

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

المعهد العالي للدراسات المصرفية والمالية
أمانة البحوث والتوثيق

المنتدى المصرفي السابع والأربعون

صناعة التوريق
Securitization Industry

اعداد وتقديم:

الاستاذ/ فتح الرحمن على محمد صالح

بسم الله الرحمن الرحيم

صناعة التوريق

Securitization Industry

المحتويات

مقدمة:

تطور أنماط التمويل الدولية

مفهوم التوريق وماهيته

الأهمية الاقتصادية لصناعة التوريق .

أشكال التوريق .

هيكل عملية التوريق .

الجوانب الشرعية للتوريق وامكانية تطبيقه علي السوق السوداني

مقدمة :

يشكل التمويل سواء للأغراض التوسعات الرأسمالية أو التشغيلية البعد الأساسي في لنجاح المشروعات علي اختلاف طبيعتها وظروفها ، وذلك بجانب العوامل الأخرى المحيطة بظروف التشغيل الداخلية للمنشأة المعينة بالإضافة إلى كيفية تأقلمها مع الظروف المحيطة بها ولا تكمن المسألة في التمويل بحد ذاته بل تمتد أيضا إلى نوعيته ، وآجاله ، وتوقيته بالإضافة إلى تكلفته باعتبارها من المحددات الأساسية تؤخذ في الاعتبار عند التقرير بشأن خطط الإنتاج وسياساته في المؤسسات . وتتعدد مصادره بدءا من التمويل الذاتي ، ومرورا بالاقتراض من النظام المصرفي إلى الاعتماد علي السوق المالية باستخدام أدوات الملكية (الأسهم) ، وفي مرحلة لاحقة أدوات المديونية (صكوك التمويل) ، وانتهاء بعمليات الاعتماد علي مصادر أو أصول ذاتية تميز المنشأة عن غيرها في استدرار التمويل عن طريق عمليات التوريق. وبالتالي فان الأهمية المتعاظمة التي كانت تتمتع بها مؤسسات التمويل التقليدية كالمصارف مثلا واحتكارها للجزء الأعظم من عرض التمويل في فترة زمنية معينة أصبحت الآن في مواجهة بدائل نوعية وذات طبيعة تنافسية بمزايا متعددة تلائم اختيارات الكثير من المؤسسات. ويتأسس علي ذلك نتيجة هامة عي قرب سوق التمويل من التنافسية وفي ذلك منافع متنامية للاقتصاد ككل .

أهداف الورقة : تهدف الورقة بصورة محددة للآتي :

- 1- تسليط الضوء علي موضوع التوريق Securitization باعتباره من الموضوعات المهمة التي سادت في عالم التمويل واصبح الآن صناعة راسخة في عالم الإبداع المالي
- 2- دراسة إمكانية تعميق استخدام مفهوم التوريق والاستفادة منه في سوق السودان وبالذات للمؤسسات المالية والمصرفية بصفة خاصة وبقية قطاعات الاقتصاد الحقيقية بصفة عامة مع الوضع في الحسبان الاعتبارات الشرعية المناسبة لعملية التوريق ومدى ملاءمتها للظروف التشريعية والقانونية للسودان .

تنظيم الورقة :

تنظم الورقة في ثلاثة أقسام يناقش القسم الأول تعاقب أنماط التمويل الدولية المختلفة التي سادت منذ نهاية الحرب العالمية الثانية وحتى الآن ، بينما يناقش القسم الثاني ماهية التوريق وأهميته الاقتصادية وأشكاله المختلفة ، القسم الثالث يوضح هيكل عمليات التوريق Securitization Structure و القسم الأخير يتعلق بالجوانب الشرعية للتوريق وامكانية تطبيقه علي السوق السوداني .

القسم الأول

تطور أنماط التمويل الدولية

يمكن التمييز بين أربع فترات يمكن فيها ملاحظة التغيرات التي طرأت علي أنماط التمويل الدولية . هذه الفترات هي :

الفترة الأولى : وتمتد من نهاية الحرب العالمية الثانية إلى العام 1973 حيث كان التمويل الدولي السائد يستند أساسا علي المساعدات الإنمائية الرسمية وبدرجة اقل علي الاستثمارات المباشرة .

الفترة الثانية : تمتد من العام 1973 حتى تاريخ تفجر أزمة المديونية الخارجية العالمية في العام 1982 (المكسيك) ، إلى جانب ارتفاع أسعار البترول واقترانها بنمو ضخم في حجم السيولة الدولية ، بالإضافة إلى أن بلدان الفوائض البترولية لم تكن لديها التجربة ولا المؤسسات الكافية للقيام باستثمارات خارجية مباشرة علي نطاق واسع . وبالتالي كان المخرج لذلك إيداعها لدي البنوك التجارية العملاقة في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية الأمر الذي ضخم من سيولتها ، ومع ضيق مواعين الاستيعاب وتدوير الدولارات البترولية Petro-dollars في بلدان هذه البنوك كانت النتيجة دخولها علي نطاق واسع في تمويل البلدان النامية عن طريق القروض المشتركة أو المجموعة Syndicated Loans تحت قيادة أحد البنوك العملاقة لتسهيل عملية إدارتها بسبب ضعف خبرات بعض البنوك العالمية في التعامل مع ظروف التنمية بالدول النامية . وساعد أيضا في النمو الانفجاري للقروض التجارية للبلدان النامية ظهور بنوك الافشور Offshore Banks .

أدت هذه التغيرات لان يصبح نمط التمويل السائد عالميا هو القروض التجارية (بنسبة 65% مقابل 35 % للمساعدات الإنمائية) .

الفترة الثالثة : بدأت هذه الفترة مع تفجر أزمة المديونية الخارجية علي اثر إعلان المكسيك توقفها عن سداد ديونها في العام 1982 ، واثر ذلك تمثل في الانكماش الفجائي الكبير في حجم القروض التجارية بسبب ارتفاع مخاطر السداد . وأيضا من تأثيرات الأزمة التغيرات الكبيرة التي طرأت علي نوعية المساعدات الإنمائية الرسمية حيث أصبحت تخضع لشروط جديدة مرتبطة بإجراء إصلاحات اقتصادية وتبني برامج تكيف هيكلي مع صندوق النقد الدولي بحزمه المعروفة .

وكان من شأن هذه التطورات أن تعاضمت أهمية الاستثمارات الأجنبية Foreign Direct Investment ، وكونت هذه الاستثمارات مع المساعدات الأجنبية ما نسبته 85 % من مصادر التمويل .

الفترة الرابعة : بدأت الفترة الرابعة بنهاية عقد الثمانينات ومعها طرأ تحول واضح في نمط التمويل الدولي حيث بدأ يطغي أسلوب التمويل من خلال الأوراق المالية علي اختلاف أنواعها علي بقية المصادر . وارتبط هذا التحول بالثورة الحقيقية التي حدثت في أسواق التمويل الدولية بسبب التغيرات الجذرية في وسائل وأدوات انتقال الأموال من الوحدات ذات الفوائض إلى الوحدات الباحثة عن التمويل . ونتج ذلك بصورة أساسية نتيجة لسيادة أجواء الحرية في انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود (العولمة المالية) . وكل ذلك أدى لتغير في طبيعة أعمال المؤسسات المالية بصورة سرعت من حركة الإبداعات المالية Financial Innovations والتي تمثلت في الاشتقاقات من أدوات الملكية والمديونية التقليدية لإنتاج أدوات ثالثة بمواصفات متوافقة مع رغبات المدخرين والمستثمرين علي السواء . مثال لذلك عقود المستقبلات Futures وأسواق الخيارات Options وعمليات التحوط المالي Hedging ، وعمليات مبادلة اسعار الصرف الأجنبية والفوائد Swaps ، وكذلك العمليات غير المستندة للأموال Non-based Fund Operations . إلى جانب ذلك الاتجاه المتزايد عالميا لتحويل القروض المصرفية والموجودات المتداولة والعينية إلى أدوات أو أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية وهو ما يعرف بعمليات التوريق Securitization ، وأيضا عمليات الأوراق المالية المستندة للموجودات Assets-based Securities (ABS) . ومن وتيرة هذه ظهور الأسواق المالية الناشئة Emerging Markets . وبالتالي يمكن القول أن السمات الأساسية لعالم التمويل الجديد هي :

- 1-عالمية الأسواق المالية Globalization of Markets .
- 2-تحرير تدفق الأموال والاستثمارات Deregulation .
- 3-توريق المعاملات المالية Securitization .

وهكذا يتضح من العرض السابق مدي التطور الكبير الذي حدث في سوق التمويل الدولية وتبدل أنماطه وتغير ظروفه بصورة تفرض ضغوطا عالية علي الدول والمؤسسات المالية والمصرفية والإنتاجية المحلية تستلزم معها بالضرورة مسايرة الظروف المتغيرة لبيئة التمويل وما يستتبع ذلك من مواعمت تشريعية وفنية واقتصادية ملائمة .

القسم الثاني ماهية التوريق وأهميته الاقتصادية

تمهيد :

فكرة التوريق قديمة جدا ، وأول تجربة عملية للتوريق تاريخيا هي العملة الورقية ذات الغطاء الذهبي ، ومن بعد يمكن اعتبار عمليات استصدار اسهم وسندات الشركات عمليات توريق سادت منذ القدم . تطور مفهوم التوريق في السبعينات من القرن الماضي وخاصة في السوق الأمريكية ، حيث بدأ بالرهونات والقروض العقارية . في العام 1985 شملت قروض السيارات ، وفي العام 1997 أضيفت لها قروض المعدات وقروض التأجير والكمبيالات التجارية ، وأخيرا في العام 2000 تم إضافة العوائد المستقبلية المتوقعة وقروض التجارة ثم منتجات الملكية الفكرية . يمثل الآن حجم التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية حوالي 70 % من حجم راس المال السوقي ، وبمقدار 6 ترليون دولار .

أولا : مفهوم التوريق :

التوريق أو التسنيد هو عملية تحويل أموال منقولة أو غير منقولة معينة إلى أداة مالية محددة مفصولة الذمة ومحددة المدة ذات عائد معين أو غير محدد . كما يمكن اعتباره عملية الحصول علي الأموال استنادا علي الديون المصرفية القائمة وذلك بابتكار أصول مالية جديدة عن طريق SPV .

ثانياً : الأهمية الاقتصادية لصناعة التوريق :

يمكن تعداد المزايا التالية لعملية التوريق سواء بالنسبة للشركات المنشئة للأوراق المالية محل التوريق المصدرين Issuers ، أو المستثمرين Investors أو علي مستوي الاقتصاد ككل Economy علي النحو التالي :

- 1- ينتج التوريق أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوسطاء ، والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية مقارنة بحالة الائتمان المصرفي .
- 2- تزيد عمليات التوريق من درجة تعميق السوق المالية بالبلاد Financial Deepening (وجود عدة بدائل للمستثمرين من الأوراق المالية) .
- 3- توائم عملية التوريق بين مصادر الأموال واستخداماتها (تقليل مخاطر عدم المواءمة Mismatching - قصر اجل الموارد وطول اجل الاستخدام) .
- 4- تميز أداة التوريق بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر .
- 5- يضاعف من قدرة المنشآت علي إنشاء الأموال (تحرير الأموال - تأمين السيولة) .
- 6- يساعد علي تحسين نسبة كفاية رأس المال لانه عبارة عن عمليات خارج الميزانية Off-Balance Sheet .
- 7- يعطي عوائد اعلي مقارنة ببقية الاستثمارات المالية .
- 8- يساعد في نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP دون الحاجة إلى استثمارات إضافية .

- 9- يعتبر وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية بالبنوك والمؤسسات المختلفة Proper Risk Management وذلك بسبب أن الأصل محل التوريق مخاطره محددة بينما تكون المخاطر أكبر بالنسبة لنفس الأصل إذا كان موجودا ضمن خارطة أصول المنشأة كلها .
- 10- يزيد من قدرة المنشأة علي زيادة نشاطها دون الحاجة إلى زيادة رأسمالها .
- 11- ينتج تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها .
- 12- يساعد في تقليل درجة سيطرة الجهاز المصرفي التقليدي كمزود وحيد للتمويل . Disintermediation .
- 13- يتيح التوريق للمصارف وسائر المؤسسات المالية وغير المالية الأخرى إمكانية منح القروض ثم تحريكها واستبعادها من ميزانياتها العمومية خلال فترة قصيرة ، وبالتالي فإنه يغنيها من تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها .
- 14- إن انتشار صناعة التوريق من شأنه أن يوفر مساحة لقيام مؤسسات ترفد هذه الصناعة بالمخلات الأساسية لها وبالتالي تقوي البنية التحتية لها . من هذه المؤسسات قيام الشركات ذات الطبيعة الخاصة SPV ، وكالات التصنيف Raring Agency ، خدمات المحاسبة والمراجعة والرقابة الشرعية ، بالإضافة إلى خدمات بنوك الاستثمار . Investment Banks .
- 15- تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية ، وذلك لان عمليات التوريق تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وادارتها .
- 16- مساهمة التغيرات الدولية الحاصلة في سوق التمويل بغرض إرضاء المستثمر المحلي بدلا من انتقاله لاستهلاك هذه الخدمات في الخارج وتأثير ذلك علي ميزان العمليات غير المنظورة .
- 17- إتاحة فرص هائلة لسداد العجز في موازنة الدولة الاتحادية أو الولائية بتوفيره لموارد حقيقية غير مؤثرة سلبا علي المستوي العام للأسعار ، وبالتالي تمكينها من تمويل مشروعات التنمية الأساسية بصورة غير مكلفة .
- 18- من شأن عمليات التوريق ان تبرر سياسات نقدية اقل تقييدا للاتمان بسبب حقيقة مصادر تمويلها ، وبالتالي فان السياسات التوسعية تعطي ثقة أكبر في مناخ الاستثمار بالبلاد .
- 19- من شأن الاستخدام المكثف لعمليات التوريق وضع أسس البنية التحتية لجعل البلاد مركزا ماليا مرموقا وبأدوات أكثر جاذبية .
- 20- توفر عمليات التوريق فرصا استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مربحة .

ثالثاً : الأشكال المختلفة للتوريق :

1- توريق الديون النقدية والسلعية : يعتبر المكون الأساسي لبرنامج التوريق في هذه الحالة هو الديون المدرة للدخل والذي يتيح للمستثمر فرصة الحصول علي عائد مناسب علي استثماراته ، وبالضرورة يجب أن تتمتع هذه الديون بدرجة عالية من التصنيف الجيد .

2- التوريق العقاري (المراكز التجارية ، الفنادق ، المكاتب التجارية ، المستشفيات ، قروض الإسكان ، وغيرها) .

3- توريق وعاء Pool من الديون والموجودات .

4- توريق المنتجات الذهنية أو الملكيات الفكرية .

5- توريق المتحصلات المستقبلية .

رابعاً : البيئة القانونية والتشريعية للتوريق :

في بعض الدول يوجد قانون منفصلاً للتوريق ، وأحياناً تنظم كافة ترتيباته تحت مظلة قانون هيئة سوق المال ، كما يمكن أن تنظمه مجموعة قوانين مختلفة . وفي كل الأحوال فإن الوضوح في تنظيم جميع مسائله تبقي النقطة الحاسمة لفعالية التوريق . وتغطي الجوانب القانونية للتوريق المجالات الآتية :

1- المرونة تجاه إنشاء الشركات ذات الأغراض الخاصة SPVs .

2- عمليات استبدال الدين وبيعه Novation ، والتنازل عنه Assignment ضمن عقد القرض مع المقترض .

3- السماح بقيام الشركات الخاصة بالمتاجرة في عمليات خارج الميزانية .

4- تشجيع ضرائبي مناسب عن طريق الإعفاءات لأرباح وعوائد الأوراق المالية الناتجة عن عمليات التوريق .

5- إفصاح مالي ملائم للأغراض الاستثمارية والائتمانية وغيرها من الأغراض لكل الشركات سواء العاملة في المجال المصرفي المالي أو الإنتاجي .

6- شروط ادارج بالسوق الثانوية تتسم بالمرونة .

7- إنشاء وكالات التصنيف والبيوتات المالية للعمل كأمناء للتوريق Trustees

8- خدمات ضمان collateralization غير تقليدية تقدم بواسطة المؤسسات المختلفة .

القسم الثالث:

هيكل عملية التوريق Securitization Structure

يمكن توضيح مسار عملية التوريق من خلال الرسم البياني رقم (1)، حيث يمكن من خلاله

توضيح أطراف التوريق على النحو الآتي:

- 1- Originator
- 2- Issuer SPV
- 3- Trustee
- 4- Servicer
- 5- Rating Agency
- 6- Underwriter
- 7- Credit Enhancer
- 8- Investors

ويمكن توصيف مهام كل طرف في الآتي :

The Originator: (المورق الأصلي) :

هو المورق الأصلي (ويمكن أن يكون مصرفاً أو مؤسسة مالية أو شركة خاصة أو عامة أو مشتركة داخل البلاد أو خارجها أو جهة حكومية اتحادية أو محلية) ويقوم بالمهام التالية :

- 1- يجري Conduct التقييم العادل للأصل (أو الأصول محل التوريق) عبر أحد بيوتات التقييم المعترف بها .
- 2- يبيع الأصل للشركة ذات الأغراض الخاصة SPV بيعا فعليا وبالتالي يخرج من إطار ميزانيته العامة .
- 3- يقوم بالتصديقات اللازمة لعملية البيع .
- 4- يعتبر المورق الأصلي مصدرا للمعلومات المتكاملة عن حالة الأصل محل التوريق بالنسبة ل SPV .

The SPV, SPC, or SPE (الشركة ذات الأغراض الخاصة):

وتسمى الشركة ذات الأغراض الخاصة وهي عبارة عن جسم قانوني مستقل الذمة عن المورق الأصلي يقوم بالمهام التالية :

- 1- إعداد نشرة الإصدار للورقة المالية الناشئة عن التوريق . و تركز هذه النشرة بصورة أساسية علي نوعية الأصل وادائه السابق خلال أل 3 إلى 5 سنوات الماضية)،

التدفقات النقدية المتوقعة منه ، المخاطر المحيطة به في ظل حالة الاقتصاد المتوقعة ، تصنيف الأصل الائتماني و وضعه القانوني ، وغيرها من المعلومات التي تعين المستثمر علي اتخاذ القرار في الاستثمار في الورقة المالية من عدمه) . والجدير بالذكر أن المورق الأصلي يساعد كثيرا في توفير هذه المعلومات .

2- تقوم SPV بالحصول علي التصديقات اللازمة لإصدار الورقة المالية الجديدة من هيئة سوق المال أو أية جهات حكومية خري مضمنة في عملية التصديق) .

The Trustee (الأمين):

تتمثل مهام الأمين في الآتي :

- 1- يدير محفظة الأصول وضماناتها المختلفة .
- 2- يقوم بواجب المراجعة الدورية لمحفظة الأصول .
- 3- يصدر تقريرا دوريا للمستثمرين يوضح لهم الوضع المالي والائتماني لمحفظة الأصول محل التوريق .
- 4- يأخذ علي عاتقه القيام بكافة الإجراءات القانونية عند تعثر أحد المدينين (حالة توريق الدين ، أو المستأجر في حالة توريق الإجارة) .
- 5- يدير الحساب الفائض عن عملية التوريق ويستثمره .
- 6- يقوم بتعيين آل Servicer (مساعد للأمين) .

The Servicer (مساعد الأمين):

يمكن أن تضمن كل مهام مساعد الأمين في وظائف الأمين Trustee. ويمكن توضيح هام هذا المساعد في الآتي :

- 1- المسؤولية عن جمع حصيله الديون الأصلية أو عوائد الأصل محل التوريق .
- 2- يأخذ التعليمات من الأمين ، ويمكن أن يفوضه لاداء بعض مهامه الإدارية .
- 3- يودع الأموال التي حصلها من المرق الأصلي في حساب هاخالص بذلك في الحال ، يصدر تقرير دوري للأمين وكذلك في حالة الإعسار لاحد المدينين (في حالة توريق الديون) .

Investment Banks (بنك أو بيوتات الاستثمار) :

تقوم بيوتات الاستثمار بالمهام التالية :

- 1- بتقديم بعض الخدمات الاستشارية حول عمليات التوريق المختلفة . د
- 2- مهام التغطية لإصدارات الأوراق المالية محل التوريق .
- 3- القيم بخدمات ترويج وتسويق إصدارات الورقة المالية الجديدة .

Credit Rating Agency: (مؤسسة التصنيف الائتمانية) :

تقوم بإصدار التصنيف الملائم لحالة الأصل محل التوريق ، وهذا التصنيف مؤشر لدرجة المخاطر المحيطة بالأصل المعين .

The Credit Enhancer (الجهة التي تقدم خدمات الضمان) :

يقدم خدمات الضمان للورقة المالية المصدرة نتيجة التوريق .

The Investors: (المستثمرون) :

ويقصد بهم مجموعة المستثمرين أفرادا أو شركات أو مؤسسات مالية تقوم بعملية شراء الأوراق المالية بغرض الاستثمار فيها .

ملخص لعملية التوريق :

يقوم المورق الأصلي (المقرض الأصلي - البنك مثلا) ببيع ديون منتجة أو أصل أو مجموعة أصول منتجة محددة موصوفة الذمة قبل حلول أجل استحقاقها وبرهوناتها إلى الشركة ذات الأغراض الخاصة بعد تقييمها ، . تقوم الشركة ذات الأغراض الخاصة بإعداد نشرة إصدار خاصة بالأصل المعين بموجبها تطرح لمجتمع المستثمرين ورقة مالية محددة مفصلة الذمة ومحددة المدة ذات عائد معين أو غير محدد (حسب حالة الأصل) بعد والحصول علي تصنيف ائتماني جيد لها من مؤسسات التصنيف المعتمدة ، وضمان مناسب لها من مؤسسة تقدم مثل هذا النوع من الخدمات (في بعض الأحوال يتم الاستغناء عن خدمات الضمان في الحالة التي يكون فيها الأصل من النوعية الجيدة بحيث لا يحتاج إلى ضمان من جهة أو جهات أخرى) . يكتتب المستثمرون - بما فيهم بنوك الاستثمار كمغطيين **Underwriters** (معظمهم مؤسسات ذات فوائض ضخمة مثل المعاشات والصناديق الاجتماعية) في الأوراق المالية المصدرة وتسلم حصيلة الاكتتاب بواسطة الأمين أو مساعده الذي يودعها في حساب لصالح المورق الأصلي ، وبالتالي يكون المورق الأصلي قد استلم حصيلة البيع قبل حلول أجل هذا الأصل (في حالة الدين) ، وبعد ذلك ولخدمة الورقة (دفع مبلغها عند حلول أجل استحقاقها زائدا العوائد الثابتة لها أو غير المحددة حسب حالة التوريق) يقوم الأمين أو مساعده بتجميع المبالغ من المقترضين أو من المستفيدين من الأصل محل التوريق (مؤجرين مثلا) نيابة عن المورق الأصلي ، كما يقوم بالإجراءات القانونية اللازمة في حالات عدم السداد **Defaults** . تنتهي دورة التوريق بتصفية باستدعاء الورقة ودفع أصلها ، وبالتالي يزول كل هيكل التوريق بأطرافه المختلفة (انتهاء وجود الدين كأصل في الميزانية ، أو إعادة تحويل الأصل إلى الجهة المورقة بعد تنازلها عن عوائده لفترة محددة هي أجل الورقة المالية .

وبصورة اكثر تبسيطا أن لعملية التوريق تدفقين :

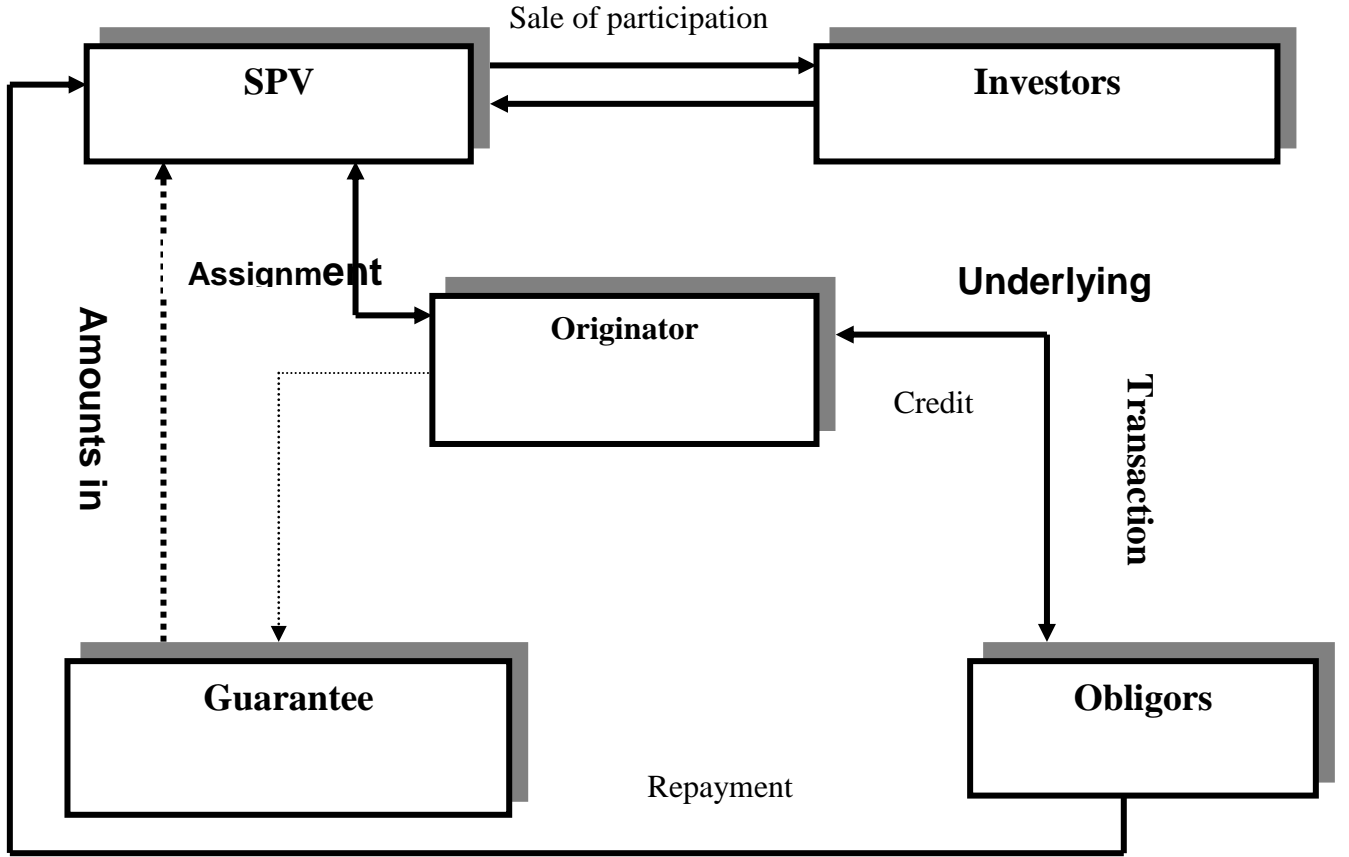
الأول : بيع الأصل من المورق الأصلي للشركة ذات الغرض الخاص والتي تصدر صكوك بقيمتها تباع للمستثمرين وحصيلة الاكتتاب تجمع بواسطة الأمين ومساعدته لتسدد إلى المورق الأصلي.

الثاني : خدمة المستثمرين فيما يتعلق بسداد اصل مساهماتهم وعوائدها تتم بتحصيلها من الملتزم Obligor لصالحهم.

ويمكن اختصار الرسم البياني رقم (1) في الشكل الآتي :

رسم بيان رقم (2)

Securitization Mechanism



القسم الرابع

الجوانب الشرعية للتوريق وامكانية تطبيقه علي السوق السوداني

تمهيد :

يختص هذا الجزء بعرض محاولات لاعادة تنظيم هيكل عملية التوريق التي تتم في الأنظمة الغربية لوضعها في إطار علاقات يمكن أن تستوعبه النظم الشرعية الإسلامية ، دون الخوض في تفاصيل وتخريجات فقهية فنية و تفصيلية حيث أن ذلك خارج نطاق الورقة حيث تهدف فقط لاستثارة الأفكار حولها .

أولاً : مفهوم التوريق في إطار الشريعة الإسلامية :

في اللغة يقال أورك الرجل إذا صار ذا ورق ، والورق هو الدراهم المضروبة من الفضة كناية عن كثرة النقود في يده . بمعنى أن الدائن يصير بالتوريق ذا نقود سائلة (ورق) بعد إن كان مجرد صاحب دين مؤجل في ذمة الغير ، وكذلك صاحب الأصل المنتج وبالطبع حامل صكوك الديون والأصول المورقة . كما تعرف عملية التوريق بالتصكيك .

ثانياً : حاجة البنوك الإسلامية للتوريق :

يمكن توضيح حاجة البنوك الإسلامية للتوريق في الآتي :

1- أن مصدر دخلها الأساسي لا يتمثل في الفرق بين الفائدة الدائنة والفائدة المدينة Spreads في حالة التمويل وبالتالي يحتم عليها ضرورة الاتجاه نحو العمل الاستثماري بكثافة اكبر .

2- يمثل التوريق معبرا مناسباً للبنوك الإسلامية للدخول إلى سوق النقد (الأدوات قصيرة الأجل ، وذات الطابع الإسلامي) بما يمكنها من موازنة مصادر أمواله مع الاستخدامات
3- تأمين السيولة لزيادة نشاطها الاستثماري .

ثالثاً: الضوابط الشرعية للتوريق :

وفي تقديري فان الاعتبارات الشرعية المناسبة التي تكيف أطراف علاقات التوريق يمكن إجمالها في المسائل الآتية :

(أ) فيما يخص وعاء التوريق :

- 1- لا يجوز توريق الديون النقدية والسلعية (توجد تحفظات حولها) بما فيها ديون المرابحة المصرفية إلا ضمن وعاء تكون غالبية مجوداته أعيانا وبنسبة لا تقل عن الثلثين .
- 2- يجوز توريق منافع الموجودات باختلافها التي تعمل علي أسس شرعية ولها تدفقات نقدية منتظمة (أعيان مؤجرة مثلا) .

(ب) فيما يخص إنشاء الشركات ذات الأغراض الخاصة **SPV** :

ضرورة وجود الشركات ذات الأغراض الخاصة **SPV** والتي تقوم بعمل محدد ثم تنتفي شخصيتها القانونية ، وذلك لانخفاض أو انعدام مخاطر الورقة التي تصدرها عن المخاطر التي تحيط بالجهة المورقة الأصلية .

(ج) فيما يخص إصدار الأوراق المالية المستندة علي أصول **Asset Based Securities** :

جواز إصدار الأسهم و صكوك التمويل وهو ما يعرف بتصكيك الأصول .

(د) فيما يخص القيام بخدمات الضمان **Credit Enhancer** للورقة المالية محل التوريق :

جواز القيام بخدمات الضمان واخذ اجر عنها فقط ضد مخاطر التعدي والإهمال (عقود الكفالة) .

(هـ) فيما يتعلق بالقيام بخدمات التصنيف الائتماني **Rating** :

جواز القيام بخدمات التصنيف الائتماني للأصول من قبل الشركات المحترفة في هذا المجال

(و) فيما يخص تقديم خدمات التغطية بواسطة المؤسسات المالية

Underwriting :

جواز القيام بخدمات التغطية لإصدارات الورق المالية محل التوريق (تجارة) .

(ز) علاقات التوريق :

1- العلاقة بين المورق الأصلي **Originator** وبين **SPV** :

تتضمن هذه العلاقة بيع الأصل للشركة ذات الأغراض الخاصة ، وفي حالات توريق منافع الموجودات فان إمكانية إعادة شراء الأصل بواسطة المورق الأصلي تستوجب بيع جزء من قيمته ، أي إصدار أوراق مالية بقيمة اقل من القيمة الإجمالية لوعاء الأصول المكونة لمحل التوريق حتى يكون له الحق في إعادة الشراء بناء علي حق الشفعة .

2- بقية علاقات التوريق بحركة التدفقات علي المسارين الواردين في السابق فأنها تعتبر علاقات ناشئة عن تعاقدات يجب أن تنفذ طالما لم تتعارض مع أسس وقواعد الشرع الحنيف .

القسم الخامس

إمكانيات التوريق في السوق السوداني

The Potentialities of Securitization in the Sudan

- يمكن القول أن هناك أرضية متينة يمكن أن تنطلق منها صناعة التوريق بالبلاد .
تشتمل هذه الأرضية علي الآتي :
- 1- وجود القوانين المنظمة لعملية إصدار الأوراق المالية وتداولها (قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية 1994 ، قانون صكوك التمويل 1995 ، وغيرها) .
 - 2- توفر الموجودات الجاذبة للمستثمرين .
 - 3- تنامي الوعي المالي بالبلاد .
 - 4- وجود المؤسسات المالية الوسيطة القادرة علي القيام بأعمال التوريق .
 - 5- توفر المكاتب التي تقدم خدمات المحاسبة والمراجعة والرقابة الشرعية والاستشارات المالية والفنية اللازمة لأعمال التوريق .
 - 6- وجود تجارب راسخة وناجحة وأمثلة عملية لصناعة التوريق (شهادتي شهامة و شمم) .

خاتمة :

من السرد السابق يتضح مدي الأهمية المتعاظمة لصناعة التوريق ، وامكانية الاستفادة منها في حل الكثير من المشكلات التي تواجه البلاد خاصة في ظل وجود بنية تحتية مناسبة ، وان كانت تحتاج إلى بعض التعديلات لمواءمتها مع احتياجات تطور هذه الصناعة ، ومن اكبر المعوقات التي تحد من الاستفادة القصوى من هذه الصناعة هو محدودية السوق المالية بالبلاد ، إلى جانب محدودية ثقافة التوريق في البلاد بالإضافة لوجود الكثير من المعوقات المؤسسية والإدارية . كل هذه المعوقات وغيرها تستوجب أن تعالج في إطار اقتصادي كلي متوازن يساهم في الاستفادة من هذه الصناعة بصورة افضل.

شكل رقم (1)

Securitization Structure

