

## المحور الرابع<sup>1</sup>: إعادة هيكلة الأصول من خلال استراتيجيات التوريق

### 1- التمويل المهيكل:

يختلف التمويل المهيكل عن التمويل التقليدي في كونه يبحث من وراء البدائل التمويلية عن تحقيق مزايا عديدة مالية وقانونية وجبائية ومحاسبية، بحيث يسمح بتعديل هياكل التمويل حسب القيود الخاصة بكل احتياج محدد. وعموما توجد ثلاثة أنواع أساسية من التمويل المهيكل هي: تمويل عمليات الاستحواذ (عمليات النمو الخارجي وعمليات الشراء بآثار الرافعة LBO)؛ تمويل الأصول، وتمويل المشاريع التي يكون فيها سداد الدين قائما فقط على التدفقات النقدية المحققة.

#### 1-1- مفهوم ودوافع التمويل المهيكل:

وفقا لـ (Fender & Mitchell 2005) يتكون التمويل المهيكل من تجميع الأصول، ثم بيع الحقوق إلى مستثمرين مختلفين هذه الحقوق يتم هيكلتها على شكل شرائح على أساس التدفقات النقدية الناتجة عن الأصول الضمنية". إذ يعتبر التمويل المهيكل أداة مالية تمكن من تلبية الاحتياجات التمويلية الكبيرة للشركات الكبرى، كما يمكن أن يكون أداة لتحويل مخاطر الائتمان عن طريق إعادة هيكلة الديون إلى عدة شرائح وفقا لمستويات مختلفة للمخاطر تبعا لنوع الدين ( كبير، mezzanine ، صغير).

بالتالي فالتمويل المهيكل قائم على التحليل التوقعي للتدفقات النقدية بناء على: مخططات الأعمال (Business plans) التي يتم إعدادها بطريقة متطورة؛ وعلى تقدير القيمة السوقية المستقبلية للأصول الممولة. وعموما يتميز التمويل المهيكل بما يلي:

- تقسيم التمويل إلى شرائح (تزايد الخطر مع الزمن يؤدي إلى مضاعفة الشرائح والأطراف المتدخلة)؛

- محدودية التقلب للتدفقات النقدية من خلال رسملة الفوائد وتكوين حسابات للاحتياطات؛
- اتخاذ إجراءات بشأن الإنذار المبكر لمراقبة السيولة والقدرة على السداد وقيمة الضمانات. إن دوافع الرجوع إلى هذا النوع من التمويل تنقسم إلى قسمين:
- بالنسبة للمستثمرين يسمح لهم هذا النوع من التمويل بتنويع محافظهم الاستثمارية والقيام بالاستثمارات المناسبة لمستوى المخاطر الذي يبحثون عنه؛
- بالنسبة للمؤسسات المصرفية، يعد التمويل المهيكل أداة لتحويل مخاطر الائتمان.

#### 1-2- السياق التاريخي للتمويل المهيكل:

1 - المحور مستمد بشكل كلي من : عماني لمياء وبن علي سمية، (2021)، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية : التركيب المالي وإعادة الهيكلة ، الطبعة الأولى ، الدار الجزائرية، الجزائر

بالرغم من أن استخدام هذه الأداة المالية ظل مهمشا إلا أن تطبيقها بشكل رئيسي في البداية كان في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الثورة الصناعية لتلبية طلبات التمويل المتعلقة بصناعة السكك الحديدية. ومع تحرير الأسواق المالية خلال السبعينيات، الثمانينات والتسعينات (لا سيما مع تطوير تقنية التوريق ظهرت ابتكارات مالية جديدة أكثر تعقيدا من أي وقت مضى).

بالإضافة إلى ذلك فقد كانت الاستثمارات المرتبطة بالمنصات البترولية نهاية القرن العشرين من العوامل الأكثر اسهاما في زيادة شعبية التمويل المهيكل، فلقد أدى الارتفاع الحاد في أسعار الموارد الطاقوية بعد الأزمات لاستخدام التمويل المهيكل كان ضرورة في المواقف التي كانت فيها أشكال التمويل التقليدية غير كافية أو ذات تكلفة مرتفعة. بالإضافة إلى أن هذا النوع من التمويل يوفر مرونة من حيث مدة الاستحقاق، المخاطر وأنواع الأصول.

### 3-1- استخدامات وخصائص التمويل المهيكل:

هناك اختلاف كبير في وجهات النظر بين المؤلفين عندما يتعلق الأمر بتحديد الأنواع الرئيسية من عمليات التركيب المالي التي يعبر عنها بالتمويل المهيكل: وفقا لـ Caselli et Gatti (2005) هناك أربعة أنواع رئيسية للتمويل المهيكل وهي: التوريق، التأجير المهيكل، تمويل المشاريع، عمليات الاستحواذ، تمويل المشاريع الاستثمارية التي يكون فيها سداد الدين قائما على التدفقات النقدية المحققة. أما بالنسبة لـ Jobst(2007)، يرى أن التوريق هو المعاملة الوحيدة التي يمكن وصفها بأنها تمويل مهيكل. وهو نفس الرأي الذي دعمه Oldfield (1997)، حيث يعتبر أن التوجه إلى التمويل المهيكل يكون غالبا في جميع الحالات المرتبطة بالتوريق. وحسب (Castelli et Gatti 2005) فإن أهم الخصائص الرئيسية المتعلقة بالتمويل المهيكل تتعلق بالنقاط الثلاثة التالية: وجود هيكل محدد أو وعاء متخصص هدفه الأساسي استلام رؤوس الأموال التي تم تجميعها، الحصول على الأصول المستهدفة، إدارة تمويل العملية بالإضافة إلى تحسين الدين: - ستكون جميع النتائج الاقتصادية الجانبية التي ستولدها العملية تحت سيطرة المؤسسة المتخصصة في التوريق (SPV)؛ - هناك فصل كامل بين الأصول المملوكة لأصحاب المصلحة والمؤسسة المتخصصة في التوريق (SPV)؛ - تولد العملية نوعا من عدم الوساطة بين البنوك والشركات المعنية بعملية التمويل المهيكل.

### 2- مدخل إلى التوريق:

ظهرت فكرة التوريق بداية في "الوم أ" في السبعينيات، ثم انتقلت إلى الدول الأوروبية منتصف الثمانينيات من القرن الماضي، وعلى هذا الأساس يعد التوريق تقنية مالية أمريكية عرفت باسم Securitization بمعنى التحويل إلى أوراق مالية، وهي التسمية نفسها التي ارتبطت بهذه التقنية عند انتقال التعامل بها إلى الدول الأوروبية، وفي فرنسا تحديدا، حيث أخذت مسمى (Titrisation) بنفس المعنى السابق. يمثل التوريق نمطا من أنماط التمويل التي تطورت لتصبح أداة لإدارة الميزانية، لإدارة المخاطر، ولخلق القيمة في الشركات، خاصة في المؤسسات المالية. كما يعبر التوريق أيضا وبشكل مباشر عن فكرة

أكثر شمولاً هي التركيب المالي، بحيث تقوم المؤسسة بتحويل الحقوق التي تملكها على الزبائن (مرفقة بمخاطر القرض المرتبطة بها) لمجموعة من المستثمرين الشركاء من خلال هيئة خاصة يتم خلقها لهذا الهدف تحديداً يمكن تسميتها بالصندوق المشترك للتوريق FCT هذا الأخير سوف يعمل على تمويل عملية شراء الديون بإصدار أوراق مالية على خلفية الأصول الضمنية المخطرة التي تكون متداولة في الأسواق المالية.

## 2-1- تعريف التوريق:

التوريق هو تقنية مالية تسمح بنقل نوع من الأصول إلى المستثمرين الماليين، تتمثل هذه الأصول في الديون (القروض) أو الأصول الثابتة، من خلال وسيط مالي متخصص. ويعد التوريق أداة مالية مستحدثة، تتمثل في تحويل القروض (الحقوق أو غيرها من الموجودات) إلى أوراق مالية قابلة للتداول أو المتاجرة، من خلال تحويل الديون من المقرض الأصلي إلى مقرضين آخرين (إعادة تمويل الحقوق). التوريق هو أيضاً تقنية مالية يمكن من خلالها تحويل حقوق أو مطلوبات غير سائلة ومحتفظ بها حتى تواريخ استحقاقها إلى أوراق مالية قابلة للمتاجرة وتتميز بالسيولة. وهو أيضاً تحويل تدفقات نقدية ناتجة استغلال أصل إلى ورقة مالية قابلة للتداول، ويعد التمويل العقاري واحد من أهم تطبيقات التوريق.

تعد عمليات التوريق واحدة من أساليب التركيب المالي والقانوني، حيث يتم نقل ملكية الديون (الموجودات) وتحويلها من شكل لآخر والتأمين على المنتجات الوسيطة خلال كل مرحلة من مراحل العملية، فهي تركيب قانوني له أهداف مالية استثمارية وتمويلية. وسوف يؤدي التوريق الممارس في إطاره السليم إلى الانتقال الفعال للمخاطر على نطاق واسع من المستثمرين المؤسسيين (مؤسسات الادخار التعاقدية نموذجاً) وتتطلب سلامة العملية متابعة معايير الجودة الائتمانية التي تشرف عليها وكالات التصنيف، وتوافق تواريخ الاستحقاق المتعلقة بالدين الأصلي المورق مع تلك المتعلقة بالسندات المتداولة الناتجة عن التوريق، كما يفضل أن تستمر المؤسسة المالية الوسيطة القائمة بالتوريق في إدارة محفظة الأصول المورقة.

التوريق تقنية مالية من خلالها يقوم البنك أو المؤسسة المالية أو أي مؤسسة أخرى تسمى "الطرف المتنازل" بنقل محفظة الحقوق إلى هيئة متخصصة في التوريق، بحيث ترتبط عملية النقل والتحويل بإصدار الأوراق المالية القابلة للتفاوض (سندات وشهادات الخزينة). يسمح إصدار الأوراق المالية بتمويل عملية شراء الحقوق (محفظة القروض)، بحيث تكون عملية تحصيل الفوائد وأصل الدين (عملية الاستثمار في محفظة السندات) مضمونة من خلال التدفقات المالية وقيمة المحفظة المورقة (القدرة على السداد عالية من قبل المقترضين الأصليين مع وجود الضمانات الكافية). وبما أن المؤسسة المتخصصة بالتوريق تركز نشاطها على هذه العمليات من التركيب المالي فسوف تقوم بتجميع وإعادة توجيه تدفقات الخزينة الناتجة عن هذه الأصول التي تم الحصول عليها نحو الأوراق المالية المصدرة من قبل المؤسسة نفسها.

أما المشرع الجزائري فقد عرف التوريق، من خلال نص المادة رقم (02) من القانون 05-06 الصادر سنة 2006، بأنه عملية تحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية قابلة للتداول (مدعمة بقروض رهنية من الرتبة الأولى) عبر مرحلتين: تنازل المؤسسة المصرفية أو المالية عن القروض الرهنية (المؤسسة المتنازلة) لفائدة مؤسسة مالية أخرى

(مؤسسة التوريق)؛ وقيام هذه الأخيرة في المقابل بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول في السوق المالي ممثلة للقروض الرهنية. وبالتالي فالمشرع الجزائري قد حصر التوريق بالنص القانوني على القروض الرهنية العقارية الممنوحة في إطار تمويل السكن. وقد كان الغرض من هذا التشريع هو تحرير رؤوس الأموال لدعم البنوك في تمويل بناء المساكن، لكن ضعف تطور أسواق الرهن العقاري الأساسية وارتفاع معدلات القروض المتعثرة تاريخياً، عوامل حدت من توسع أسواق الرهن العقاري الثانوية.

## 2-2- أنواع التوريق:

يمكن أن نميز بين نوعين أساسيين من التوريق، التوريق التقليدي والتوريق الاصطناعي (الصناعي).

### 2-2-1- التوريق التقليدي:

تطلق على هذا التوريق أيضاً تسمية "التوريق خارج الميزانية"، ويعد هذا النوع من التوريق هو الأكثر استعمالاً وعادة ما تتم العملية حسب الخطوات التالية:

- يقوم الطرف المتنازل أو البادئ والراغب في عملية التوريق بتجميع الديون وتكون على شكل مجموعات أو أصول متجانسة نسبياً، لتحويلها إلى المؤسسة المتخصصة في التوريق (S.P.V) وكذلك تحول معها جميع الحقوق المرتبطة بها؛
- تقوم مؤسسة التوريق بترتب وتصنيف الأصول التي تم تحويلها على شكل شرائح محددة بطريقة جيدة وفقاً للمخاطر المرتبطة بها، وتصدرها على شكل سندات و/أو أسهم (حصص) للتداول من طرف المستثمرين الذي يستفيدون من (الفوائد ورأس المال) من خلال التدفقات المالية للديون التي تم تحويلها؛
- نتيجة إصدار الأوراق المالية تقوم المؤسسة المتخصصة بالتوريق بتعويض محفظة الذمم المدينة (الديون) المكتسبة. في هذه الحالة يكون المستثمر في مأمن من المخاطر المرتبطة بالجهة المتنازلة لأنه من الناحية القانونية لا توجد أي صلة بينها.

الفرق في الفائدة الموجود بين الديون التي تم توريقها وتلك المدفوعة بعد إصدار الأوراق المالية يتم استخدامه تدريجياً لبناء صندوق احتياطي، حيث أن مصلحة الجهة المتنازلة تتمثل في تخفيف العبء على الميزانية العامة من خلال تحرير القدرة التمويلية الجديدة وتحسين عملياتها مع تحويل المخاطر المرتبطة بتلك الديون المتنازل عنها أو المباعرة إلى طرف آخر.

### 2-2-2- التوريق الاصطناعي:

يطلق على التوريق الاصطناعي أو التوريق (الصناعي) أيضاً تسمية "التوريق من الميزانية"، لأن الأصول المورقة تبقى مسجلة على مستوى ميزانية المؤسسة المتنازلة، فهو بذلك يتضمن نقل المخاطر المرتبطة بالأصول الضمنية إلى المستثمرين دون اللجوء إلى تحويل. تستخدم هذه التقنية المشتقات الائتمانية لذا يعبر عليها أيضاً "بالتوريق الاصطناعي عن طريق مشتقات الائتمان" وهي أدوات حماية وتحوط، حيث يقوم المتنازل بالتحوط ضد مخاطر التأخر عن السداد المرتبطة بالأصول المالية على مستوى محفظته عن طريق شراء الحماية التي سيتم بيعها بواسطة مؤسسة التوريق.

يتم الحديث عن التركيب الصناعي في مقابل التركيب الكلاسيكي التقليدي، حيث يُقصد بالتوريق الصناعي العمليات التي لا يوجد فيها تنازل عن المستحقات (الحقوق) أو إعادة تمويلها. تقوم الصفقة على تحوي لكل أو جزء من مخاطر المدين الأولي إلى الطرف المقابل عبر أداة مالية تم تطويرها في السنوات الأخيرة في الأسواق المالية هي المشتقات الائتمانية (مشتقات القرض).

المشتق الائتماني هو أداة تغطية، وهو عقد يوافق فيه شخص ما (بائع التغطية) على دفع مبلغ معين لمشتري التغطية (الذي سيدفع علاوة خلال مدة العقد) في حالة تخلف الشركة عن السداد خلال مدة المشتق الائتماني.

تستند الآلية التي يقوم عليها التوريق الصناعي على إبرام عقد مشتق ائتماني بين البنك والوسيط، حيث يشتري البنك الحماية من المخاطر ويبيع المخاطر المرتبطة بالأصل الضمني للشركة المتخصصة في التوريق SPV. تقوم هذه الأخيرة (بائع الحماية من المخاطر) بإصدار ما يسمى بالأوراق المالية الصناعية، التي يكتتب بها المستثمرون، ويتم استخدام عائدات الإصدار - بشكل جزئي أو كلي- لتعويض مشتري الحماية في حالة التخلف السداد.

التوريق الاصطناعي عن طريق مشتقات الائتمان:

- يقوم المتنازل بشراء الحماية من المؤسسة المتخصصة بالتوريق SPV مقابل علاوة محددة؛
- تقوم المؤسسة المتخصصة بالتوريق بإصدار أوراق مالية (غالبا ما تكون سندات) بقيمة محفظة الأصول الضمنية (المحفظة المغطاة)؛
- يتم استخدام عائدات إصدار الأوراق المالية للحصول على أوراق مالية خالية من المخاطر مثل السندات الحكومية، والتي ستسجل باسم مؤسسة التوريق طوال مدة المعاملة ويتم التعهد بها لصالح مشتري الحماية والسندات؛
- في حالة عدم وقوع أي حدث ائتماني خلال فترة العملية، سيتم بيع السندات الحكومية وتحويل التدفقات الناتجة عن عملية البيع إلى المستثمرين (مشتري الأوراق المالية المصدرة من طرف مؤسسة التوريق S.P.V)؛
- في حالة حدوث خسارة على مستوى أصول المحفظة المغطاة، فسيتم بيع جزء من الأوراق المالية من أجل تعويض مشتري الحماية (المتنازل أو البادئ بعملية التوريق) عن المبلغ المستحق؛
- المستثمرون الذين يخضع سدادهم لمشتري الحماية يتعرضون بالتالي لخطر عدم السداد، الذي يصبح ملموساً بشكل أكبر في حالة ارتفاع الخسائر في محفظة الأصول الضمنية.

على عكس التوريق التقليدي فإن هذا النوع من التركيب المالي لا يهدف إلى رفع رأس مال، كما لا يسمح بتمويل الطرف المتنازل:

1/ بالنسبة للمؤسسات أو مؤسسات الائتمان التي تختار التوريق الاصطناعي: يكون هدفها الرئيسي هو إدارة المخاطر، وبالتالي تكون في مأمن من مخاطر الائتمان/ مخاطر

الطرف المقابل. كما يقدم هذا النوع من التوريق العديد من المزايا خاصة للمؤسسات والشركات التي لا تحتاج إلى تمويل أو التي تحتوي محفظة أصولها الضمنية على بنود تعاقدية لا تسمح بتحويل حقيقي. إضافة إلى ذلك تعد هذه العملية أقل تكلفة وأسهل من حيث الهيكلة والتركيب ويمكن تنفيذها على مبالغ مرتفعة.

**2/ بالنسبة للمستثمرين:** تتمثل فائدة هذا النوع من التوريق الاصطناعي في تحمل جزء صغير من المخاطر المرتبطة بالمستحقات (الديون) مما يسمح بالحصول على أجل أعلى من المنتجات التقليدية ذات هيكل مخاطر أكثر تبادلاً.

كما أن هناك عدة أساليب لتوريق الديون والموجودات يمكن أن نذكر منها:

**أ - استبدال الدين:** تتم العملية من خلال استبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، غير أن هذه العملية تتطلب موافقة جميع الأطراف المعنية على إمكانية تحويل محفظة الديون إلى أوراق مالية قابلة للمتاجرة.

**ب - التنازل عن الأصول إلى الدائنين أو المقرضين:** حيث يشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناتجة عن بيع بعض الأصول أو تأجيرها، ففي عقدي البيع والإيجار يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن الحوالات المتفق عليها عند التعاقد على التوريق، وفي المقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين.

**ج - المشاركة الجزئية:** من خلال بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى بنك متخصص في شراء الذمم وتمويلها، فلا يتحمل بائع الدين بعدها أية مسؤولية إذا عجز المدين عن السداد، لذلك لا بد على مشتري الديون من التحقق من قدرة المدين على السداد مع تقديم الضمانات.

للتذكير فإن الرهون العقارية Mortgages هي قروض للأسر أو الشركات لشراء المساكن أو الأراضي أو غيرها من الهياكل الحقيقية (الأصول الحقيقية)، حيث يعمل الهيكل أو الأرض نفسها كضمان للقروض. سوق الرهن العقاري هو واحد من أكبر أسواق الديون في معظم الدول الأنجلوساكسونية، حيث يتم أخذ معظم الرهون العقارية من قبل الأفراد (القروض مأخوذة من طرف الأفراد). الأصل الأساسي لشركات البناء هو الرهون السكنية. البنوك التجارية أيضاً تقدم قروضاً لرهن العقاري السكنية ولكن لديها محفظة أوسع من الإقراض للشركات والأفراد والمؤسسات المالية الأخرى .

## **2-3- أشكال وصيغ التوريق :**

### **2-3-1- الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية (MBS) :**

كثيراً ما تتم عملية إعادة تمويل المؤسسات المتخصصة في تمويل العقارات السكنية أو مؤسسات القرض من خلال تقنية التوريق، وذلك عندما تسمح القوانين بذلك . ويعد هذا المجال المحرك الأساسي لهذا السوق الناشئ، أي سوق الديون العقارية المورقة. ومن شروط نجاح العملية أن تكون الديون متجانسة، وأن تتوفر المعلومات والوثائق الضرورية عن معدلات التخلف عن السداد والتعثر، وأن تكون الأصول قابلة للإدارة بشكل جيد، مع توفر الدعم المطلوب من قبل السلطات المعنية.

لقد اجتهد المهندسون الماليون في تصميم أشكال متعددة من الأوراق المالية (السندات من قروض الرهن العقاري) بشكل جعل الاستثمار في هذه الأوراق أكثر أماناً في ظل درجة مخاطرة متدنية مع توفير عوائد أي معدلات فائدة تفوق معدلات العائد

على الاستثمارات الخالية من المخاطر، وهو ما يطلبه المستثمر غالبا من خلال المفاضلة بين العائد والخطر ؛ ولكنها معدلات فائدة أقل من تلك المتعلقة بالقروض التي تم توريقها، وهو ما يخدم الجهة المصدرة، ولمثل هذه الأسباب تفسر سيولة هذا النوع من الأوراق المالية. تضمن العملية المصلحة لعدة أطراف من خلال تسهيل القروض عند تحويلها إلى أوراق مالية مصدرة ومتداولة في السوق المالي، وعند استخدام حصيلة التنازل عن محفظة القروض في منح المزيد منها وربما بشروط أفضل، مما يسمح برفع معدل دوران القروض وزيادة مستويات الكفاءة، وتحسين المردودية.

تكون الخطوات المتتالية في هذا النوع من التوريق كما يلي:  
- قيام الجهة المتخصصة في عمليات التوريق بالحصول على محفظة من الديون المتجانسة، وهي قروض ممنوحة من قبل البنوك ومؤسسات القرض لتمويل العقارات السكنية؛

- تحويل تلك المحفظة من القروض إلى أوراق مالية يتم إصدارها في السوق المالي وتكون قابلة للتداول، وغالبا تكون سندات لها تواريخ استحقاق محددة، وتصدر بمعدلات فائدة ثابتة (كوبونات ثابتة).

### 2-3-2- الأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABS):

يمكن استخدام العديد من الضمانات في عمليات التوريق حيث يمكن إنشاء أوراق مالية حول الفئات التالية من الأصول:

- حسابات القبض على بطاقات الائتمان؛
- مختلف أشكال وصيغ القروض الاستهلاكية؛
- القرض الايجاري على وسائل النقل؛
- الديون التجارية (تكون الأساس أو الأصل الضمني لبرامج إصدار الأوراق التجارية أي الأوراق التجارية المدعومة بالأصول)؛
- القروض الممنوحة لفئات معينة من العملاء كالقروض التي تمنح للطلبة (خاصة في الولايات المتحدة)؛
- العقارات التجارية والمهنية.

سوف نركز على ثلاثة أنواع من هذه الأوراق المالية التي يكون الأصل الضمني فيها أصولا وهي ABCP. CARD'S. CAR'S.  
أ- شهادات مستحقات السيارات:

شهادات مستحقات السيارات CAR's :Certificats of Automobile  
Receivables عبارة عن أوراق مالية ناتجة عن توريق قروض السيارات، تتمثل خصائصها الأساسية فيما يلي:  
- مدتها أقصر من مدة سندات الرهن العقاري، مما يجعلها أقل حساسية لمخاطر السداد المبكر.

- غالبًا ما يتم ضمانها بعدة وسائل.
- تتخذ هذه الأوراق المالية شكل "الممر pass through"، أي أن التدفقات النقدية من القروض الأساسية تنتقل مباشرة إلى المستثمرين.
- يكون هذا النوع من العمليات مكلفا من حيث المصاريف الإدارية، كما تكون الضمانات غير مستقرة وقيمتها عرضة لتغيرات معتبرة.

تم إصدار أول شهادات من هذا النوع من قبل بنك "Salomon Brothers" سنة 1985 نيابة عن شركة متخصصة في الخدمات المالية إلى تجار السيارات، وتم دعم هذه الأوراق من خلال "مجموعة" من قروض السيارات التي كان لكل منها تأمينه الخاص.

### ب- شهادات إطفاء الديون المتجددة:

شهادات إطفاء الديون المتجددة CARD's : Cretificates of Amortizing

Revolving

Debt عبارة عن أوراق مالية ناتجة عن توريق المسابقات الناتجة عن استخدام بطاقات الائتمان، وقد خصص بنك "Salomon Brothers" سنة 1986 للمستثمرين خمسين مليون دولار في "مجموعة" من بطاقات الائتمان المصدرة من قبل Bank One ، وقد تميز هذا الإصدار الأول بما يلي:

- مدة الاستحقاق ثابتة وتساوي خمس سنوات؛
- خلال السنة والنصف الأولى تم تحويل الفوائد فقط إلى المستثمرين، وتم تخصيص أقساط سداد رأس المال لتجديد "المجموعة"؛
- لم تستفد صفقة التوريق هذه من ضمان طرف ثالث؛
- أنشأ بنك وان نفسه صندوق احتياطي في حالة التخلف عن سداد مطالبات "التجمع".

### ت- الأوراق التجارية المدعومة بالأصول:

الأوراق التجارية المدعومة بالأصول ABC: Asset Backed Commercial (paper) عبارة عن سندات الدين قصيرة الأجل، وفي هذه الحالة فإن الأوراق المالية المصدرة هي الأوراق التجارية (سندات الدين قصيرة الأجل). يستخدم هذا الجهاز من قبل البنوك لتلبية احتياجات التمويل قصيرة الأجل، أي أصول الاستغلال. وعادة ما يتم تمويل الأصول طويلة الأجل بالسندات، بينما يتم تمويل الأصول قصيرة الأجل (مثل الذمم التجارية المستحقة الدفع في 3 أشهر) بالأوراق التجارية.

### 2-3-3- الأوراق المالية المضمونة (CDO):

تتبع البنوك هذا الأسلوب في التوريق من خلال إصدار سندات مدعومة بالديون (CDO : Collateralised Debt Obligation) وهي مجموعة عامة تشمل أربعة أنواع أخرى من الأوراق المالية وهي:

- CBO: التزامات السندات المضمونة (Collateralised Bond Obligations) عندما يكون الأصل الضمني مكونا من سندات. فهي أوراق مالية تكون فيها المحفظة مكونة من سندات (Bonds).

- CLO :التزامات القروض المضمونة (Collateralised Loan Obligations) عندما يكون الأصل الضمني مكونا من قروض موجهة لدعم الرافعة المالية للشركات. أي أوراق مالية تكون فيها المحفظة المورقة مكونة من قروض.(Loans).
- CSO :الالتزامات الاصطناعية المضمونة (Collateralised Synthetic Obligations) عندما يكون الأصل الضمني مكون من مشتقات الائتمان.
- SFCDO : التمويل المهيكل (CDO): عندما يكون الأصل الضمني مكون من منتجات مهيكلة مثل (Structured finance CDO) ABS .

المحفظة التي تمثل أصلا ضمنا في عملية التوريق من هذا النوع تتميز بعدد محدود للمدينين التجاريين مما يسهل عملية تقييم المخاطر. وفي مثل هذا النوع من التركيب يكون هدف الطرف المتنازل هو تحويل المخاطر الناتجة عن طبيعة الأصول الضمنية. وسواء تعلق الأمر بالتنازل عن الأصول أو بتحويل المخاطر فقط فالعملية تحدث كما يلي:

- في حالة الأوراق المالية CDO تحدث عملية بيع حقيقية لمحفظة الأصول المتجانسة، بحيث يدفع الوسيط سعر شراء الأصول إلى الجهة المتنازلة بفضل حيلة إصدار الأوراق المالية المهيكلة المنمطة (يتم العمل على التمنيظ لاستقطاب المستثمرين). يحصل المستثمرون المكتتبون في هذا الإصدار على مستحقاتهم (قيمة السداد والفوائد) من التدفقات النقدية المتأتية من الأصول، ويمكن أن تنخفض تلك التدفقات في حالة أصول متعثرة.
- في حالة أوراق مالية صناعية تحدث عملية شكلية للتنازل عن المحفظة، هدفها تحويل المخاطر فقط باستخدام المشتقات المالية التي يكون الأصل الضمني فيها ديون كمبادلة مخاطر القروض Credit Default Swap في إطار عملية بيع المخاطر. وتتم هذه العمليات في المؤسسات المالية التي لا تعاني من مشاكل السيولة أو التي تحصل على التمويل بطريقة اقتصادية.

تشرح وكالة "Moody's" وضعية الأطراف المتعاقدة في هذا النوع من التوريق الصناعي كما يلي: الجهة المتنازلة تبيع المخاطر المتعلقة بالأصل وتشتري تأمينا ضد الفشل المالي فتقوم باتباع استراتيجية للتحصين مع الاحتفاظ بالأصول ؛ الوسيط المتخصص يشتري المخاطر ويبيع المشتقات المالية على الديون ويورق الحقوق على الأصول؛ المستثمرون الماليون يقومون بشراء الأوراق المالية المصدرة من قبل الوسيط مع مخاطر الفشل وبالتالي يعرض هؤلاء الجهة المتنازلة عن أي خسارة تتعرض لها الأصول. وتكمن خصوصية هذا التركيب المالي الصناعي في إمكانية تحويل التدفقات (رأس المال والفوائد ومخاطر الفشل) إلى المستثمرين مع الاحتفاظ بملكية الأصول. هؤلاء المستثمرين يسعون لتعظيم فائض القيمة على استثماراتهم من خلال العلاوة المدفوعة من قبل الجهة المصدرة.