



نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول (Asset-Backed-Securities)

نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول (Asset-Backed-Securities)

1. تاريخ نشاط التوريق
2. ما هو التوريق؟
3. ما هي الأوراق المالية المضمونة بأصول؟
4. ما هي أنواع الأصول التي تصلح لضمان الأوراق المالية؟
 - أ. أوراق الرهن العقاري
 - ب. الأوراق المالية غير العقارية أو الأوراق المالية المضمونة بأصول
5. المنشآت ذات الغرض الخاص
6. دور المنشآت ذات الغرض الخاص
7. لماذا يلجأ المصدر إلى التوريق؟
8. لماذا يستثمر المستثمرون في الأوراق المالية المضمونة بأصول؟
9. ما هي أهمية استخدام خدمات وسيط مالي في حالة إصدار أوراق مالية مضمونة بأصول؟
10. هل أدى التوريق إلى تهميش دور الوسيط المالي أو إلغاء دوره؟
11. ما هو تأثير نشاط التوريق على سوق رأس المال؟
12. أمثلة لنشاط التوريق في بعض الدول الناشئة
13. نشاط التوريق في الدول العربية
14. نشاط التوريق في مصر

1. تاريخ نشاط التوريق:

تم سن القانون الوطني للإسكان في عام 1934 بالولايات المتحدة الأمريكية، مما ترتب عليه تأسيس الإدارة الفيدرالية للإسكان وقد سمح هذا القانون بالتأمين على ديون الرهن العقاري الصادرة عن مقرضين غير حكوميين، كما سمح بتأسيس هيئات الرهن العقاري الوطنية. وعليه فقد تم تأسيس الهيئة الوطنية للرهن العقاري بواشنطن في 1938 الذي تغير اسمها لاحقا للهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقاري.

وطبقا للتعديلات التي تمت بالقانون في عام 1968، تم فصل الهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقاري إلى هئتين منفصلتين هما : الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري (جيني ماي-Ginnie Mae) و الهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقاري (فاني ماي-Fannie Mae). وقد ظلت الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري (جيني ماي) هيئة حكومية بينما تحولت الهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقاري (فاني ماي) إلى هيئة خاصة بعدما بيعت حصة المال العام بها.

وقد بدأ يزداد نشاط التوريق في السبعينات من خلال بيع شركة جيني ماي لقروض الرهن العقاري وجدير بالذكر أن مهمة شركة جيني ماي تقتصر على دعم التوسع في توفير الإسكان بأمريكا من خلال توفير أدوات مالية تضمنها الحكومة في السوق الثانوي مما يربط سوق المال بسوق الإسكان الفيدرالي، فشركة جيني ماي لا تقوم بإقراض المال من اجل استخدامه للرهن العقاري وإنما تقوم بدور الضامن. ولا تقوم الشركة ببيع أو شراء أو إصدار أوراق مالية مضمونة بالرهن أو شراء الديون الناتجة عن الرهن العقاري.

وتقتصر مسئولية شركة جيني ماي على إدارة برنامج للأوراق المالية المضمونة بالرهن عن طريق القيام بدور الضامن للأوراق المالية المضمونة بمجموعة من الأصول العقارية المرهونة. وتسمى هذه الأوراق المالية بالأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية التي تقوم بإصدارها بعض المؤسسات المالية الحاصلة على موافقة من شركة جيني ماي بممارسة هذا النشاط. وهذه الأصول العقارية المرهونة مؤمن عليها من قبل إدارة الإسكان الفيدرالية أو هيئة الخدمات الإسكانية الريفية أو تكون مضمونة من قبل إدارة شئون المحاربين القدامى.

وبما إن الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية مضمونة من قبل شركة جيني ماي فتعتبر حامله تصديق الحكومة الأمريكية ولذلك تمنح المستثمر إحساس بالثقة بان الأقساط المستحقة الدفع على الرهن العقاري ستسوى في موعدها. وتعتبر هذه الأقساط مضمونة الدفع حتى لو لم يقيم المدين أو المصدر بدفعها. وعن طريق الاستثمار في الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية، يقوم المستثمرون في أمريكا بطريقة غير مباشرة بتوفير الائتمان اللازم لتوفير فرص إسكان للمواطنين في أمريكا.

وفى الثمانينات زاد حجم سوق الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية بسبب العمليات المنفذة من قبل شركة فريدي ماك و شركة فاني ماي.

تقوم شركتي فريدي ماك وفاني ماي بشراء قروض الرهن العقاري من البنوك التجارية والمؤسسات الاقتصادية وبنوك الرهن العقاري والمقرضين الأوليين ثم تقوم بحفظ هذه القروض في محافظهما الخاصة أو بيعهم لمستثمرين عن طريق إصدار أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية.

يلعب السوق الثانوي للرهن العقاري دورا مهم في توفير الأموال اللازمة لإقراض الأشخاص الذين ينون شراء منازل خاصة بهم. وبمرور الوقت ومع تطور أسواق المال ظهرت الحاجة لأدوات مالية أكثر حداثة وتقدما لإرضاء طلبات المستثمرين مما أدى إلي ظهور أدوات مالية جديدة للرهن العقاري مثل التزامات الرهن العقاري

المضمونة (Collateralized Mortgage Obligations) والأوراق المالية المضمونة بأصول (Asset Backed Securities).

2. ما هو التوريق؟

التوريق هو تحويل الحقوق المالية المستحقة والتي تندفق من مجموعة من الأصول المالية (قروض عقارية وقروض سيارات ومستحقات بطاقات الائتمان وغيرها) إلى أوراق مالية، وذلك عن طريق إصدار أوراق مالية تكون مضمونة بتلك المجموعة من الأصول، بمعنى آخر، التوريق هو تجميع أصول مالية، مولدة لتدفقات نقدية، وذات طبيعة متجانسة ولكنها تفتقر للسيولة ليتم إصدار أوراق مالية بضمان هذه الأصول. لذا فإن فكرة نشاط التوريق تعتمد على خلق أداة من أدوات سوق المال في صورة ورقة مالية يسهل تسويقها. وتعتبر الأوراق المالية المضمونة بأصول أداة اقتراض ونوع من المشتقات في آن واحد. فهي أداة اقتراض لأنها توزع عائد (من الجائز أن يكون ثابت أو غير ثابت) بصفة دورية وتعتبر أيضا نوع من المشتقات لأنها مشتقة من أداة مالية مباشرة ألا وهي مجموعة الأصول التي تضمن الإصدار.

3. ما هي الأوراق المالية المضمونة بأصول؟

الأوراق المالية المضمونة بأصول هي أدوات إقراض يتم تداولها وتكون مضمونة بأصل له عائد أو إيراد تمتلكه الشركة المصدرة أو مجموعة من المستحقات. وهذه الأوراق المالية تتميز بعائد مرتفع مما يجذب المستثمرين الذين لديهم استعداد لتحمل مخاطر الائتمان والدفع مقدما بالإضافة إلى سيولتها. ولكي يتم ضمان أن الأوراق المالية المضمونة بأصول ستكون ذات سيولة ويمكن تسويقها للمستثمرين، يجب أن تكون مقبولة لدى المستثمرين كأداة حافظة للقيمة المادية. ومن ثم فإن هذه الورقة المالية يجب أن تكون قد صنفت وقيمت من قبل شركة تصنيف وتقييم أو أن تكون مضمونة من قبل ضامن مستقل، وأخيرا لضمان سيولة التعامل على الورقة المالية يتم إصدار الطرح بضمان أصول ذات طبيعة متجانسة.

4. ما هي أنواع الأصول التي تصلح لضمان الأوراق المالية؟

نظريا أي نوع من الأصول التي تولد عائد أو إيراد مستمر تصلح لان تكون ورقة دين سهلة التسويق وفعليا معظم الأوراق المالية المضمونة بأصول تكون مصاحبة بقروض أو أي أصول مالية أخرى.

ومن الممكن تصنيف الأوراق المالية المضمونة بأصول إلى أوراق رهن عقاري أو أوراق مالية غير عقارية:

أ. **أوراق الرهن العقاري** تمثل أوراق مالية مضمونة بحزمة من القروض العقارية التقليدية جمعتها مؤسسات مالية (شركات الادخار والقروض، والبنوك التجارية، وشركات الرهن العقاري) لتمويل عملية شراء المقترض لمنزل أو أي أصول عقارية. ويقوم المصدر بتجميع هذه القروض في وعاء واحد وبيعها للمستثمرين عن طريق طرح أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية بقيمة هذه المديونيات. وعندما يقوم المقترض بدفع أقساط الدين يتم تسليم المستثمرون الفوائد المستحقة لهم.

ومن أكثر أنواع الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية انتشارا هو الـ "Pass-Through" حيث يتم إصدار أوراق مالية مضمونة بوعاء من القروض العقارية وتتم توزيع

التدفقات الناجمة عن تلك القروض بناء علي نسبة الملكية الخاصة بكل مستثمر في الأوراق المالية المصدرة بضمان تلك القروض. ومن الممكن إعادة تجميع هذه الأوراق المالية في أوعية جديدة لخلق ضمانات لنوع أكثر تعقيدا من آل "Pass-Through" مثل التزامات الرهن العقاري المضمونة أو "Collateralized Mortgage Obligations" والتي تعرف بال "Pay-Through" والتي تسمح بتوجيه التدفقات النقدية من أجل خلق فئات مختلفة من الأوراق مالية بأجال وكوبونات مختلفة.

ب. الأوراق المالية غير العقارية أو الأوراق المالية المضمونة بأصول تشمل حاليا أنواع جديدة من الأصول مثل التزامات السندات المضمونة والتزامات القروض المضمونة (Collateralized Bond/Loan Obligations) والقروض غير المؤدية (-Non Performing Loans)، ممتلكات صادرة من قبل مصلحة الضرائب (Tax Liens)، ديون المشروعات الصغيرة (Small Business Loans)، السيارات المؤجرة (Rental Cars)، أوراق تجارية مضمونة بأصول (Asset Backed Commercial Paper)، بطاقات الائتمان (Revolving Consumer Assets/Credit Cards)، قروض شراء وتأجير السيارات (Auto Loans & Leases)، قروض شراء وتملك المنازل (-Home Equity Loans Contracts)، قروض الطلبة (Student Loans)، وسائل النقل الترفيهية (Recreational Vehicles)، قروض لشراء مركبات بحرية (Marine Loans)، معدات تجارية (Commercial Equipment) أو أي أوراق مالية أخرى.

وهنا يجب توضيح إلى الفروق الأساسية بين نوعين من الأوراق المالية وهو "Pass-Through" و "Pay-Through".

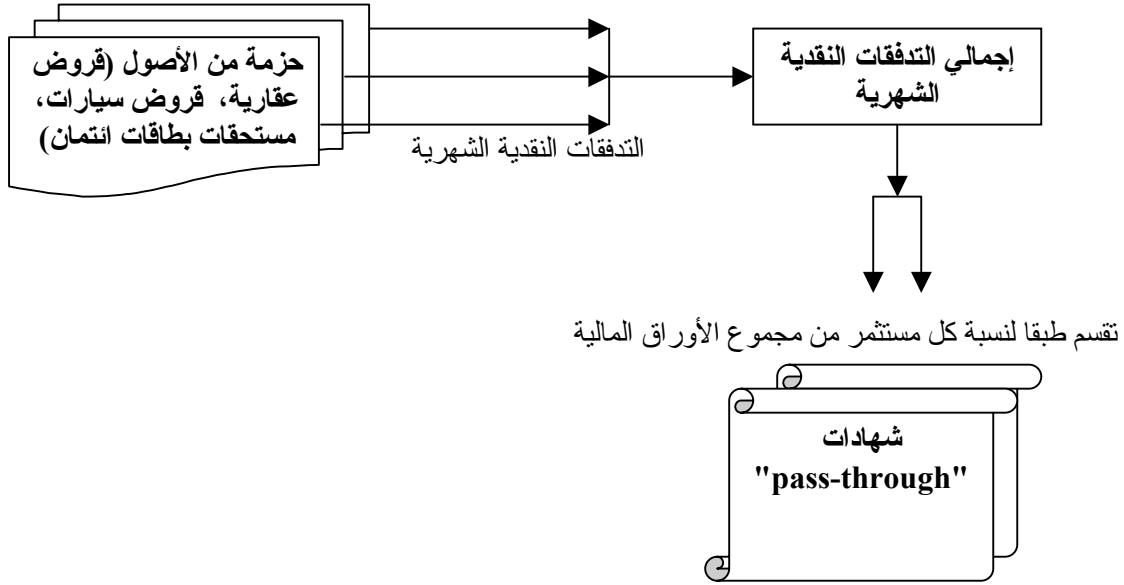
1- فالأوراق المالية فئة "Pass-Through" تمثل ملكية مباشرة للمستثمر في كل الإيرادات الناجمة من الأصول الضامنة للأوراق المالية على أن توزع طبقا لنسبة الأوراق المالية التي يملكها المستثمر من مجموع الأوراق المالية المصدرة بضمان تلك الأصول.

بالنظر إلى الرسم التوضيحي 1 يمكن شرح الأوراق المالية فئة "Pass-Through" كالتالي:

- 1- يقوم أحد أو بعض مالكي الأصول التي سيتم استخدامها كضمان للأوراق المالية (مثل قروض عقارية أو قروض سيارات أو مستحقات بطاقات ائتمان) بتجميع تلك الأصول في حزمة واحدة. من الممكن أن تتكون تلك الحزمة من عدد من الأصول التي تبلغ قيمتها الملايين أو عدد قليل من الأصول.
- 2- يتم بعد ذلك إصدار أوراق مالية بضمان تلك الحزمة (توريق الأصول). ويتم توزيع الإيرادات والتدفقات النقدية الناتجة من الحزمة ككل بناء على قيمة الأوراق المالية (شهادات "pass-through") التي يملكها كل مستثمر من إجمالي الأوراق المالية المصدرة بضمان تلك الحزمة من الأصول. ويؤدي ذلك إلى أن يقتصر دور مالك الأصل علي تحويل الإيرادات المتدفقة من الأصل إلى حملة الشهادات.

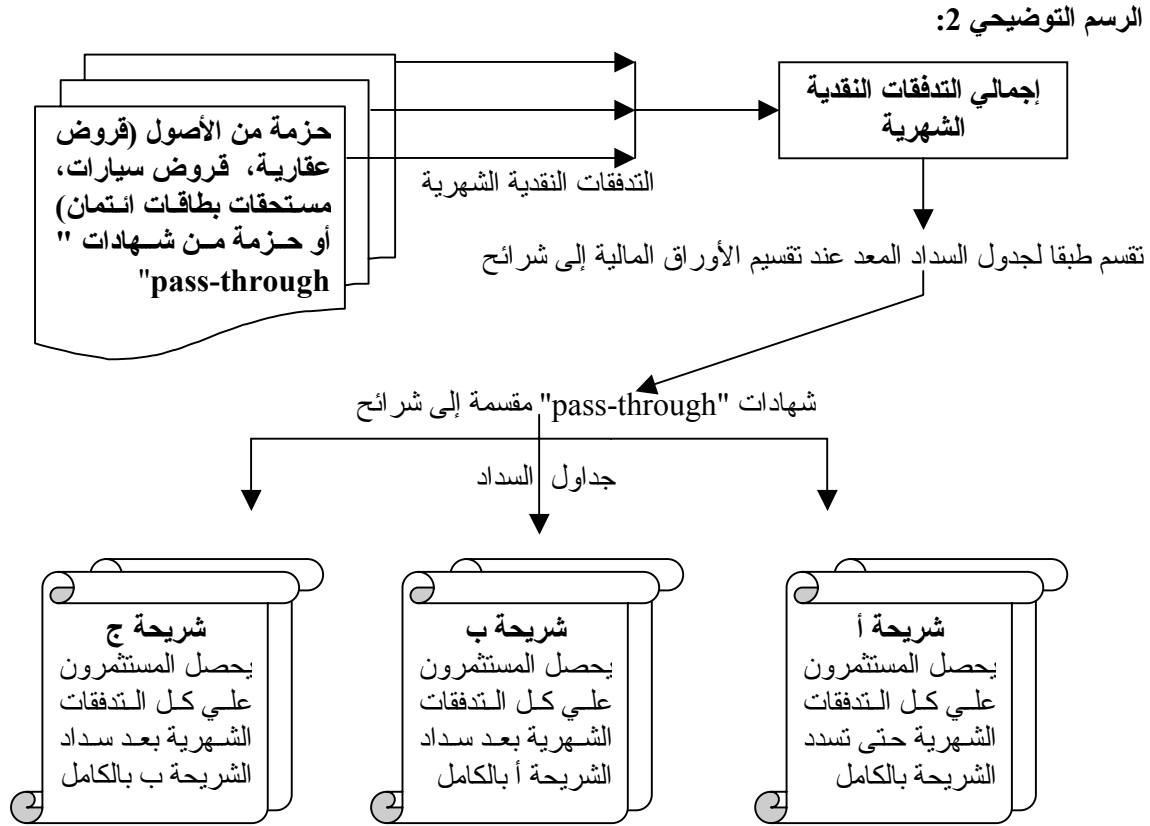
وفى بعض الأحيان، كما يحدث فى الولايات المتحدة الأمريكية، تسلم الملكية القانونية للأصول الضامنة للأوراق المالية إلى الوصي لكي يقوم بحمايتها ولا يكون للوصي أي دور إداري. وتنتصف شهادات "pass-through" بتعرضها لنفس مخاطر الائتمان ومخاطر الدفع مقدما.

الرسم التوضيحي 1:



2- أما بالنسبة لشهادات "pay-through" فهي تصدر أيضا بضمان حزمة من الأصول ومن الممكن أن تصدر بضمان حزمة من شهادات "pass-through" بدلا من الأصول المباشرة. هذا ويتم تقسيم شهادات "pay-through" إلى شرائح مختلفة من حيث توزيع الإيرادات والتدفقات النقدية الناتجة من الأصول مما تؤدي إلى اختلاف آجال تلك الشهادات. وتختلف درجة تعرضها كل شريحة لمخاطر الدفع مقدما، بينما تتفق جميع الشرائح في درجة تعرضها لمخاطر الائتمان حيث أنها مضمونة بنفس الأصول.

ويوضح الرسم التوضيحي 2 الأوراق المالية فئة "Pass-Through":



5. المنشآت ذات الغرض الخاص

تقوم الشركات في أحيان كثيرة باستخدام توريق الأصول كأداة اقتراض أكثر منها أداة استثمار عن طريق تأسيس شركة أخرى أو شخصية قانونية يطلق عليها المنشأة ذات الغرض الخاص، وتكون تابعة للشركة الأم التي تقوم بتحويل أصل لديها إلى المنشأة ذات الغرض الخاص حيث تقوم تلك المنشأة بإصدار أوراق مالية للاقتراض مضمونة بهذا الأصل وبحول إيراد الأصل إلى الشركة الأم. وفي بعض الأحيان يتم بيع الأصل إلى المنشأة ذات الغرض الخاص فعليا وتقوم هذه المنشأة بدورها بإصدار الأوراق المالية أو تكون هذه المنشأة ملك لبنك استثماري يقوم بشراء الأصول الضامنة للأوراق المالية.

6. دور المنشآت ذات الغرض الخاص

يبقى السؤال الرئيسي الذي يبدر إلى ذهن المستثمر عندما يتم تعريفه بالمنشآت ذات الغرض الخاص والأوراق المالية التي تقوم بإصدارها كأدوات اقتراض هو، لماذا لا تقوم الشركة بإصدار سندات مباشر بدلا من تلك الأوراق المالية؟

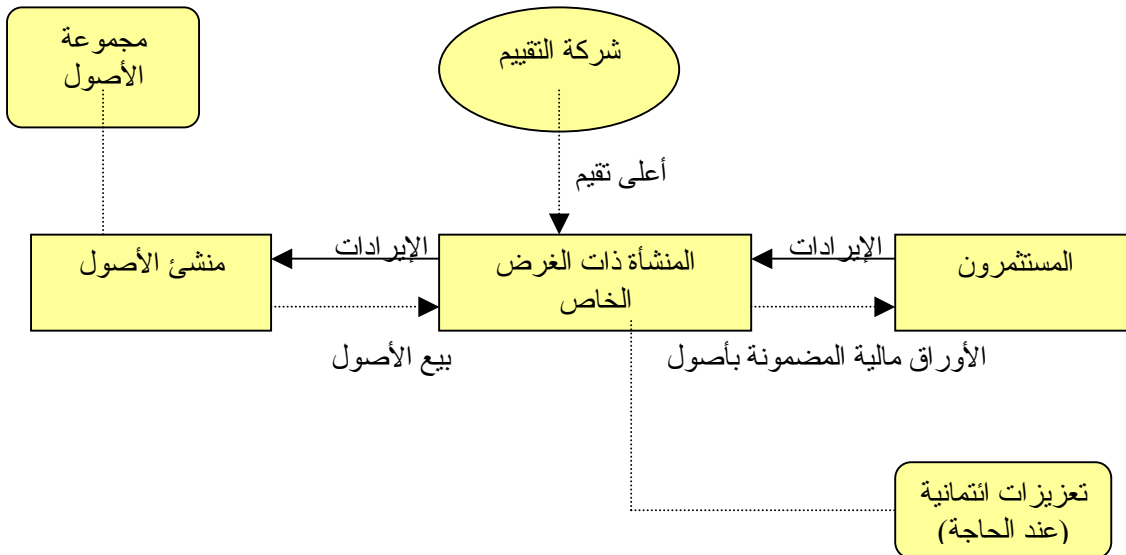
لفهم السبب لابد من الأخذ في الاعتبار الحالة الخاصة بشركة تم تقييم جدارتها الائتمانية (BBB) وتريد الحصول على قرض، تستطيع هذه الشركة اتباع إحدى الأساليب الآتية:

- أن تقوم بإصدار سندات ويتم احتساب العائد الذي يحصل عليه المستثمر بتلك السندات طبقا للتقييم (BBB) والذي يحدد تكلفة الاقتراض للشركة.

- بفرض أن الشركة لديها أصل (أوراق قبض) تتعدى قيمته المبلغ المطلوب اقتراضه، تستطيع الشركة إصدار سندات بضمان هذا الأصل ولكن تكلفة الاقتراض لن تتغير عن الحالة السابقة حيث انه عند تعرض الشركة للإفلاس سوف يقوم جميع دائني الشركة بالمطالبة بحقوقهم القانونية في الأصول بما فيها الأصل الضامن للسندات.
- فلنفترض هنا أن الشركة قامت بتأسيس منشأة ذات غرض خاص وتحويل الأصل الذي تريد الاقتراض بضمانه إلى تلك المنشأة، في هذه الحالة إذا تعرضت الشركة للإفلاس سوف يخسر الدائنون حقوقهم القانونية بهذا الأصل حيث انه أصبح ملك للمنشأة. بالإضافة إلى هذا سوف تقوم المنشأة ذات الغرض الخاص بإصدار أوراق مالية بضمان هذا الأصل والحصول على الجدارة الائتمانية التي تريدها لهذه الأوراق المالية والتي في الغالب ما تكون على من جدارة الشركة مالكة الأصل، مما يؤدي إلى خفض تكلفة الاقتراض على الشركة.

قد يبدو غريبا أن تستطيع المنشأة ذات الغرض الخاص الحصول على الجدارة الائتمانية التي تريدها لتلك الأوراق المالية ولكن هذا ما يحدث حيث تقوم المنشأة بعرض خصائص الأصل الضامن للأوراق المالية على المؤسسة التي تقوم بالتقييم لتحديد الخطوات التي يجب إتباعها للحصول على الجدارة الائتمانية المطلوبة عن طريق استخدام ما يسمى "تعزيزات ائتمانية". لذا فان الشركة السابق ذكرها ذات الجدارة الائتمانية (BBB) تستطيع الحصول على تمويل عن طريق استخدام اصل لديها كضمان للأوراق المالية للحصول على جدارة ائتمانية على لتلك الأوراق المالية، وفي واقع الأمر تستطيع باستخدام التعزيزات الائتمانية الكافية إصدار أوراق مالية بجدارة ائتمانية (AAA) كما هو موضح في الرسم التوضيحي 3.

الرسم التوضيحي 3:



وبذلك يمكن القول إن التوريق يهدف إلى خلق فرصة استثمارية من أصول الشركة غير السائلة وذلك عن طريق جمع الأصول ذات الطبيعة المتشابهة في أوعية واحدة للاستفادة من اقتصاديات التوسع بسبب كبر حجم الأصول

ولتنوع المخاطرة. وتنتقل ملكية الأصول إلى المنشأة ذات الغرض الخاص ويوجه العائد إلى المستثمرين في الأوراق المالية المضمونة بهذه الأصول.

7. لماذا يلجأ المصدر إلى التوريق؟

- قد يحتاج المصدر إلى مصدر نقدي لتمويل مشروعاته التوسعية ويعتبر التوريق من أسهل الوسائل للحصول على التمويل بالمقارنة إلى الاقتراض (من خلال البنوك أو إصدار سندات) أو زيادة رأس المال (عن طريق طرح أسهم الشركة للاكتتاب في البورصة) بسبب التكلفة الباهظة لهذين الاختيارين وتأثيرهم على الموقف المالي للشركة.
- وبالنسبة إلى الاقتراض وزيادة رأس المال فهما مصدرين للتمويل يظهر تأثيرهما على موقف الشركة المالي من خلال ميزانية الشركة (on-balance-sheet-financing) بينما يعتبر التوريق مصدر تمويل لا يظهر تأثيره على ميزانية الشركة (off-balance-sheet-financing). طبقاً للقواعد المقررة من قبل منظمة معايير التمويل والمحاسبة – يتم التعامل مع التوريق عن طريق إضافة الدخل الناتج عن بيع الأصول إلى جزء الأصول في ميزانية الشركة بينما يتم حذف الأصول المباعة.
- تمنح الأوراق المالية المضمونة بأصول سيولة أكثر من خلال سوق أكبر.

8. لماذا يستثمر المستثمرون في الأوراق المالية المضمونة بأصول؟

- يخلق التوريق أدوات مالية ذات آجال و مخاطر وكوبونات مختلفة لكي تجذب المستثمرين. ويعتبر التوريق أداة مالية مركبة مما يعني أنه يمكن تخليقها حسب احتياجات المستثمر بالنسبة للمخاطر والعائد وتاريخ الاستحقاق بالمقارنة مع حقوق الملكية الأخرى سواء أدوات مالية أو أصول أخرى.
- تمنح الأوراق المالية المضمونة بأصول عائد أعلى عن العائد الذي تمنحه الأدوات المالية الأخرى ذات درجة المخاطرة المتساوية. وذلك يعود إلى التصنيف الائتماني المرتفع لهذه الأوراق المالية (غالباً ما تحمل تصنيف AAA) وخصائص تحسين الجدارة الائتمانية التي قد تحملها هذه الأدوات المالية.
- تمنح الأوراق المالية المضمونة بأصول تدفقاً نقدياً متوقعةً ولذلك يقوم المستثمر بشراء هذه الأدوات بثقة لعلمه أنه سيحصل على مستحقات بقيمة معينة في تاريخ معين في المستقبل.
- ولأن هذه الأوراق المالية مضمونة بأصول فهي تحمي المستثمر من نتائج تخفيض الجدارة الائتمانية للمصدر.

9. ما هي أهمية استخدام خدمات وسيط مالي في حالة إصدار أوراق مالية مضمونة بأصول؟

- الدور التقليدي للوسيط المالي هو تجنب المشكلات والصعاب التي قد تصاحب العلاقات المباشرة ما بين الدائن والمدين (الشركة والمستثمرين). ومن أنواع هذه الصعاب التالي:
- **صعاب خاصة بالصفقة أو بالعملية:** غالباً ما يمتلك المستثمر المتوسط مبلغاً صغيراً من المال للاستثمار بينما تحتاج الشركة إلى كميات كبيرة من النقد أو التمويل وبذلك يظهر دور الوسيط المالي الذي يقوم بتجميع أموال المستثمرين الصغار وتوجيهها إلى الشركات التي تحتاج إلى مصدر تمويل.

- **صعاب في الحصول على المعلومات اللازمة:** غالبا ما يفتقر المستثمر الصغير للمعلومات الكافية لإدراك كيفية إدارة القروض الخاصة بالشركة أو تقييمها بينما يقوم الوسيط المالي بهذا الدور.
 - **المخاطر المتوقعة:** غالبا ما يعتبر المستثمرين إن الاستثمار في البنوك يحمل مخاطرة اقل من الاستثمار المباشر في الشركات، مع إن في الحقيقة إن مخاطر الشركة يتحملها البنك المقرض لهذه الشركة ولكن البنك يتحمل مخاطر الكثير من العملاء مما يجعل تفضيل المستثمر للبنك على الشركة اختيارا منطقيا.
- وبالتالي يعتبر التوريق اختيارا منطقيا لتجنب استخدام وسيط مالي وكل الصعاب التي تم شرحها مسبقا.
- بالإضافة إلى ذلك يساعد نشاط التوريق على تجنب الصعاب الخاصة بالعملية أو بالصفقة عن طريق تقسيم الديون الضخمة إلى أجزاء يسهل تسويقها للمستثمرين. هذا بالإضافة إلى تجنب الصعاب في الحصول على المعلومات اللازمة لان الأوراق المالية المضمونة بأصول يتم بيعها في طرح عام بعد إعلان خصائصها إلى كل المستثمرين. ويتجنب التوريق المخاطر المتوقعة لان هذه الأوراق تكون مضمونة بأصول ولذلك تحمل درجة ائتمانية عالية مما يزيد من حماية المستثمرين.

10. هل أدى التوريق إلى تهميش دور الوسيط المالي أو إلغاء دوره؟

- التوريق لا يلغى الحاجة إلى الوسيط المالي وإنما يقوم بإعادة تعريف دوره. وعليه فقد تم التركيز في الفترة الحالية على المهام التالية للوسيط المالي والتي تتضمن الآتي:
- **توزيع وتقسيم المنتجات المالية:** يقوم التوريق بتقسيم مهام الوسيط المالي إلى سلسلة من الأعمال الوظيفية تقوم بكل منها مؤسسة مالية مختصة ومنفصلة وتقوم البنوك الاستثمارية بمهمة التسويق بينما تقوم شركات التصنيف والتقييم بمهمة التقييم ويقوم بمهمة الإدارة مدير صناديق الاستثمار الذي يدير محفظة الاستثمار الخاصة بالمستثمرين.
 - **تقديم أدوات وخدمات مالية جديدة:** مثل استخدام قروض شراء السيارات أو أوراق القبض الخاصة ببطاقات الائتمان كأصول تضمن الأوراق المالية المصدرة.
 - **تحويل وتوزيع عدة مخاطر من خلال العديد من الصفقات المركبة.**
 - **الاعتماد على دور الوسيط المالي كمرقب على الشركات المصدرة للتفريق بين المقترضين ذوي الجدارة الائتمانية المرتفعة والمنخفضة من خلال تقديم شهادات جدارة ائتمانية كطرف ثالث في الصفقة المالية.**

11. ما هو تأثير نشاط التوريق على سوق رأس المال؟

- أدى نشاط التوريق إلى خفض تكلفة العمليات في سوق المال من خلال خلق سوق للمطالبات المالية التي كانت تعاني من عدم السيولة والتداول المحدود.
- يقوم نشاط التوريق بتوفير تكلفة الوساطة المالية من خلال تقديم خدمات وساطة متخصصة لكل خدمة على حدة مما يؤدي إلى خفض التكلفة الإجمالية للخدمات المالية.

- يقوم نشاط التوريق بتشجيع التوفير من خلال تقديم أوراق مالية تضمن للمستثمر فوائد أو مستحقات على استثماراته وتمنحه أيضا ضمانات للجدارة الائتمانية للشركة المصدرة وغطاء أمان وحماية في هيئة مجلس الأمناء أو الأوصياء.
 - يؤدي نشاط التوريق إلى تنويع المخاطر لأنه يقوم بتجميع عدة أصول مالية تحمل خصائص مختلفة في وعاء واحد وطرحها كأوراق مالية للمستثمرين. عندما يتم تقسيم ملكية الأصول على عدد كبير من المستثمرين تقل درجة المخاطرة في العمليات المالية.
 - يشجع نشاط التوريق فكرة أن يقوم الرأسماليين بدور الأمناء أو الأوصياء على الموارد فقط بدون امتلاك هذه الأصول. ومن الممكن توريق الأصول المادية بنفس أسلوب توريق الأصول المالية مما يعطى الفرصة لأي مؤسسة لاستخدام مواردها المادية بدون امتلاكها فعلياً.
- وبسبب كل هذه المميزات السابقة لنشاط التوريق، فقد زاد حجم وكمية التعامل على الأوراق المالية المضمونة بأصول في أسواق المال العالمية (المتقدمة والناشئة). ففي عام 1995 بلغ حجم الأوراق المالية المضمونة بأصول إلى 316.3 مليار دولار بالمقارنة بحجم هذه الأوراق في الربع الثالث من 2002 الذي بلغ 1489.9 مليار دولار.

12. أمثلة لنشاط التوريق في بعض الدول الناشئة

أ. ماليزيا

يرجع أصل التوريق في ماليزيا يعود إلى عام 1986 عندما قامت الحكومة الماليزية بإنشاء كيان للتمويل العقاري سمى شركة الرهن القومية (National Mortgage Corp (Cagmas Bhd) على غرار شركة فاني ماي وفريدي ماك بالولايات المتحدة الأمريكية وفقاً لذلك، فان الشركة تؤدي دور الوسيط ما بين مقترض الرهن العقاري و مستثمري الأجل الطويلة. وتعتبر تلك الشركة أهم مصدرا للأوراق المالية المضمونة بأصول في ماليزيا. وقد أطلق علي الأوراق المالية الصادرة من قبل شركة الرهن القومية أسم سندات "cagmas" في السوق الماليزي .

بالإضافة إلى السندات المصدرة من قبل "cagmas"، فان سوق توريق الأصول الأخرى لم يكن قوي جداً في ماليزيا حتى الآن . وقد قدر حجم سوق التوريق في ماليزيا عام 1996 بقيمة 45.5 مليار . هذا وقد قامت هيئة سوق المال بماليزيا في العاشر من إبريل 2001 بوضع القواعد الخاصة بتوريق الأصول، على أن يكون اتباع تلك القواعد إجباريا على جميع الشركات العاملة بهذا المجال. وتسمح تلك القواعد للشركات العاملة في ماليزيا فقط بإصدار أوراق مالية مضمونة بالأصول سواء كانت شركات عامة أو خاصة. وبالرغم من أن عدد من ذوي الخبرة في مجال التوريق قد انضموا إلى فريق العمل الخاص بهيئة سوق المال لوضع تلك القواعد فإنها لم تدرك التطورات الأخيرة في السوق مثل أدوات التوريق المخلفة ومشتقات الائتمان الغير ممولة. تفرض القواعد على الشركة صاحبة الأصول التي تضمن الأوراق المالية أن تقوم بنقل كل الحقوق و الواجبات في الأصول إلى المنشأة ذات الغرض الخاص ولا تحتفظ بأي حق انتفاع في هذه الأصول . وبينما يعتبر التحسين المحدود للجدارة الائتمانية للأوراق المالية المضمونة بأصول من قبل منشأ تلك الأوراق قاعدة للتوريق في السوق الماليزي فأنه من المتوقع أن يتطور أسلوب التوريق في ماليزيا ليصبح مثل الأسلوب الأمريكي حيث يتم

تقسيم الأوراق المالية إلى شريحتين- الأولى تتضمن أوراق مالية تصدر بدون أي تحسين في حين الثانية تتضمن أوراق مالية تشتمل على التحسين المطلوب.

هذا وقد تم في السوق المالي حتى يناير 2002 ثلاث صفقات فقط لأوراق مالية مضمونة بأصول بلغت قيمتها 1.23 مليار. وكانت هذه الإصدارات الثلاثة للمؤسسات المالية هي، البنك التجاري المالي العربي، ومؤسسة المصرفيين التجارية الدولية وكالة Danaharta لإدارة الديون المعدومة.

ب. كوريا

قبيل الأزمة الآسيوية عام 1997، كانت هناك بعض المناقشات في كوريا عن التوريق ولكن النشاط الفعلي قد بدأ ينمو في السوق أثناء 1999، حيث كانت إحدى أكبر صفقات التوريق في ديسمبر 1998 بواسطة بنك إكسيم الكوري. وقد اشترك البنك في تمويل العمليات الخارجية للشركات الكورية و لديه سندات قبض في العملات الأجنبية، حيث قام البنك بتمويل ما قيمته 265 مليون دولار أمريكي من تلك السندات و قد تم تصنيفها (AAA). لذا فقد قامت الحكومة بمبادرة هامة وهي إنشاء كيان للتمويل العقاري تسمى شركة الرهن الكورية **Korea Mortgage Corp (KOMOCO)** على غرار شركة فاني ماي بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية (IFC) وبعض البنوك المحلية. و من المتوقع أن تصدر الشركة أوراق مالية مضمونة بقروض عقارية مصدرة بواسطة صندوق الإسكان القومي.

هذا وقد كان أحد الأسباب الرئيسية لنشاط التوريق المنخفض في كوريا هو عدم وجود اللوائح والقوانين التي تنظم هذا النشاط، مما جعل الحكومة الكورية تصدر عام 1998، قانون خاص بالأوراق المالية المضمونة بأصول والذي يحكم نشاط التوريق الخاص بالمؤسسات المالية الحكومة و الخاصة مثل مصرف التنمية الكوري وبنك إكسيم الكوري والمصرف الصناعي الكوري والمؤسسات المالية المرخصة والبنوك التجارية وشركات التأمين وشركات الأسهم، الخ.

وينظم هذا القانون عمل المنشآت ذات الغرض الخاص حيث تنشأ شركات ذات مسؤولية محدودة، تكون وظيفتها إدارة الأصول التي يتم توريقها. هذا وتصدر تلك المنشآت أوراق مالية تكون على شكل سندات أو سندات استثمار أو شهادات ودائع، الخ، وتقوم لجنة الإشراف المالية الكورية بمراقبة نشاط التوريق بالشركات الكورية، حيث تحتفظ بسلطة رفض تسجيل التوريق أو طلب التعديلات.

وقد كان لهذا القانون أثر جيد على السوق الكوري حيث قام بنك أب ن أمرو (**ABN Amro bank**) في أكتوبر 2001، بتنفيذ صفقة خاصة ببنك هانفيت (**Hanvit Bank**) حيث قام بتوريق بعض القروض الممنوحة بالبنك إلى عملائه وقد بلغت قيمة تلك القروض 216 مليون دولار أمريكي. هذا وبخلاف الاتفاقيات السابقة، لم يكن هناك ضمان طرف ثالث لمساندة الأوراق المصدرة، وقد تم إصدار ثلاثة شرائح بتصنيف (AA). وكان المستثمرون الرئيسيين صناديق معاشات وشركات استثمار وشركات تأمين على الحياة.

وقد تبع تلك الصفقة اتفاقية أخرى قام بتنفيذها بنك مورجان ستانلي (**Morgan Stanley Bank**) شملت توريق مجموعة من القروض التي قام بشرائها من شركة الرهن الكورية، والتي اعتبرت أول صفقة توريق لقروض تجارية غير منتجة وقد تم تصنيفها (AAA). هذا وقد بلغ حجم نشاط التوريق في السوق الكوري طبقاً لمؤسسة ستاندرد أند بورز في عام 2001، بقيمة 1.76 مليار دولار أمريكي.

ج. باكستان

لم يتقدم التوريق في باكستان إلى درجة كبيرة حيث أن الصفقة الهامة الوحيدة في باكستان حتى الآن كانت عام 1997 وكانت توريق سندات قبض ملك شركة الاتصالات السلكية واللاسلكية الباكستانية وهي الشركة التي تحتكر الاتصالات الخارجية في باكستان وقد شاركت 6 شركات اتصالات دولية مثل إيه تي أند تي (AT&T) التي كان من المتوقع أن تدفع إلى الشركة الباكستانية في إنشاء المنشأة ذات الغرض الخاص.

وفي ما يمكن أن يطلق عليه تقدم في نشاط التوريق فقد أدى إصدار قواعد توريق الأصول الخاصة بالشركات في عام 1999 على فتح سوق التوريق في باكستان خلال نظام قانوني ولكن بالرغم من ذلك فإن تلك القواعد فشلت في تنظيم كل الإجراءات الخاصة بنشاط التوريق ولكنها فتحت المجال أمام زيادة ونمو التوريق في باكستان. وتسمح تلك القواعد لأي شركة عامة محدودة بالإضافة إلى الكيانات الحكومية بالتسجيل لدى البورصة و هيئة الأوراق المالية الباكستانية (SECP) لتصبح منشأة ذات غرض خاص، حيث تشرف هيئة سوق المال منذ عام 1997 على الاستثمار في باكستان بالإضافة إلى حالات الإفلاس وخطط الدمج في حين تشرف البورصة على تنفيذ قواعد الإفصاح والقيود. هذا ويجب أن لا يقل رأسمال الشركة الراغبة في التسجيل كمنشأة ذات غرض خاص عن مائة ألف روبية مدفوعة بالكامل.

وتضع القواعد الواجبات المتبعة للإبلاغ الدوري للهيئة وتعطي الهيئة سلطات إلغاء التسجيل إذا فشلت المنشأة ذات الغرض الخاص في إعلان عن طرح عام خلال إطار زمني محدد وبالأسلوب المحدد أثناء منح شهادة التسجيل. هذا وتعرف القواعد سندات القبض لتشمل كل سندات القبض التي تدر دخل أو تظهر في تاريخ مستقبلي مما يترك مجال التوريق واسعاً أمام السندات المختلفة التي من الممكن أيضاً أن تشمل تحسين ائتماني خارجي عن طريق تأمين السند (لتغطية أي خسائر على الأصول المجمعة) أو خطابات الائتمان من البنوك أو ضمانات تجارية من طرف ثالث.

وتحظر القواعد بوجه عام على المنشأة ذات الغرض الخاص الاندماج مع أو الاستحواذ على أي شركة أخرى أو العمل بأي نشاط آخر إلا بعد الحصول على موافقة الهيئة وعدم رهن أي من الأصول التي بحوزتها إلا لصالح المستثمرين أو تقديم قروض أو التقدم أموال إلى أي شخص باستثناء أجر عمله العادي أو المشاركة في حساب مشترك مع الآخرين في أي صفقة أو إعطاء ضمانات أو تعويضات أو أوراق مالية كضمان لالتزامات طرف ثالث.

ولذلك يعتبر التوريق في مرحلة ناشئة في باكستان. وتجدر الإشارة بأن ضرائب الدخل و نقص الهيكل القانوني و التنظيمي تعتبر عقبات أعاقت تطور نشاط التوريق في سوق الدين الباكستاني. و بالرغم من المخاطر الدولية الملازمة لباكستان ، فإن تواجد مؤسسة فيتش (Fitch) ومؤسسة التمويل الدولية (IFC) كمؤسسات تقييم ائتمانية قد زاد ثقة المستثمرين في سوق رأس المال و أسواق الدين في باكستان.

د. سنغافورة

تمت أول عمليات التوريق في سنغافورة نهاية عام 1998 وهي عملية توريق سندات قبض عقارية قامت بها شركة (Neptune Orient Line). وكانت تلك السندات خاصة بعقود بيع إيجاري لملكية مكتب مموله بعشر سندات رهن عقاري. وقد تطورت صفقات التوريق في سنغافورة لتشمل قروض تمويل شراء العقارات التجارية

وأقساط قروض شراء المبني السكنية وسندات قبض بطاقات الائتمان والسندات والقروض بأنواعها المختلفة. وقد تم حتى نهاية عام 2000 إصدار أوراق مالية بلغت قيمتها 1.92 مليار مضمونة بسندات عقارية تخص 6 عقارات تجارية وعقار سكني واحد.

وإحدى الصفقات الكبرى في سنغافورة كانت بواسطة بنك دي بي إس (DBS) في يونيو 2000 وكانت عبارة عن توريق مجموعة من السندات قصيرة الأجل. وفي عام 1999، قامت شركة دي بي إس للأراضي، وهي شركة عقارات تابعة لنفس البنك بتوريق عقود تمويل شراء ثلاثة مباني إدارية في ثلاثة صفقات منفصلة. وتتبع سنغافورة القانون الإنجليزي بصفة عامة والتي قامت الهيئة المالية لسنغافورة في ضوءه بوضع القواعد الخاصة بالتوريق في سبتمبر 2000 والذي يلزم الشركات في حالة توريق القروض العقارية أن تقوم بنقل كل الحقوق والواجبات الخاصة بتلك القروض إلى المنشأة ذات الغرض الخاص والتي تقوم بالتسجيل الإجمالي لعملية التوريق مع أمين سجل الأسماء والأعمال.

٥. البرازيل

مازال سوق التوريق في البرازيل صغيرا حيث لم يتم الا عدد محدود من الصفقات حتى الآن بالرغم من أن الحكومة قد أخذت زمام المبادرة القانونية لتنشيط صفقات التوريق عن طريق إصدار بعض القوانين والقواعد. وقد بدأ نشاط التوريق في البرازيل خلال عام 1993 وقد بلغ حجم صفقات التوريق 180 مليون دولار أمريكي و 190 مليون دولار أمريكي عام 1995 و 715 مليون دولار أمريكي، وقد قامت شركة تريكيم (Trikem) للكيمياويات بتنفيذ صفقة توريق كبيرة عام 1997 حيث قامت بتوريق سندات قبض تصدير بلغ قيمتها 100 مليون دولار أمريكي. وكانت أولى صفقات التوريق العقارية هي توريق سندات قبض عقارية بواسطة شركة سيداديبلا (Cidadel) عام 1998 وبيعها لعدد من المستثمرين الأجانب، وقد استخدمت الشركة العائد لترقية مبيعات العقارات لديها.

هذا وقد قامت البرازيل بإنشاء شركة سيبراسيك (Cibrasec) ككيان خاص شبيه بشركة فاني ماي الأمريكية، والتي أكملت شراء أول مجموعة قروض عقارية خاصة بها في سبتمبر 1998. وقد اتسمت اغلب صفقات التوريق في عام 1999 بتوريق المشتقات وخاصة عقود الأجل.

وقد قامت مؤسسة ستاندرد أند بورز Standard & Poor's في تقريرها عن التمويل المنظم الصادر بتاريخ يوليو 2000 بالتعليق على نشاط التوريق في البرازيل، وقد أفاد التقرير الأصول في البرازيل مشجعة لازدهار نشاط التوريق بالرغم من حجم الأصول المؤهلة للتوريق نسيباً. وقد تم سن قانون التوريق في أواخر التسعينيات كحافز للتغيير. وقد سمح ذلك القانون بمصادرات الرهن أو المزايدات في البرازيل، بالإضافة إلى تفويض البنوك بنقل الأصول إلى المؤسسات الغير مالية، وقد أدى ذلك إلى زيادة اهتمام المستثمرين بالاستثمار في الأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية أو أصول عن ذي قبل.

ويسمح القانون الجديد بانتقال سندات القبض إلى المنشآت ذات الغرض الخاص والتي يطلق عليها (شركات توريق القروض المالية) والتي تقوم بدورها بإصدار سندات أو أسهم الإصدار محليا أو دوليا. وقد أصدرت هيئة سوق المال البرازيلية (CVM)، الإجراءات الخاصة لتسجيل صدور السندات بشركات التوريق لتوزيعها في طرح عام، على أن تضم نشرة الإصدار بوضوح كل الدفعات المتوقعة من السندات والمعلومات الخاصة

بالقروض الضامنة لتلك السندات. هذا ولا يسمح إعادة شراء سندات القبض المنقولة إلى المنشأة ذات الغرض الخاص.

أخيرا فان الخبراء يعتبرون أن المبادرة القانونية التي قامت بها الحكومة في جعل مصادرات الرهن قانونية سوف تعطى قوة دفع لسوق توريق العقارات الذي اتسم بالضعف حتى الآن.

و. جنوب أفريقيا

يرجع تاريخ التوريق في جنوب أفريقيا إلى 1989 عندما قام بنك جنوب أفريقيا المحدود بإصدار سندات مضمونة بقروض رهن عقارية بقيمة 250 مليون رند بالإضافة إلى صفتين بقيمة 335 مليار رند في أواخر الثمانينيات و أوائل التسعينيات، وبالرغم من ذلك فان مفهوم التوريق لا يلقي قبولا على نطاق واسع في جنوب أفريقيا.

وقد أثير موضوع التوريق حديثا و جذب الاهتمام المتزايد، وذلك بسبب التطورات الحديثة في المجال حيث تم إدراج أول شركة توريق في بورصة جوهانسبرج في نوفمبر 1998 باسم (شركة سوتا للتوريق الدولي) وقد حصلت الشركة على أكبر اتفاقيتها في مارس 1999، حيث قامت بتوريق المستحق من عقود إيجار ما يزيد عن خمسة عقارات ملك لشركة ليونز العقارية، وإصدار سندات بقيمة 120 مليون رند.

بالرغم من فوائد التوريق والاستخدام الواسع له في باقي العالم، فانه يواجه بعض العقبات الرئيسية في جنوب أفريقيا. العقبة الأولى هي حقيقة أن المستثمرين لا يقبلون المفهوم حتى الآن، ويفضلون الاستثمار في الشركات المقيدة والتي لها بيانات وتاريخ تداول يسهل تعقبه. ثانيًا، هناك تعقيدات قانونية ومحاسبية، حيث أن صفقات التوريق لا يتم قيدها بالقوائم المالية مما يؤدي إلى اعتبارها أكثر خطورة من الرهن. بالإضافة إلى ذلك بما أنه لا يوجد قانون منفصل للتوريق فان الكيانات المنفصلة عن البنوك لا يسمح لها بإصدار أوراق دين لتمويل عملياتها، لذا فان عمليات التوريق المنفذة بواسطة المنشآت ذات الغرض الخاص يجب أن تنفذ عن طريق البنوك. وأيضا فإن الدين الصادر يجب أن يبلغ مليون (رند) أو أكثر مما لا يساعد في زيادة السيولة بالسوق الثانوية. بالإضافة إلى ذلك فإن البنوك لديها رأسمال كافي بميزانياتها مما يجعلها ترغب في النمو بدلاً من تصفية الأصول.

ز. بولندا

قام البنك الاستثماري البولندي في أغسطس 1999 بإدارة أول صفقة تمويل هيكلي في أسواق رأس المال البولندية، حيث قام بإصدار أوراق تجارية بقيمة 10 مليون (زلوتي) مضمونة بسندات قبض تجارية بقيمة 50 مليون (زلوتي) ملك شركة أورتيكا للأدوية.

قد أفاد تقرير صادر من مؤسسة فيتش في ديسمبر 2002 انه بالرغم من عدم تطور المفهوم القانوني للتوريق في بولندا حتى الآن إلا انه هناك اهتمام واضح من كلا من مجتمع القطاع الخاص المالي وأيضا المشرعون في بولندا. وقد صنفت مؤسسة فيتش نشاط التوريق في بولندا بأنه في مرحلة مبكرة.

تمثل أصول البنوك النموذج الأمثل للأصول التي يتم توريقها ولهذا ففي الأغلب تشترك البنوك في برامج التوريق المتوقعة لبولندا. ويتوقع أن تحقق هذه البرامج للبنوك تجميع رؤوس أموال للاستثمار، ومن جانب آخر فان برامج غير التمويل تقوم بتحقيق هدف تقليل مخاطر الائتمان بالبنك عن طريق تخفيف نسبة كفاءة رأس المال.

وفي كلتا الحالتين، فإن هناك دافع أكبر لصفقات التوريق، حيث انه من المنتظر أن تزيد نسبة كفاءة رأس المال بالبنوك طبقاً لقواعد بازل الجديدة.

ولكن هناك عدد من العقبات تعوق توريق أصول البنوك منها قانون سرية الحسابات بالبنوك، حيث أن البنوك لا تستطيع الإعلان عن أي معلومات عن العملاء لديها إلى طرف ثالث بدون موافقة العملاء المكتوبة لإعلان مثل هذه المعلومات. وفقاً لذلك، فالمعلومات التي تخص حسابات ائتمان العملاء بالبنوك لا يمكن الإعلان عنها حيث انه من مستبعد إلى حد ما أن يحصل البنك على موافقة مكتوبة من العملاء الحاليين بالإضافة إلى أن محاولة دمج بند موافقة في العقود الجديدة سيكون صعب حيث انه يجب تحديد اسم المنشأة ذات الغرض الخاص التي سوف تحصل على تلك المعلومات بالعقد. وفيما يخص أصول المستهلكين، بعيداً عن قوانين سرية الحسابات بالبنوك، فإن هناك لوائح صارمة بخصوص حماية بيانات الأفراد.

13. نشاط التوريق في الدول العربية

بدأ اتحاد المصارف العربية بإدخال مفهوم التوريق إلى السوق المصرفية العربية منذ العام 1995، بعد ما ازداد شيوع استخدام هذه الأداة المالية الحديثة في الأسواق العالمية، ومن قبل المصارف العالمية، والتي وجدت فيها ملاذاً مالياً هاماً لزيادة سيولتها وتقليل مخاطر محافظها المالية.

وقد بدأت فكرة التوريق تكتسب أهمية متنامية في الأسواق العربية، حيث بدأت الحكومات ورجال البنوك المركزية والمصارف العربية يدرسون، بكل جدية، آليات تطبيق هذه الأداة في الأسواق المحلية، حيث يعتقد الخبراء إن التوريق قد أصبح محركاً هاماً وأساسياً لعملية الإصلاح في النظام المالي للدول، وأيضاً ثورة مطلوبة في صناعة الخدمات المالية والمصرفية، بما لها من أبعاد مصرفية واقتصادية واستراتيجية.

هذا ويمثل التوريق أداة لوقف الركود في قطاع العقارات، وزيادة سيولة القطاع المصرفي، وتوفير تمويل طويل الأجل وبتكلفة أقل لقطاع الأسر، وتحريك النشاط والانتعاش في سوق رأس المال الذي يعاني من ركود، وإنشاء مؤسسات مالية متخصصة تجعل سوق المال، وتعبئة استثمارات شركات الاستثمار المؤسسي وتوجيهها نحو عملية التنمية، وتحسين كفاية رأس المال خاصة من خلال بيع المحافظ الائتمانية المرتبطة بموجودات مالية غير سائلة، وتقليل بنية المخاطر العامة، وتعزيز بنية الدخل العام.

ثم إن التوريق يتيح للحكومات تمويل مشاريع البنية التحتية بشكل أفضل، وأيضاً استقطاب مصادر رأس المال من الأسواق الدولية بتكلفة أقل، ويتطلب نجاح عمليات التوريق توفير التشريعات القانونية والضريبية والمحاسبية والرقابية والائتمانية المناسبة لحفز وتحريك وتطوير هذه العمليات، كما يتطلب الأمر تنسيقاً فعالاً بين مختلف الأطراف المعنية من أجل ضمان عدم وجود تناقضات أو مظاهر عدم انسجام في القواعد والتوجهات والنواحي الرقابية والتشغيلية في كل مكونات البيئة المناسبة لعمليات التوريق.

14. نشاط التوريق في مصر

تم تناول نشاط التوريق في المادة الحادية عشر من الباب الثالث من قانون التمويل العقاري رقم 148 لسنة 2001 ويهدف هذه القانون إلى تنشيط السوق العقاري بمصر عن طريق منح المواطن بصفة عامة (ومحدودي

الدخل بصفة خاصة) علي الوحدة السكنية المناسبة له ويشجع علي شراء وحدات سكنية صغيرة في بداية حياة المواطنين ثم الانتقال إلي وحدات أكبر مع زيادة الدخل وعدد أفراد الأسرة مما يشجع المستثمرين والأفراد علي بناء وحدات صغيرة يتم تسويقها بسهولة مع توافر التمويل طويل الأجل وتحويل المواطن من مستهلك إلي مستثمر ومنتج. وبذلك يقوم القانون بحل مشكلة نقص القدرة الشرائية للمواطنين ويوفر التمويل طويل الأجل ويحل مشكلة نقص التمويل الكافي للمستثمرين لبناء وحدات سكنية وتجارية وخدمية وإدارية. ومن أهم أهداف القانون الاقتصادية هو تداول الوحدات السكنية والخدمية والتجارية والإدارية والعقارات القديمة والجديدة بصفة عامة في السوق العقارية الراكدة وغير الراكدة التي تقدر بأكثر من 500 مليار جنيه لذلك فإن زيادة الطلب علي هذه الثروة العقارية سيؤدي إلي إحداث حركة واسعة النطاق في السوق الاقتصادية خاصة انه قطاع مرتبط بصناعات وأنشطة اقتصادية أخرى كثيرة.

تحت عنوان "قيد الضمان العقاري وحوالة الحقوق الناشئة عن اتفاق التمويل". وطبقا لهذه المادة فإنه يجوز للممول أن يحيل حقوقه الناشئة عن اتفاق التمويل إلى إحدى الجهات التي تباشر نشاط التوريق والتي يصدر بها قرار من وزير التجارة الخارجية بعد موافقة إدارة هيئة سوق المال وفقا لأحكام قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992. وتلتزم الجهة المحال لهل بالوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية التي تصدرها في تواريخ استحقاقها من حصيلة الحقوق المحالة.

وبرغم صدور قانون التمويل العقاري وبرغم أهمية هذا القانون بالنسبة لسوق العقارات في مصر إلا انه لم يتم تفعيله حتى الآن. ومن ضمن المعوقات التي اعترض عليها الخبراء التالي:

- نصت المادة الحادية عشر في القانون على ضرورة قيام الممول بضمان الوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية التي يصدرها المحال له واستمراره في تحصيل مستحقات المستثمرين في الأوراق المالية وذلك برغم تحويله لهذه الحقوق الناشئة عن اتفاق التمويل إلى طرف أو جهة أخرى التي تقوم بمباشرة التوريق.
- ينص القانون على إمكانية قيام الممول بتحويل الحقوق لإحدى شركات التوريق إلا انه لا يوجد قانون حتى الآن ينظم نشاط التوريق في مصر. ومن أهم ما يجب أن يمليه هذا القانون هو نوعية وقيمة العقارات التي يمكن أن تقوم هذه الشركات بتمويل شراؤها.
- نص القانون أن الشركة المرخص لها بمزاولة نشاط التمويل العقاري يجب أن تكون شركة مساهمة مصرية ولا يقل رأسمالها المصدر عن 20 مليون جنيه، وألا يقل المدفوع منه عند التأسيس عن النصف، وان تكون نسبة كفاية رأس المال 20 مرة حجم محفظة الإقراض الخاصة بالشركة، وألا تقل نسبة الأصول المتداولة بالشركة إلى الخصوم المتداولة عن 50%، وأن تقدم القوائم المالية إلي الجهة الإدارية ويتم مراجعتها من قبل مراقبان للحسابات من بين المقيدين في سجل تمسكه الجهة الإدارية كل ستة أشهر. وقد وضعت هذه الشروط لضمان تأسيس شركات كبيرة الحجم وقوية ماليا لتكون قادرة على تمويل مثل هذا النشاط. وقد أدت كل هذه الشروط إلى إحجام المستثمرين عن الدخول في مجال التمويل العقاري.
- نموذج التوريق المطبق في الخارج يربط عمليات التمويل العقاري أو غيره من أنواع التمويل المرتبط بالتوريق بالبنوك لأن المؤسسات المالية هي المؤسسات الوحيدة المنوطة بصناعة سوق للتقيد من خلال

توفير العرض والطلب عليه وتكون معظم الأصول الضامنة للديون في أسواق المال في حوزتها وبذلك تكون الأكثر قدرة علي متابعة عمليات التوريق للديون من خلال سابق خبرتها في هذا المجال. ولكن التطبيق في مصر جاء مختلفا للنموذج العالمي فقد تجنب دخول البنوك المباشر في عمليات التمويل العقاري أو ربما تجنبت البنوك توريط نفسها في الأمر مباشرة وقامت بتأسيس شركات تقوم بهذا النشاط. ومن أول هذه الشركات الشركة التي أسستها بنوك القطاع العام الأربعة برأسمال لا يزيد عن 400 مليون جنيه والمدفوع منه 100 مليون جنيه. وقد تم تأسيس شركة مؤخرًا برأسمال مليار جنيه ومن المتوقع أن تقوم جهات أخرى بتأسيس شركات للتمويل العقاري برعوس أموال أقل أو أكثر. وقد يؤدي ذلك إلى دخول الهواة للعمل في مجال التمويل العقاري الذي يتضمن نشاط الإقراض للغير وهذا هو صلب عمل البنوك والمصارف.

• هذا بالإضافة إلى اضطرار هذه الشركات إلى تمويل ديون طويلة الأجل، بمدة قد تصل إلى 30 سنة، مما يحتاج إلى موارد مالية كثيرة ويضيف إلى صعوبة العمل في هذه المجال. وإذا أجرينا مقارنة بين ظروف التمويل العقاري في مصر والولايات المتحدة الأمريكية، سنجد أن في الولايات المتحدة الأمريكية تم تأسيس الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري (جيني ماى-Ginnie Mae) التي تقتصر مسؤوليتها على إدارة برنامج الأوراق المالية المضمونة بالرهن عن طريق القيام بدور الضامن للأوراق المالية المضمونة بمجموعة من الأصول العقارية المرهونة. وفي الثمانينات زاد حجم سوق الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية بسبب العمليات المنفذة من قبل المؤسسة الفيدرالية لقروض المنازل عن طريق الرهن العقاري (فريدي ماك-Freddie Mac) والهيئة الفيدرالية الوطنية للرهن العقاري (فانى ماى) وهما مؤسستين شبه حكوميتين وتقوم فريدي ماك وفانى ماى بشراء قروض الرهن العقاري من البنوك التجارية والمؤسسات الاقتصادية وبنوك الرهن العقاري والمقرضين الأوليين ثم تقوم بحفظ هذه القروض في محافظهما الخاصة أو بيعهم لمستثمرين عن طريق إصدار أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية. لذا فإن أهمية وجود هذه المؤسسات يكمن أولاً في قدرتهم على توفير التمويل اللازم وطويل الأجل للبنوك التجارية والرهن العقاري والمؤسسات الاقتصادية التي تقوم بتمويل نشاط التوريق. وثانياً كون هذه المؤسسات هيئات شبه حكومية فهي تضمن للمستثمر في الأوراق المالية المضمونة بأصول حصوله على مستحقاته. ولذلك يوجد اختلاف في التمويل العقاري بين مصر والولايات المتحدة الأمريكية.

• وقد تم إنشاء هيئة رقابية لتقوم بالرقابة على نشاط التوريق والتمويل العقاري، الأمر الذي قد يؤدي إلى مشاكل عدة أولها إن هذه الهيئة سيقع على عاتقها توفير الخبراء والأدوات للرقابة على هذا النشاط الجديد وثانياً إن نشاط التمويل العقاري والتوريق قد يتضمن دور البنوك مما قد يدخل تحت نطاق رقابة البنك المركزي المصري ويسبب ازدواجية الرقابة.

ومن أجل تفعيل نشاط التمويل العقاري والتوريق فمن الضروري تجنب هذه العقبات القانونية لتجنب المشاكل التي قد تحدث نتيجة لجونا إلى حلول توفيقية قد تؤدي إلى تعثر هذه الأنشطة.