁰- Michèle Cersoli, Michel Guillaud, op. cit., p. 165.

⁷¹- Ibid, p.154.

⁷²- Ibid, p.155.