

التوريق المستقبلى كآلية مستحدثة لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة

Future securitization as a new Mechanism for Financing Public Legal Entities

دكتور/ أشرف السعيد مبارك مهنا
مدرس القانون العام
كلية الحقوق - جامعة مدينة السادات

Dr. Ashraf Al-Saeed Mubarak Mehana

Lecturer in the Department of Public Law

Faculty of Law - Sadat City University

٢٠٢٤

ملخص البحث

يُعد التوريق المستقبلي من الآليات المستحدثة لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة لا سيما مشروعات البنية التحتية والقومية، إذ تستطيع الدولة باستخدامه ودون تحملها بالتزامات جديدة تمويل مشروعاتها العامة القائمة وغير القائمة من إنشاء وتطوير بنية تحتية واستغلال وتعظيم الفائدة من هذه المشروعات، كما يستطيع التوريق المستقبلي أن يوفر للدولة السيولة اللازمة التي تحتاجها في ظل غياب وسائل التمويل الأخرى كتعسر البنوك أو الأفراد أو في ظل أزمات اقتصادية عسيرة تمر بها الدولة فتعجز مؤسسات ووسائل التمويل عن الحل أو توفير التمويل اللازم لتلك المشروعات العامة، لذا فالتوريق المستقبلي أو توريق الحقوق المالية المستقبلية هو ورقة مالية تصدرها شركات التوريق المرخص لها من الهيئة العامة للرقابة المالية بممارسة النشاط، يخصص لسدادها والعائد عليها نسبة مستقلة من التدفقات النقدية المستقبلية تسمى محفظة التوريق، وتوجه حصيلتها لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة والخاصة بعد موافقة السلطة المختصة بها مقابل ما ينشأ لصالح تلك الجهات من تدفقات نقدية مستقبلية، حيث إن عملية التوريق المستقبلي للحقوق المالية تعتمد بشكل أساسي علي إصدار سندات تكون مدعومة ومضمونة بأصول مالية مملوكة للدولة ككل، تلك الأصول هي التي تحدد قيمة السندات السوقية كأوراق مالية قابلة للتداول.

ولما كانت المشكلة الأساسية التي تواجه الأشخاص الاعتبارية العامة هي التمويل والسيولة، لتطوير وتحديث خدماتها أو إنشاء بنية تحتية جديدة أو مشروعات قومية للدولة، لذا نشطت ووجدت سندات توريق التدفقات النقدية المستقبلية كحلول تمويلية مستحدثة ومبتكرة لتمكين الأشخاص الاعتبارية العامة من تطوير وتنمية أعمالها وتحسين جودة خدماتها المقدمة للمواطنين، حيث تستطيع الدولة وأشخاصها الاعتبارية العامة استخدام التوريق المستقبلي كوسيلة تمويلية لحل أزمة السيولة التي يمر بها الاقتصاد دون الإقتراض من البنوك أو الأفراد أو الدول علي حد سواء، وبه تستطيع الدولة الحصول على احتياجاتها من النقد الأجنبي.

الكلمات المفتاحية:

التوريق المستقبلي - توريق الحقوق المالية المستقبلية - التوريق - اتفاق توريق الحقوق المالية المستقبلية - التوريق بضمان متحصلات آجلة - التوريق بضمان أصول ثابتة - توريق المخاطر.

Summary

Future securitization is considered one of the modern mechanisms for financing public legal entities, especially infrastructure and national projects. By using it, the state can finance its existing and new public projects in infrastructure development, utilization, and maximization of the benefits from these projects. Future securitization can also provide the necessary liquidity for the state in the absence of other financing means such as banking or individuals insolvency, or during challenging economic crises when institutions and financing methods fail to provide the necessary funding for these public projects.

Future securitization, or future financial rights securitization, is a financial instrument issued by licensed securitization companies authorized by the General Authority for Financial Control to conduct business. It is specifically designed for repayment and generates independent returns from future cash flows known as the securitization portfolio, directing its proceeds to finance public and private entities upon approval from the relevant authority in exchange for future cash flows that benefit these entities. So far as,

future securitization of financial rights primarily relies on issuing bonds that are backed and guaranteed by state-owned financial assets, which determine the market value of tradable securities.

The primary challenge facing public legal entities is funding and liquidity, whether to develop and update their services, establish new infrastructure, or national projects for the state. Therefore, innovative financial solutions such as future cash flow securitization bonds have been activated and identified to enable public entities to enhance their businesses, improve the quality of services offered to citizens, and promote development. This helps both the state and its public entities to utilize future securitization as a financial instrument to address liquidity crises in the economy without borrowing from banks, individuals, or other countries. Consequently, the state can meet its foreign currency requirements effectively.

Keywords: Future securitization – Future financial rights securitization – Securitization –future financial rights securitization contract - Securitization with future receivables guarantee – Securitization with fixed assets guarantee - Risk securitization

- مقدمة البحث وأهميته: -

إن تطوير قطاعات المجتمع العامة يتطلب تنشيط الحياة الاقتصادية من خلال توفير التمويل اللازم للأشخاص الاعتبارية العامة القائمة علي هذه القطاعات، لممارسة هذه الأنشطة المختلفة ولكي يتسنى لهذ القطاعات العامة تقديم هذه الخدمات بكفاءة وجودة وضمان واستمراريه في الوفاء بمتطلبات أوجه الاستخدام للأفراد في الدولة، فالأمر يتطلب أن يتوفر لدى الجهات القائمة علي المرافق العامة السيولة الكافية التي تسمح لها بمواصلة تقديم هذه الخدمات بشكل مُستدام، ولا شك أن العالم في الآونة الأخيرة شهد مجموعة من التطورات الاقتصادية بين النمو والانتكاس، الأمر الذي بدوره جعل الدول تسعى جاهدة لإيجاد سُبُل وآليات مستحدثة لمواجهة هذه التقلبات الاقتصادية، والتي من بينها توريق الحقوق المالية المستقبلية كآلية لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة في الدول، كونها القائمة علي تلبية احتياجات المواطنين ومتطلباتهم المختلفة، وتأتي هذه التلبية من خلال مجموعة المرافق العامة في الدولة كمرفق الكهرباء والغاز والمياه والاتصالات والنقل والصحة والتعليم والإسكان وغيرها من المرافق العامة التي تلبى احتياجات المواطنين وتكون محلاً لعملية التوريق المستقبلي.

وفي ظل الدور المتنامي للتوريق المستقبلي كأحد مصادر التمويل المستحدث في سوق المال عامة، ورغبةً في استخدام وطرح آليات جديدة مرتبطة بنشاط التوريق، والتي تعد الذراع الرئيسي لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة والخاصة حديثاً، تضمنت الضوابط الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية وتعديلاتها لعام ٢٠٢٢ أنه يجوز لشركات التوريق إصدار سندات على أن توجه حصيلة تلك

السندات لتمويل وتطوير الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة بعد موافقة السلطة المختصة بها، مقابل ما ينشأ لصالح هذه الجهات من تدفقات نقدية متوقع دخولها في المستقبل في ذمة المَحِيل (الشخص الاعتباري) ويشترط في تلك التدفقات ألا تكون مقيدة أو مشروطة، وأن تكون ناشئة لصالح الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة و خالية من أي حقوق حالية أو مستقبلية للغير، لذا تعتبر آلية توريق الحقوق المالية المستقبلية حلول تمويلية مبتكرة ومستحدثة لتمكين الأشخاص الاعتبارية العامة من تطوير وتنمية أعمالها وتحسين جودة خدماتها المقدمة للمواطنين، فضلا عن قدرتها على مساعدة كافة الجهات القائمة على شئون المرافق والخدمات العامة من توفير السيولة اللازمة لرفع كفاءة وجودة خدماتها المقدمة للمواطنين، حيث تسمح هذه الآلية المستحدثة لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة من الحصول على التمويل مع الحفاظ على أصول ومقدرات الدولة للأجيال المقبلة.

فضلاً عن الأهمية التي تتصف بها هذه الآلية المستحدثة في تمويل الأشخاص الاعتبارية العامة من خلال إتاحة تمويلات نقدية وسيولة لدعم واستكمال مشروعات البنية الأساسية في الدولة، وتمويل الاحتياجات التوسعية للمشروعات العامة من الإيرادات المستقبلية للمشروعات القائمة، كذلك التحرر من قيود العامل الزمني في تجميع الموارد المالية للاستفادة من التمويل المطلوب لاستكمال المشروعات القومية قبل الموجات التضخمية حيث الحصول على تمويل طويل الأجل، ناهيك عن أن هذه الآلية تعتبر تنوع في مصادر تمويل الأشخاص الاعتبارية العامة.

وانطلاقاً من ذلك، سنتعرض في هذه الدراسة لأهم الجوانب المتعلقة بالتوريق المستقبلي أو توريق الحقوق المالية المستقبلية كآلية مستحدثة لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة، نردها بداية بالإطار المفاهيمي لتوريق الحقوق المالية المستقبلية وارتباطها بتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة، ثم نردها ببيان التنظيم القانوني الحاكم لهذه الآلية المستحدثة من عدة جوانب قانونية^(١).

(١) ويرجع تاريخ عملية التوريق علي الصعيد الدولي إلي أحداث الأزمة الاقتصادية الكبرى والحرب العالمية الثانية حيث أخذت بعض الدول بتسوية ديونها المستحقة علي الغير بواسطة توريق الدين، ففي عام ١٩٢٩ - ١٩٣٠ ونتيجة للأزمة الاقتصادية الكبرى لجأت بريطانيا وفرنسا لأخذ معظم مستحقاتهم المالية مواد خام أو أسهم أو سندات، وفي عام ١٩٤٥م وعقب انتهاء الحرب العالمية الثانية فرضت كلاً من الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد السوفييتي شروطهما على الدول المهزومة، وكان من تلك الشروط تسوية الديون التي فرضت على كل من ألمانيا الشرقية وألمانيا الغربية، حيث تمت مبادلة الديون المستحقة بأسهم وسندات وأصول عقارية، كما يرى البعض أن التوريق أضحي ظاهرة منذ الثمانينيات من القرن العشرين في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، حتى أطلق عليها وصف جنون الثمانينيات لشدة تكاليف المصارف على توريق ديونها وتأسست أعداد كبيرة من المؤسسات الخاصة الإصدار السندات والتوريق واقتصرت عمليات التوريق خلال الأعوام ١٩٩٠-١٩٧٠ على العقارات المرهونة وقروض السيارات والبطاقات الائتمانية، ثم توسعت لتشمل معظم التدفقات النقدية.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية ظهر نشاط التوريق في نهاية عقد الستينيات من القرن الماضي، ففي عام ١٩٦٨، تم تقسيم الهيئة الوطنية الفدرالية للرهن العقاري إلى هئتين منفصلتين هما " الهيئة الوطنية الفدرالية للرهن العقاري؛ الوكالة الوطنية الحكومية للرهن وتعتبر أول من أسس نظاماً تقنياً جديداً لتوريق القروض في الولايات المتحدة الأمريكية والعالم في عام ١٩٧٠ من أجل زيادة حجم سوق قروض الرهن العقاري

وفي أوروبا احتلت المملكة المتحدة مكان الصدارة بين البلدان الأوروبية في مجال التوريق ففي عام ١٩٨٤ بدأ العمل بنشاط التوريق، وتعتبر المملكة المتحدة حالياً من أكبر الأسواق النشطة في هذا المجال، ويعود نجاح نشاط التوريق في المملكة المتحدة إلى مرونة إطارها القانوني المنظم لنشاط التوريق وفعالية التشريع الخاص بالمصادرة في حالة العجز عن الوفاء.

- هدف البحث:

عندما يطلق مصطلح التوريق أو التوريق المستقبلي أمام الفقه القانوني وعلماء القانون العام والاقتصاد خاصة، فمنهم من ينظر إليه على أنه سبب الأزمة المالية العالمية، ويتعين النظر له بنظرة تحفظية، ومنهم من ينظر إليه على أنه الوسيلة الأفضل للتمويل، حيث اتخذته بعض الدول كمصدر رئيسي لتمويل مشاريعها التنموية والقومية، وتحقيق

وخلال الثمانينات من القرن العشرين تم تحويل ديون دول أمريكا اللاتينية إلى سندات قابلة للتداول، وتمكنت هذه الدول من سداد الديون التي كانت مستحقة عليها. وتحسن النمو الاقتصادي فيها، وشجع ذلك المستثمرين على تحمل المخاطر والضمان غير المباشر الذي تحملته حكومات هذه الدول.

وفي المنطقة العربية بدأت فكرة التوريق في الانتشار حيث عمدت الحكومات العربية إلى دراسة آليات تطبيق نشاط التوريق في الأسواق المالية، وأصبح النظر إلى هذا النشاط على أنه محرك أساسي لعملية الإصلاح في النظام المالي لهذه الدول، وأداه التمويل المشروعات وفي جمهورية مصر العربية تم تنظيم التوريق بقانون رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية وتعديلاته بالقانون ١٤٣ لعام ٢٠٠٤، وصولاً للقانون ١١٣ لعام ٢٠٢٢ والضوابط المنظمة لإصدار سندات توريق بالقرار رقم ١١٥ لسنة ٢٠٢٢ الصادرة عن الهيئة الوطنية للرقابة المالية. راجع في ذلك: د. علا عبد المنعم عمارة د. أمير محمد محمود طه، توريق الحقوق المالية المستقبلية كنموذج مستحدث لسياسات الشراكة بين القطاع العام والقطاع الخاص في جمهورية مصر العربية، مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، المجلد الرابع والعشرون، العدد الرابع أكتوبر ٢٠٢٣، ص ٢٦٩-٢٧٠. والدكتورة هناء أحمد محمد جاد، الأسس القانونية للتوريق، رسالة دكتوراه كلية الحقوق جامعة أسيوط، ٢٠١٩ ص ٣ وما بعدها، والدكتور وليد محمد المغازي، النظام القانوني لعملية التوريق، رسالة دكتوراه كلية الحقوق جامعة المنصورة لعام ٢٠١٦، ص ١٣ وما بعدها.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن التوريق منتج من منتجات الهندسية المالية والهندسة المالية هدفها تقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية التي تواجه المؤسسات عموماً، إذن التوريق جاء كحل لمعالجة مشكلة مالية، هذه المشكلة لا تختلف في طبيعتها وتكييفها من دولة إلى أخرى، لذا فعملية تطبيق الدول للتوريق كحل أفرزته الهندسة المالية لمشكلة واحدة متشابهة، لن يختلف من دولة إلى أخرى إلا من الناحية الشكلية فقط كما وضحنا لتتناسب مع القوالب القانونية للدولة المُطَبَّق فيها.

معدل نمو مرتفع، وقد فعلتها ماليزيا والبرازيل والولايات المتحدة الأمريكية ومصر حديثاً، لذا فعرضنا لبحث التوريق المستقبلي كألية مستحدثة لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة. التوصل لحقيقة، هل التوريق وسيلة جديه وحقيقية يصلح الاعتماد عليها قانوناً لبناء اقتصاد وبناء بنية تحتية وتمويل وتطوير أشخاص اعتبارية عامة؟ ولمعرفة الإجابة لا بد من تحليل تلك العملية حتى نحصل على إجابة.

- نطاق البحث:

يدور موضوع البحث في فلك التنظيم القانوني المستحدث لعملية التوريق المستقبلي كألية لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة في القانون المصري في إطاره التحليلي خاصة بصدر القانون رقم ١٣ لسنة ٢٠٢٢، بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، حيث إصدار شركة التوريق سندات قابلة للتداول توجه حصيلتها لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة، مقابل ما ينشأ لصالح هذه الجهات من تدفقات نقدية مستقبلية، كذلك ما تم إقراره من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية حيث الضوابط المنظمة لتوريق الحقوق المالية المستقبلية، لذا فإننا على مدار بحثنا سنقصر الدراسة على ذلك الجانب لعملية التوريق المستقبلي، ولن نتعرض لمعالجة الموضوع من الناحية الاقتصادية أو المحاسبية أو التجارية، إلا بالقدر الذي يسمح باكتمال الفكرة، أو يكون ضرورياً لتحليل البحث.

- إشكالية البحث:

يمكن تلخيص الإشكالية التي يثيرها هذا البحث في عدة تساؤلات، تشكل أهداف

البحث في ذات الوقت، كما يلي:

- ما هو مفهوم توريق الحقوق المالية المستقبلية في مجال تمويل الأشخاص الاعتبارية العامة؟

- ما هي أهمية التوريق المستقبلي في تمويل الأشخاص الاعتبارية العامة؟

- ما هي أنواع وأساليب عملية التوريق في مجال تمويل الأشخاص الاعتبارية العامة؟

- ما هو التنظيم القانوني المستحدث لتوريق الحقوق المالية المستقبلية؟

- هل توريق الحقوق المالية المستقبلية توريق للأصول أم لعائدات الأصول المستقبلية أم توريق للديون؟

- ما هي الضمانات والآليات التشجيعية التي تقدمها الدولة حتي تتم عملية التوريق المستقبلي؟

- ما هي مخاطر التوريق المستقبلي علي الأشخاص الاعتبارية العامة وكيفية الحد من هذه المخاطر؟

- كيف يمكن الاستفادة من تجارب بعض الدول في تمويل الأشخاص الاعتبارية العامة بواسطة توريق الحقوق المالية المستقبلية؟

- هل تُعد عملية التوريق المستقبلي للحقوق المالية مناسبة لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة في مصر؟

- ما أثر توريق الحقوق المالية المستقبلية مستقبلاً علي المرافق العامة محل عملية التوريق؟

- منهج البحث:

إن المعاملات المالية من أهم مجالات الحياة اليومية، كما أنها أكثرها نشاطاً وتطوراً، إذ تتجدد وتتطور صور وأوجه هذه المعاملات تبعاً لنشاط وتشعب الحياة الحديثة، ومن أحدث وأبرز هذه التطورات ظهور عملية التوريق كآلية مستحدثة لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة، لذا تعمد هذه الدراسة القانونية إلى إلقاء الضوء علي أهم الجوانب المتعلقة بعملية توريق الحقوق المالية المستقبلية كآلية مستحدثة لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة، وذلك من خلال عرض عدة جوانب هامة تتمثل في: بيان ماهية عملية توريق الحقوق المالية المستقبلية واتفاق التوريق وأهميتها وأنواعها وأركانها وارتباطها بالأشخاص الاعتبارية العامة، فضلاً عن بيان ماهية الأشخاص الاعتبارية محل عملية التوريق والضمانات التي تقدمها الدولة لإتمام التوريق المستقبلي، وصولاً لتطبيقات عملية التوريق ودورها في تمويل المشروعات والأشخاص الاعتبارية العامة، كذلك بيان الإطار القانوني المنظم لعملية التوريق كآلية مستحدثة في تمويل الأشخاص الاعتبارية العامة في جمهورية مصر العربية، فضلاً عن آثار ومخاطر ذلك التوريق المستقبلي علي المرافق العامة مستقبلاً، وذلك وفق دراسة تحليلية، تعتمد المنهج التحليلي أساساً لها مع الاستعانة جزئياً بالمنهج المقارن، مما يسمح لنا بتقييم قانوني وموضوعي للجوانب القانونية للتوريق المستقبلي كآلية ونمط مستحدث لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة.

- خطة البحث:

الفصل الأول: ماهية توريق الحقوق المالية المستقبلية وارتباطها بالأشخاص الاعتبارية العامة

المبحث الأول: مفهوم توريق الحقوق المالية المستقبلية

المبحث الثاني: أهمية التوريق المستقبلي في تمويل الأشخاص الاعتبارية العامة

المبحث الثالث: أنواع وأساليب عملية التوريق كآلية لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة

المبحث الرابع: تمييز توريق الحقوق المالية المستقبلية مما يشته به

الفصل الثاني: التنظيم القانوني لتوريق الحقوق المالية المستقبلية (التوريق المستقبلي)

المبحث الأول: القوانين المنظمة للتوريق وآليات تشجيع المشرع له في مصر

المبحث الثاني: مخاطر التوريق المستقبلي وكيفية الحد منها

المبحث الثالث: المجالات التطبيقية لتوريق الحقوق المالية المستقبلية

المبحث الرابع: سبل تعزيز التوريق المستقبلي في تمويل الأشخاص الاعتبارية العامة

الخاتمة.

الفصل الأول

ماهية توريق الحقوق المالية المستقبلية وارتباطها بالأشخاص الاعتبارية

العامة

تمهيد:

من أهمّ التّطورات التي شهدتها أسواق المال العالمية ظهور العديد من الأدوات المالية الحديثة أهمها نظام التوريق الذي أخذ في الانتشار الواسع بشكل مذهل في كافة أسواق المال العالمية والمحلية، حيث ظهر التّوريق كآلية تمويلية حديثة، ويعني إمكانية الحصول على تمويل جديد عن طريق تحويل القروض إلى أوراق مالية⁽¹⁾ في صورة أسهم أو

(1)-Securitization: Definition, Meaning, Types, and Example,2024.
<https://www.investopedia.com/ask/answers/07/securitization.as2024>

وتحدر الإشارة هنا إلى أن التوريق علي وجه العموم يُعد من المشتقات المالية التي كان مهدها الولايات المتحدة الأمريكية في ثمانينات القرن العشرين (لحل مشكلة القروض الإسكانية العقارية، ثم أخذت مؤشرات اللجوء للتوريق في الزيادة في كافة دول العالم،

-MIGUEL SEGOVIANO، BRADLEY JONES، PETER LINDER AND JOHANNES BLANKENHEIM; securitization "lessons learned and road ahead، p7. working paper published in site; <http://www.imf.org/.../wp/3255pdf> as at November2013.

- وفي زيادة مؤشر الشركات في اللجوء إلى التوريق على الصعيد الدولي انظر:

-GARY B. GORTON NICHOLAS S. SOULELES: special purpose vehicles and securitization، university of Chicago press، 2007، P 588. working paper published in site; <http://www.nber.org/chapters/c9619> as at january 2007.

- كما أن التوريق لا ينشأ ابتداء من نفسه، وإنما يشتق من أصل موجود وتصرف قانوني يسبقه، فعندما تورق شركة التوريق أصول ما (حقوق مالية ومستحقات أجله الدفع أو تدفقات نقدية مستقبلية)، فإنه من المؤكد أن هذه الحقوق والمستحقات ناتجة عن تصرف قانوني قد تم بالفعل (اتفاق أو عقد التوريق). وللمزيد يراجع: الدكتور وليد محمد المغازي، النظام القانوني لعمليات التوريق، رسالة دكتوراه

صكوك أو سندات، مما يعطي للدائن فرصة لترويج واستغلال أصوله وقروضه بعد تحويلها إلى أوراق مالية في البورصات المالية أي تحويل الأصول والديون المستحقة تجاه مدينه إلى أوراق مالية قابلة للتداول في، وبالتالي يزيد حجم ونوع هذه الأوراق والمضاربين عليها الأمر الذي يساهم في تطوير المشروعات القومية والمرافق العامة وغيرها من القطاعات العامة الهامة في الدولة^(١)

=كلية الحقوق جامعة المنصورة عام ٢٠١٦، ص ١٤، والدكتورة هناء أحمد محمد جاد، الأسس القانونية للتوريق، رسالة دكتوراه كلية الحقوق جامعة أسيوط، عام ٢٠١٩، ص ٣ وما بعدها.

(١) وفي تمويل البنية التحتية، أنظر جيه بولفوريستر، توريق قروض تمويل المشاريع (الاحتياجات غير الملباة للبنية التحتية وتمويل المشاريع الأخرى)، " لقد كان تمويل المشاريع منذ فترة طويلة خياراً جذاباً لتمويل الشركات، وخاصة في الصناعات كثيفة رأس المال مثل النقل والطيران والسكك الحديدية والشحن، والتعدين، والنفط والغاز، وخطوط الأنابيب وتوليد الطاقة غير المرافق. ومع النمو الأخير في التجارة العالمية وفرص الخصخصة، والاستثمار الأجنبي والمشاريع المشتركة والتحالفات الاستراتيجية ذات الشعبية الحالية، هناك اهتمام متزايد بتطبيق تمويل المشاريع لتوفير رأس مال الديون اللازم لذلك، وعلى وجه الخصوص، تتزايد متطلبات البنية التحتية مثل النقل والطاقة والاتصالات والبيئة على المستويين المحلي والدولي، وهي تتجاوز بكثير التمويل العام المتاح لهذه المتطلبات. وقد أدى ذلك إلى استكشاف وتطوير بدائل القطاع الخاص لمصادر التمويل العام التقليدية، وخلق معجماً جديداً لـ"الشراكات بين القطاعين العام والخاص" و"خصخصة البنية التحتية" لهذه الأنشطة، ومع ذلك، فإن التوريق يوفر رأس مال جديد لتمويل هذه البنية التحتية الحيوية وغيرها من احتياجات تمويل المشاريع

دون تشريعات جديدة

- كما أنه يلاحظ أن السبب في تشجيع عمليات التوريق هو كونه وسيلة جيدة للتمويل، فالتوقع للتوريق أن يشكل نسبة ٨٠٪ من عمليات التمويل في العالم حتى عام ٢٠٢٤، وهذه النسبة تعد مرتفعة للغاية، ولعل السبب في هذا الارتفاع لا يرجع إلى عدد الصفقات التي تكون محلاً للتوريق وإنما للتمويل الجيدة الذي لا يحمل الدول بالتزامات حادة، **ولكن نساءل** إذا شكل التوريق أكثر من نسبة ٥٠ % من عمليات التوريق في العالم، هل سيتحول الاقتصاد إلى اقتصاد هش وفاقعة مالية، لأن التوريق مشتق من حق موجود فالتوريق لا يوجد ابتداء كما أسلفنا، وبالتالي على فرض أن الحقوق المالية هي قروضاً

- مفاهيم جوهرية في عملية التوريق المستقبلي:

لما كان نظام التوريق وما أُستحدث عليه ما زال نشاطاً حديثاً يُستحدث من خلاله آليات تمويلية جديدة أهمها توريق الحقوق المالية المستقبلية، فكان لزاماً علينا بيان مجموعة من المفاهيم المُوجزة التي تخدم دراستنا نحو بيان الجوانب المختلفة لآلية التمويل المستحدثة، حيث تمويل الأشخاص الاعتبارية العامة وتطوير خدماتها، وذلك علي النحو التالي:

- **التوريق:** معاملة يتم بموجبها نقل محفظة التوريق من المنشئ إلى مؤسسة توريق والتي تتحمل المخاطر المتعلقة بالأصول المالية في المحفظة، وتصدر بناءً عليها أدوات مالية مورقة وفقاً لأحكام هذا القرار .

- **سندات توريق الحقوق المالية المستقبلية:** هي ورقة مالية تصدرها شركات التوريق المرخص لها من الهيئة بممارسة النشاط، يخصص لسدادها والعائد عليها نسبة مستقلة من التدفقات النقدية المستقبلية تسمى محفظة التوريق، وتوجه حصيلتها لتمويل الأشخاص

=ممنوحة، وعلى فرض أن تلك الحقوق جميعها ستورق، إذن سيكون التمويل من عمليات التوريق بنفس وذات قيمة التمويل من عمليات التمويل الأصلية غير التوريق، وبالتالي سيشكل ٥٠٪ فقط، ومعنى أن يشكل التوريق ٨٠٪ إذن ما ينتج عن عملية التوريق من حقوق مالية أجلة الدفع أو تدفقات مستقبلية يتم توريقها مرة أخرى في السوق، الأمر الذي يشكل خطورة فذلك هو ما كان سبباً في حدوث الأزمة المالية العالمية، خاصة أن آلية التوريق الآن لم تعد قاصرة علي توريق الديون فقط بل بداية من عام ٢٠٢٢ إلى ٢٠٢٤ بدأ توريق الحقوق المالية المستقبلية لما يتوقع تدفقه مستقبلاً وهذا بلا شك يحيطه مجموعه من المخاطر سنبينها في موضعها من الدراسة في ذات المعنى:

- MIGUEL 2008 SEGOVIANO BRADLEY JONES، PETER LINDER JOHANNES AND BLANKENHEIM; op cit، p 3.

ومشار إليه الدكتور وليد محمد المغازي، النظام القانوني لعمليات التوريق، المرجع السابق، ص ١٦.

الاعتبارية العامة والخاصة بعد موافقة السلطة المختصة بها مقابل ما ينشأ لصالح تلك الجهات من تدفقات نقدية مستقبلية.

- شركة التوريق (المحال لها): شركة التوريق هي التي تزاوّل نشاط إصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقرر لها.

- محفظة التوريق: هي محفظة تتضمن الأصول المالية وكل ما يرتبط بها من تعزيزات ائتمانية وضمانات مقدمة من الملتزم. أو هي ذلك الوعاء القانوني الذي يحتوي علي الحقوق المالية والمستحقات آجلة الدفع الناتجة عن اتفاق التوريق ككل.

- الملتزم: الشخص الذي يلتزم بشكل مباشر أو غير مباشر بموجب عقد أو أي ترتيب آخر بتقديم ضمانات أو تعزيزات ائتمانية لمحفظة التوريق، وقد يكون المنشئ أو مؤسسة التوريق أو أي شخص خر.

- اتفاق التوريق: الأداة القانونية المنشأة للعلاقة بين أطراف عملية التوريق.

- المنشئ (المحيل): الشخص الاعتباري مالك الأصول المالية في محفظة التوريق والذي يسعى لبيعها وتحويل ما يرتبط بها من حقوق وضمانات لمؤسسة التوريق وفقاً لأحكام هذا القرار أو هو ذلك الطرف الذي يملك الحقوق المالية والمستحقات آجلة الدفع، المكونة لمحفظة التوريق، كما أنه هو الطرف الذي تتولد لديه حاجة للحصول على التمويل، فيلجأ إلى حوالة المحفظة المملوكة له، إلى شركة متخصصة لتوريقها، والمحيل يسمى المنشئ لأنه هو المالك لمحفظة التوريق ابتداءً ومنشئها، ويسمى أيضاً البادئ لعملية التوريق لأن عملية التوريق تتوقف على رغبته في بيع حقوقه المالية ومستحقاته

أجلة الدفع، وبمجرد اتخاذ قراره بذلك، وتشجيعه لعملية التوريق، ورعايته لها، فيمكننا القول بنجاحها.

– أطراف عملية التوريق: تنقسم أطراف عملية التوريق لأطراف أساسية وأطراف مساعدة فالأطراف الأساسية هم: (المحيل أو المنشئ - شركات التوريق أو التسديد - مدين محفظة التوريق - المستثمر في السند المالي المورق)، أما الأطراف المساعدة هم: (أمين الحفظ - مراقب الحسابات - المستشار القانوني لعملية التوريق - شركات التصنيف الائتماني).

وبقدر ما تسعى الدول جاهدة لتطوير وتحسين المرافق العامة وتلبية كافة الخدمات لمواطنيها من خلال هذه المرافق، بدأ التوجه نحو إعادة هيكلة قطاعات كثيرة في الدولة بما يخدم هذا السعي، مما يضعها أمام تحد دائم ومُستمر يُحتم عليها ضرورة توفير التمويل الكافي لتلبية هذا التطور المتبوع بتقديم الخدمات بصفة مستمرة، الأمر الذي أَسْتوجب علي الدول استحداث وسائل وآليات تمويلية جديدة لتحقيق هذا السعي والتي من بينها توريق الحقوق المالية المستقبلية كآلية تمويلية مستحدثة لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة، الأمر الذي حتم علينا توضيح كافة الأبعاد والجوانب المتعلقة بالإطار المفاهيمي لعملية توريق الحقوق المالية المستقبلية بشكل عام ومدى إمكانية اعتمادها وسيلة تمويلية للأشخاص الاعتبارية العامة في جمهورية مصر العربية، وذلك علي النحو التالي:

المبحث الأول: مفهوم توريق الحقوق المالية المستقبلية

المبحث الثاني: أهمية التوريق المستقبلي في تمويل الأشخاص الاعتبارية العامة

المبحث الثالث: أنواع وأساليب عملية التوريق كآلية لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة

المبحث الرابع: تمييز توريق الحقوق المالية المستقبلية مما يشبهه به

المبحث الأول

مفهوم توريق الحقوق المالية المستقبلية

التوريق لغة إخراج الورق، فنقول ورق الشجر "بتشديد الراء وفتحها" توريقاً أي أخرج ورقه، واصطلاحاً تعني تحويل الحقوق المالية أو القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى سندات قابلة للتداول في أسواق المال وهي أوراق تستند لضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية مرجوة ولا تستند إلي مجرد القدرة المتوقعة للمدين علي السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين^(١)، وكلمة التوريق أو التسنيد ترجمة لكلمة Securitization والتي تعني تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول - خاصة مستندات الدين - المشتقة من كلمة Security أي ورقة مالية^(٢)، فالتوريق عبارة عن آلية مالية تستطيع بموجبها الدولة أو البنوك سحب جزء من أصولها وحقوقها المالية غير القابلة للتداول، والتنازل عنها لمؤسسة مالية أخرى منشأة لهذا الغرض تسمى مؤسسة

(١) الدكتورة هناء أحمد محمد جاد، الأسس القانونية للتوريق، المرجع السابق، ص ١٨٠، والدكتور وليد محمد المغازي، النظام القانوني لعمليات التوريق، المرجع السابق، ص ٣٨. الدكتور سعيد سيف السيوسي، نظام التوريق كمصدر من مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث، مجلة الحكمة للدراسات الاقتصادية، المجلد ٧ العدد ٢ لعام ٢٠١٩، ص ١٠.

(٢) الدكتور محمود فكري الشاهد والدكتور ساهر أحمد عبد النافع، عمليات التوريق بين النظرية والتطبيق، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، ٢٠٢٢، ص ١٥.

-Securitization: Definition، Meaning، Types، and Example، op.cit <https://www.investopedia.com/ask/answers/07/secritization.as2024>

- Securitization as an innovative refinancing mechanism and an effective asset management tool in a sustainable development environment,2020 https://www.researchgate.net/publication/340833566_Securitization_as_an_innovative_refinancing_mechanism_and_an_effective_asset_management_tool_in_a_sustainable_development_environment.

التوريق، وذلك بهدف الحصول على السيولة السريعة والتقليل من المخاطر والحاجة إلى الأموال الخاصة^(١).

التعريف الفقهي للتوريق:

أصبح اللجوء إلى التوريق كأحد الابتكارات المالية التي تعمل على سد فجوة التمويل ضرورة تتطلبها التطورات على الساحة المصرفية المحلية والدولية، لذلك نجد أن هناك تعريفات متعددة للتوريق باعتباره عملية وليس باعتباره اتفاق، فاختلقت التعريفات طبقاً للمنظور الذي تنطلق منه هل توريق للديون أم توريق للأصول الجامدة أم توريق تدفقات نقدية مرجوة في المستقبل، فالتوريق علي وجه العموم Securitization هو إجراء يدرس تحت مظلة نظم التمويل المركب والأذونات المصرفية، وهو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانياً ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقيلاً للمخاطر، وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك، أو هو تحويل القروض من كونها قروض مباشرة إلى أوراق مديونية متنوعة ولاسيما السندات،، يتضح مما تقدم، أن عملية التوريق تؤدي إلى تحويل القروض من

(٣) الدكتور محمد علي العلي وميسون عبد الوهاب المصري، إمكانية توريق الديون الناجمة عن عقد تحويل الفاتورة (الفاكتورنج) دراسة تحليلية مقارنة، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية المجلد ٢٠ العدد ١، لعام ٢٠٢٣، ص ٤١٤.

أصول غير سائلة إلى أصول سائلة^(١)، كذلك عرفه البنك الدولي للإنشاء والتعمير علي أنه " حشد للأصول وعرضها للبيع للمستثمرين كأوراق مالية قابلة للتداول"^(٢).

كما عُرف نظام التوريق بأنه تحويل القروض أو أدوات الديون غير السائلة إلي سندات قابلة للتداول في أسواق المال وهي أوراق تستند إلي ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية مرجوة ولا تستند إلي مجرد القدرة المتوقعة للمدين علي السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين^(٣).

كذلك تم تعريف التوريق فقهيًا بأنه أسلوب تمويلي تستطيع من خلاله المؤسسة أو الدولة تحويل الأصول غير السائلة، أي التي ليس لها سوق للتداول، إلي أصول سائلة قابلة للتداول بسهولة، وذلك من خلال مؤسسة ذات غرض خاص تصدر أوراقاً مالية وتطرحها للمستثمرين في السوق المالي، ومن خلال هذه العملية يستطيع البنك أن أو المؤسسة المالية بشكل عام أن تسوق أصول مالية غير قابلة للتداول إلي أوراق مالية مسندة بأصول مالية ذات قيمة مع ضمانات يتم تداولها^(٤).

(١) الدكتور راتول محمد، والدكتور مداني محمد، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر، الملتقي الأول حول سياسات التمويل وأثره علي الاقتصاديات والمؤسسات، ص ٢.

(٢) الدكتور محمد أحمد، غانم التوريق "الماهية - المزايا - الإجراءات - العناصر"، المكتب الجامعي الحديث ٢٠٠٩، مشار إليه النظام القانوني لعمليات التوريق، المرجع السابق، ص ٣٨ وكذا موقع

البورصة الإلكتروني www.egyptse.com

(٣) سعيد سيف السبوسي، نظام التوريق كمصدر من مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث، مجلة الحكمة للدراسات الاقتصادية بدولة الامارات العربية، المجلد ٧ العدد ٢ لعام ٢٠١٩، ص ١٠.

(٤) إفتيسان سليمة، بومراو سميرة، التوريق كألية لإعادة التمويل، رسالة ماستر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان ميرة، ٢٠١٨، ص ٧.

أو هو استراتيجية مالية تقوم فيها المؤسسات بتحويل تدفقات دخلها المستقبلية بالدولار إلى أوراق مالية أو أصول قد تكون مرفقاً حكومياً، أو ميناء، أو شركات أو أي كيان قادر على تحقيق إيرادات دورية متكررة قابلة للتداول، وتتضمن هذه العملية تجميع تدفقات الإيرادات المستقبلية معاً وإصدار أوراق مالية مدعومة بهذه التدفقات النقدية، ثم يقوم المستثمرون بشراء هذه الأوراق المالية، مما يوفر للدولة مبلغاً نقدياً مقطوعاً مقدماً مقابل الحصول على تدفقات مالية سريعة^(١)، ويرى جانب من الفقه الأمريكي أن التوريق هو إصدار أوراق مالية (سندات) مضمونة بمجموعة من الحقوق المالية (محفظة التوريق) مستقلة عن الجهة المنشئة لهذه المحفظة، وتعطي هذه السندات لأصحابها حق الأولوية على جميع الحقوق المالية والفوائد التي تنشأ عن هذه المحفظة^(٢).

(١) وفاء صابر، توريق الإيرادات الدلارية، مقال منشور بالمعهد المصرفي المصري، تاريخ الزيارة ٢٠٢٤/٣/٢٠،

<https://masrafeyoun.ebi.gov.eg/2024/03/28/%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%8A%D9%82%D8%A7%D9%84%D8%A5%D9%8A%D8%B1%D8%A7%D8%AF%D8%A7%D8%AA%D8%A7%D9%84%D8%AF%D9%88%D9%84%D8%A7%D8%B1%D9%8A%D8%A9/>

(2) Stephen B. Strauss Securitization Workshop Capital market Authority and Egypt Financial Services Project July B. 2005.p 111-113.

لذا يمكننا تعريف نظام التوريق المستقبلي كألية لتمويل الأشخاص

الاعتبارية العامة من الزاوية الفقهية علي أنه عملية قانونية تتم من خلال اتفاق قانوني لتكوين محفظة مالية (حقوق مالية أو مستحقات آجلة الدفع أو عائدات وتدفقات نقدية مستقبلية) تسمى محفظة التوريق ثم تحال إلي مؤسسة تسمى شركة التوريق والتي تتولي بدورها توريق المحفظة وذلك بتحويلها لسندات موقرة قابلة للتداول في سوق المال تكون مضمونة بتلك الحقوق المالية المستقبلية، وتحصل من خلالها الدولة علي السيولة العاجلة والسريعة لإنشاء وتنفيذ وتطوير المرافق العامة القائمة وغير القائمة.

مثال توضيحي لكيفية إتمام عملية أو اتفاق التوريق سواء توريق ديون أو مستحقات

آجلة الدفع أو توريق عائدات وتدفقات نقدية مستقبلية، فعلي سبيل المثال أن هناك شركة تعمل في مجال تجارة العقارات، أبرمت أكثر من ١٠٠٠ عقد بيع فيلا بالتنقيط هذه العقود ينتج عنها حق للشركة مقتضاه مطالبة المشترين بالثمن، والثمن مؤجل التنفيذ على دفعات متتالية (توريق ديون أو مستحقات آجلة الدفع)، والفرص هنا أن الشركة تنقصها السيولة أموال، لأنها أخرجت ما لديها من سيولة بالتنقيط في بناء العقارات، وترغب في سيولة الآن لكي تستطيع مباشرة نشاطها، فماذا تفعل تلك الشركة؟ **فالحل** توريق ما هو مستحق لها أي حقوقها المالية الناتجة عن عقود بيع العقارات لديها، **كذلك** حالة الأصول الجامدة كأنشاء البنية التحتية أو المشروعات العامة للدولة أو تطوير المرافق العامة القائمة (توريق الأصول أو العائدات والتدفقات النقدية المستقبلية) مثلما حدث في مشروعات هيئة المجتمعات العمرانية المصرية السكنية وقطاع التعليم (سيرا)، فالدولة تحتاج لسيولة وقتية لحل أزمة اقتصادية أو تريد إنشاء مرافق عامة أو تطويرها

فتلجأ لعملية التوريق المستقبلي والحصول مقدماً علي تمويل مقابل ما ينشأ لهذه المرافق أو الأشخاص الاعتبارية من تدفقات وعائدات مستقبلية ولكن كيف يتم ذلك الأمر؟

التوريق هنا يكون بجمع هذه الحقوق المالية الناتجة عن العقود المتجانسة جميعها أو الأصول موضع التوريق المستقبلي في وعاء واحد يسمى محفظة توريق، وبيعها إلى شركة متخصصة تعمل في مجال التوريق تسمى شركة التوريق، فتأخذ الشركة هذه المحفظة، وتقسمها إلى سندات تساوي قيمة الأصول السوقية، وتطرحها للاكتتاب العام، فيكتتب المستثمرون فيها، ومن الحصيلة التي دفعها المستثمر تدفع شركة التوريق الالتزامات الناتجة عن عقد الحوالة للشركة المحيلة للمحفظة المكونة منها الحقوق والمستحقات أجله الدفع أو التمويل المرجو عند حالة التوريق المستقبلي.

التعريف التشريعي والقانوني للتوريق:

إضافة لمُجمل التعريفات الفقهية سالفة الذكر التي تم ذكرها علي سبيل المثال، أخذت فكرة التوريق أهمية بالغة من جانب رجال القانون وتبلورت هذه الأهمية في الأطر القانونية المختلفة المنظمة لعملية التوريق، لذا عمدت التشريعات القانونية لبيان هذه الأطر المتعلقة بماهية التوريق، ف نجد التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية قد أرتبط التوريق أساساً بالرهن العقاري مقابل القروض الإسكانية عندما اشتدت أزمة الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تعرض النظام الأمريكي لتمويل قطاع الإسكان إلي مشكلة عجز المؤسسات المالية عن تمويل هذا القطاع، لاعتمادها على موارد قصيرة الأجل لتقديم قروض طويلة الأجل، ومن أجل التقليل من مشكلة السيولة التي تعاني منها هذه المؤسسات تم إنشاء مؤسسة أطلق عليها اسم البنك الفدرالي للسكن (Federal Home

Loan Bank (FHLB) عام ١٩٣٠، هذه المؤسسة تعمل على نظام التسهيلات المالية Secondary Mortgage Facility (SMF) الذي يقوم على أساس توفير الأموال اللازمة من أجل وضعها تحت تصرف السوق العقارية الابتدائية Fannie Mae وتعد أول مؤسسة مالية حكومية متخصصة في إعادة تمويل الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية وطبقاً للتعديلات التي أجريت على القانون عام ١٩٦٨، فقد تم فصل هذه الهيئة إلى الهيئة الوطنية الفدرالية للرهن العقاري وعرفت بـ (Fannie Mae) والهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري (Ginnie Mae)^(١).

وكان أول من قام بعملية توريق فعلية (Ginnie Mae) عام ١٩٧٠ لتأتي بعدها مؤسسة (Fannie Mae) عام ١٩٧٠ وتم في عام ١٩٧٠ أيضاً إنشاء مؤسسة جديدة هي الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري (Freddie Mac) وكان الهدف من إنشائها هو توريق الرهونات العقارية التقليدي، وفي عام ١٩٧٥ بدأت هذه المؤسسة بإصدار السندات المؤمنة برهونات عقارية من الدرجة الأولى^(٢).

أما عن التوريق في فرنسا وبيان موقف المشرع الفرنسي تجاه تعريف هذا النظام فقد أُدرجت آلية التوريق في المجالي المالي بداية من عام ١٩٨٨ من خلال القانون رقم

(1) Cairo & Alexandria stock exchange، asset backed securities 22/9/2011، p3.
Depuis le site web: 22/09/2011
www.egx.com.eg/pdf/Asset_backed_Securities.pdf.

ومشار إليه محمد علي العلي وميسون عبد الوهاب المصري، إمكانية توريق الديون الناجمة عن عقد تحويل الفاتورة (الفاكتورنغ)، دراسة تحليلية مقارنة، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، المجلد ٢٠ العدد ١، ص ٤١٤. والدكتورة هناء أحمد جاد، الأسس القانونية للتوريق، المرجع السابق، ص ٤-٥.
(٢) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات المالية، منشأة المعارف، القاهرة ٢٠٠٣، ص ١٤٧، ومشار إليه محمد علي العلي وميسون عبد الوهاب المصري، إمكانية توريق الديون الناجمة عن عقد تحويل الفاتورة (الفاكتورنغ)، المرجع السابق، ص ٤١٥.

٨٨-١٢٠١ المتعلق بتأسيس الصناديق المشتركة للديون^(١) والذي يعتبر أول قانون في فرنسا نص علي آلية التوريق كوظيفة للهيئة المكلفة بالتوريق وأن مؤسسة التوريق في فرنسا عبارة عن الصناديق المتخصصة في توظيف الديون المجموعة Les Fonds Com (FCC) muns De Creance والتي تعتبر مؤسسات التوريق في فرنسا، ثم صدر المرسوم التنفيذي رقم ٨٩-١٥٨^(٢) ، وقامت لجنة عمليات البورصة بإرفاق كل من القانون رقم ١٢٠١ - ٨٨ والمرسوم التنفيذي بنص تنظيمي رقم ٠١-٨٩ يتضمن طريقة اعتماد و عمل الصناديق المتخصصة في توظيف الديون المجموعة، حيث إنه قد عرف القانون رقم ١٢٠١-٨٨ السالف الذكر تعديلات عديدة، كان الهدف منها خلق إطار قانوني مرن ومبسط لعمليات التوريق والإجراءات المتعلقة بها، أول هذه التعديلات كانت بموجب القانون رقم ٠٦-٩٣ المؤرخ عام ١٩٩٣، كما لحق عليه عدة تعديلات أهم ما جاءت به السماح للصناديق المتخصصة في توظيف الديون المجموعة (FCC) بالحصول على قروض جديد، والقيام بعدة إصدارات بدل إصدار واحد، وتوسيع مجال عمليات التوريق لتشمل القروض التي تحوزها شركات التأمين، والمؤسسات الصناعية و

(١) "Lio no 88- 1201 du 23 décembre 1988، relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilière et portant création des fonds communs de créances، J.O.R.F du 31 décembre 1988.

<http://www.legifrance.gouv.fr>.

" Le fondscommun de créances est une Copropriété qui a pourobjectif exclusif d'acquérir les créances détenues par l'établissementde crédits la caisse de dépôts et consignations ou les entreprises d'assuranceet d'émettre des parts représentatives de ces créances ".

(2) Décret d'application no 89- 158 du 9 Mars 1989، portant، l'application des articles 34 a 42 de la Lio no 88- 1201 du 23 décembre 1989 relatif aux fonds communs de créances، J.O.F.R de 11 Mars 1989

<http://www.legifrance.gouv.fr>.

والتجارية بعدما كانت مقتصرة على قروض مؤسسات الائتمان ومؤسسات الادخار والايدياع وقروض الرهن العقاري، أيضاً تم تعديل القانون النقدي والمالي عن طريق قانون ٧٠٦-٢٠٠٣ الذي أضاف تعديلات جوهرية على نشاط إصدار الأوراق المالية، وتيسير نشاط صناديق توظيف الديون المجمع (FCC) وضمان أمن عملياتها^(١).

وبالتطرق لدولة الإمارات العربية المتحدة فقد جاءت مسودة تنظيم التوريق الصادرة عن هيئة الأوراق المالية والسلع بدولة الإمارات العربية ببيان المقصود بالتوريق حيث إنه معاملة يتم بموجبها نقل محفظة التوريق من المنشئ إلى مؤسسة توريق والتي تتحمل

(١) Therry Granier & Couynne Jaffeux: la titrisation aspects juridique et Financière, 2e edition, Paris, ECONOMICA, 2004, p23-24.

- Lio no 93-06 du 04 janvier 1993 relative aux sociétés civiles de placement immobilier, aux sociétés de crédit foncier et aux fonds communs de créances, J.O.F.R, no 3 du 04 janvier 1993,

<http://www.legifrance.gouv.fr>.

- Lio no 2003- 706 du 1 août 2003, de sécurité financière, J.O.F.R, no j177 du 02 août 2003

<http://www.legifrance.gouv.fr>.

- ثم عدل المشرع الفرنسي عمليات التوريق في القانون رقم ٢٧٥ ، الصادر في ٢٦ نوفمبر ٢٠٠٤ ، والمعدل للقانون رقم ٨٨ / ١٢٠١ ، الصادر في ٢٣/٢/١٩٨٨ بحيث يأخذ الكيان القانوني المختص بعملية التوريق شكل صندوق استثمار للحقوق الآجلة أو الديون الناتجة عن عمليات الائتمان، وأنشأ المشرع الفرنسي نظاماً لمعاملات التوريق في البلدان الأخرى التي تأخذ بنظام الصناديق بموجب اللائحة رقم ٢ لسنة ٢٠١٠ UMEOA و CM بتاريخ ٣٠ مارس ٢٠١٠ فيما يتعلق بصناديق وعمليات الائتمان المتعلقة بالتأمين الائتماني في التوريق وهي الطريقة التي تم بها إنشاء صناديق للتوريق المجمع المشترك FCTC **للمزيد راجع في ذلك:**

-Thierry Granier: la notion de titrisation la titrisation des actifs: regime et garanties, jun 2016, op, cit, p6.

المخاطر المتعلقة بالأصول المالية في المحفظة، وتصدر بناءً عليها أدوات مالية مورقة وفقاً لأحكام هذا القرار⁽¹⁾.

بينما نجد المشرع المغربي قد تعرض لبيان ماهية التوريق بأنه العملية المالية المتمثلة في قيام صندوق توظيف جماعي للتسديد بشراء ديون رهنية يؤدي ثمنها بواسطة حسيمة إصدار حصص ممثلة لتلك الديون وعند الاقتضاء بواسطة حسيمة اقتراض سندي معتمد علي تلك الديون ووفقاً للأحكام الواردة في هذا القانون⁽²⁾. كما نجد المشرع الجزائري قد عرف تقنية توريق القروض الرهنية عبر بيانه للتوريق علي أنه عملية تحويل القروض الرهنية إلي أوراق مالية عن طريق التنازل ثم تحويل الديون إلي أوراق مالية⁽³⁾.

باستقراء التشريعات المصرية وما يتعلق منها ببيان ماهية نظام التوريق وجدنا قانون رأس المال ٩٥ لعام ١٩٩٢ حيث تضمن الفصل الثالث منه والمضاف بالقانون رقم ١٤٣ لعام ٢٠٠٤ تحت عنوان شركات التوريق، حيث وضح وبين ماهية شركة التوريق ولم يتناول ماهية التوريق نفسه حيث جاء تعريفه لشركة التوريق بأنها هي التي تزاوّل نشاط إصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها، وتعد شركة التوريق في تطبيق أحكام هذا القانون من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

(1) قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع بدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٢٢ لسنة

٢٠٢٣ بشأن تنظيم عمليات التوريق، ص ٢.

(2) المادة ٢ من قانون التسديد المغربي رقم ٨٩-١٠ لعام ١٩٩٩.

(3) المادة ٢ من قانون توريق القروض الرهنية الجزائري رقم ٠٦-٠٥ لعام ٢٠٠٦.

وبصدور القانون رقم ١٣ لسنة ٢٠٢٢، والقرار الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية المنفذ له رقم ١١٥ لسنة ٢٠٢٢ بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، حيث إصدار شركة التوريق سندات قابلة للتداول توجه حصيلتها لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة، مقابل ما ينشأ لصالح هذه الجهات من تدفقات نقدية مستقبلية. حيث إنه ووفقا للمادة ٤١ مكرر في فقرتها الرابعة والخامسة من القانون سالف الذكر، يجوز لشركة التوريق سندات قابلة للتداول توجه حصيلتها لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة بعد موافقة السلطة المختصة بها مقابل ما ينشأ لصالح هذه الجهات من تدفقات نقدية مستقبلية، ويقصد بالتدفقات النقدية المستقبلية التدفقات المتوقع دخولها في المستقبل في ذمة المحيل طبقا للمجرى العادي للأمر.

وهذا يعتبر استحداث لسندات توريق الحقوق والمستحقات المالية المستقبلية المتوقعة كأداة تمويل غير تقليدية لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة بعد موافقة السلطة بها مقابل ما ينشأ لصالح هذه الجهات من تدفقات نقدية مستقبلية، لذا فقد ووضعت المادة القانونية ثلاث اشتراطات في التدفقات، في مقدمتها أن تكون ناشئة لصالح الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة، ألا تكون مقيدة أو مشروطة، أن تكون خالية من أي حقوق حالية أو مستقبلية للغير ويصدر مجلس إدارة الهيئة القرارات التنفيذية اللازمة لإصدار السندات المشار إليها بالفقرة الرابعة من هذه المادة.

ويستحدث القانون كذلك عدة قواعد تتماشى مع أفضل الممارسات العالمية المعمول بها في دول العالم، فضلا عن أنه يعمل تطوير أدوات تمويلية جديدة توفر مصدراً تمويلياً غير مصرفي يسهم في تحسين المرافق والخدمات العامة التي تقدم للجمهور، كما أن

إصدار هذه السندات يجعل هذه المشروعات تتغلب على عقبة توفير التمويل، وذلك مقابل التدفقات النقدية المتوقعة التي سترد إليها في المستقبل، وضعاً في الاعتبار أن تلك المشروعات أصبحت من متطلبات الحياة اليومية المعتادة بما يؤكد استمرارية إقبال المواطنين عليها، كما أن قانون سوق رأس المال نظم نشاط توريق الحقوق المالية آجلة الدفع باعتباره إحدى الوسائل الفعالة للتمويل وذلك من خلال إصدار سندات قابلة للتداول مقابل حوالة حقوق مالية ومستحقات قائمة آجلة الدفع، والتي شهدت إقبالاً ملحوظاً كأحد بدائل التمويل غير المصرفي.

كما أنه وفقاً لما تم إجراؤه من دراسات لتحديد الاحتياجات التمويلية المستمرة على المستوى القومي بشكل يتماشى مع أفضل الممارسات الدولية المعمول بها في هذا الشأن، كان من الضرورية طرح التعديل التشريعي على قانون سوق رأس المال بما يسمح بإيجاد أداة تمويل جديدة لتوريق الحقوق والمستحقات المالية المستقبلية المتوقعة.

فالتعديلات الصادرة على قانون سوق رأس المال تضمنت توظيفاً هاماً للجانب الإيجابي من حيث أن أهم القطاعات التي يمكن أن تستفيد من توريق حقوقها المالية المستقبلية المتوقعة، مع ضخامة المستفيدين من تمويلها مثل قطاع الكهرباء، وقطاع الغاز، وقطاع المياه، وقطاع الاتصالات، وقطاع الطرق والكباري، وقطاع نقل الركاب والبضائع سواء برياً أو بحرياً أو جويماً بما في ذلك رسوم بوابات الطرق وامترو الأنفاق وشبكة السكك الحديدية، وقطاع الصحة، وقطاع التعليم، وقطاع الإسكان مما يتيح فرصة حقيقية وهذا ما أكدته الضوابط بالقرار رقم ١١٥ لسنة ٢٠٢٢ المنظمة لإصدار سندات توريق مقابل ما ينشأ من تدفقات نقدية مستقبلية والذي سبق وان تم إضافة مواد منظمة لتلك السندات لقانون سوق رأس المال، حيث إن سندات توريق التدفقات النقدية المستقبلية

حلول تمويلية مبتكرة لتمكين الكيانات العامة هذه من تطوير وتنمية أعمالها وتحسين جودة خدماتها المقدمة للمواطنين، كما أن السندات تمكن الجهات القائمة على شئون المرافق والخدمات العامة من توفير السيولة اللازمة لرفع كفاءة وجودة خدماتها المقدمة للمواطنين، وهذه الآلية الجديدة تسمح للجهات العامة الحصول على التمويل مع الحفاظ على أصول ومقدرات الدولة للأجيال المقبلة^(١).

حيث إن ذلك الأمر جاء لتلبية ضروريات تحكمها هذه المرحلة الاقتصادية للدولة المصرية، فأصبح من الضروري استحداث أدوات للتمويل وإحداث تغييرات هيكلية وتشريعية، فلم تعد السياسات التقليدية للتمويل كافيها وحدها، أو ملائمة من الناحية القانونية والفنية لدعم خطة الدولة المصرية. لذا تقدمت الهيئة العامة للرقابة المالية بمشروع تعديل تشريعي على قانون سوق رأس المال يسمح بإيجاد صيغة جديدة بين القطاعين العام والخاص، وذلك باستحداث أداة تمويل جديدة لتوريق الحقوق والمستحقات المالية المستقبلية المتوقعة، بما يفيد السماح للجهات القائمة على المشروعات القومية بالحصول على التمويل اللازم لها بضمان التدفقات النقدية التي سترد إليها في المستقبل من خلال السماح بإصدار سندات بضمان الإيرادات المستقبلية المتوقعة، وبما يتيح إمكانية توفير موارد مالية سائلة دون أن ينجم عن ذلك زيادة في الذمة المالية المدينة للحكومة المصرية، وبما لا يؤسس لحقوق ملكية لأصول مملوكة للدولة المصرية، وقد تم ذلك من خلال إقرار التعديلات التي صدرت في مارس ٢٠٢٢ بالقانون رقم ١٣ لسنة ٢٠٢٢ بإضافة مواد منظمة لسندات توريق الحقوق المالية المستقبلية لأحكام قانون سوق

(1) للمزيد راجع: قانون رأس المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ وتعديلاته بالقانون ١٤٣ لعام ٢٠٠٤، والقانون ١١٣ لعام ٢٠٢٢ والضوابط المنظمة لإصدار سندات توريق بالقرار رقم ١١٥ لسنة ٢٠٢٢.

رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، ويدخل هذا التعديل التشريعي ضمن سياسيات الإصلاح الاقتصادي الشامل للدولة المصرية^(١).

لذا تتعدد المفاهيم لنظام التوريق عامة سواء فقهيًا أو قانونيًا، ويستند ذلك لاختلاف أساس التوريق ذاته هل هو توريق بضمان الأصول أم توريق بضمان متحصلات آجلة أم توريق التدفقات والعائدات المستقبلية أم توريق من خلال انتقال الأصول خلال بيع حقيقي أو انتقال الأصول في صورة إدارة مديونية.

فتوريق الحقوق المالية المستقبلية أو التوريق المستقبلي كما جاء بالضوابط التي أقرتها الهيئة العامة للرقابة المالية في مصر عام ٢٠٢٢ يتم عبر ورقة مالية تصدرها شركات التوريق المرخص لها من الهيئة بممارسة النشاط، يخصص لسدادها والعائد عليها نسبة مستقلة من التدفقات النقدية المستقبلية تسمى محفظة التوريق، وتوجه حصيلتها لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة والخاصة بعد موافقة السلطة المختصة بها مقابل ما ينشأ لصالح تلك الجهات من تدفقات نقدية مستقبلية، حيث إن عملية التوريق المستقبلي للحقوق المالية تعتمد بشكل أساسي علي إصدار سندات تكون مدعومة ومضمونة بأصول مالية، تلك الأصول هي التي تحدد قيمة السندات السوقية كأوراق مالية قابلة للتداول، وذلك من خلال شركات (شركات التوريق) ذات غرض خاص لها شخصية اعتبارية مستقلة عن الكيان الذي يرغب في بيع السندات، كما بينا في التعريف سالف الذكر.

(١) الموقع الإلكتروني لوزارة التعاون الدولي <https://moic.gov.eg/ar> ومشار إليه: الدكتورة علا عبد المنعم عمارة والدكتور أمير محمد محمود طه، توريق الحقوق المالية المستقبلية كنمط مستحدث للمشاركة بين القطاع العام والقطاع الخاص في جمهورية مصر العربية، ص ٢٥٢.

المبحث الثاني

أهمية التوريق المستقبلي في تمويل الأشخاص الاعتبارية العامة

لا شك أن للتوريق علي وجه العموم أهمية بالغة ومنافع متعددة بالنسبة للدائن الأصلي وبالنسبة للغير وخاصة في مجال توفير السيولة اللازمة لاقتصاديات الدول، فضلاً عن أهميته في المجال التجاري والاقتصادي من خلال تحويله للأصول غير السائلة إلي أصول سائلة علي شكل سندات قابلة للتداول، ولكننا هنا نتعرض هنا لمزايا وأهمية توريق الحقوق المالية المستقبلية لخدمة فكرة تمويل وتطوير الأشخاص الاعتبارية العامة كآلية تمويلية مستحدثة، مما يعود بتطوير الخدمات المقدمة من هذه الأشخاص للمواطنين، وبقدر ما تسعى الدولة المصرية للمضي قدماً في تحسين المرافق العامة والخدمات ودعم هيكلية العديد من القطاعات بقدر ما يضعها ذلك أمام تحد دائم يقضي بضرورة توفير التمويل الكافي لمثل تلك الاستثمارات طويلة الأجل، الأمر الذي استوجب استحداث أدوات مالية لتحقيق تلك الأهداف وحيث أن مجهودات الهيئة العامة للرقابة المالية قد توجت بالنجاح بإقرار التعديلات التي صدرت في مارس ٢٠٢٢ بالقانون رقم ١٣ لسنة ٢٠٢٢ وأضافت مواداً منظمة لسندات توريق الحقوق المالية المستقبلية لأحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، فإن الأمر يقتضي الوقوف على أهمية ذلك الأمر وما يوفره من أدوات تمويل هامه ترتبط بالأشخاص الاعتبارية العامة وبالمشروعات القومية إجمالاً، مما يعزز خطة الدولة في اتجاه المزيد من تحقيق النمو الاقتصادي وتطوير الخدمات التي تقدم للمواطنين من قبل الأشخاص الاعتبارية العامة أو بإنشاء البنية التحتية والمشروعات القومية علي حد سواء . لذا نقسم بيان أهمية التوريق للنقاط

التالية:

-- أهمية التوريق في المجال الاقتصادي والتجاري والمالي^(١) --

(١) وللمزيد حول أهمية نظام التوريق في المجال الاقتصادي والتجاري والمالي يراجع كل من: الدكتور وليد محمد المغازي، النظام القانوني لعمليات التوريق، المرجع السابق، ص ٩٧ وما بعدها، والدكتورة هناء محمد أحمد جاد، الأسس القانونية للتوريق، المرجع السابق، ص ٢٥ وما بعدها، الدكتور عماد قنديل، الأبعاد القانونية لعمليات توريق الديون، المجلة الجنائية القومية، المجلد الثامن والأربعون، العدد الثاني، يوليو ٢٠٠٥، ص ٥٥ وما بعدها، والدكتورة بلعماري أسماء، أهمية التوريق في تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة، رسالة ماجستير بكلية العلوم الاقتصادية جامعة عبد الحميد بن باديس عام ٢٠١٦، ص ٧٢ وما بعدها، والدكتور محمد علي العلي، وميسون عبدالوهاب المصري، المرجع السابق، ص ٤١٩ وما بعدها، والدكتور إخلاص باقر النجار، قراءة في مفردات التوريق، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد ٦، العدد ٢٣ لعام ٢٠٠٩، ص ٢٠٣ وما بعدها، والدكتور سعيد سيف السبوسي، نظام التوريق كمصدر من مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث، المرجع السابق، ص ٢٨ وما بعدها، راتول محمد ومداني أحمد، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر، الملتي الدولي الأول حول سياسات التمويل علي الاقتصاديات والمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية جامعة محمد خيضر بسكرة، ص ٨، إفتيسان سليمة وبومراو، التوريق كآلية لإعادة التمويل، المرجع السابق، ص ٤٥ وما بعدها. كذلك مجموعة المواقع الإلكترونية الآتية:

[-https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/829596/](https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/829596/)

[-https://www.linkedin.com/pulse/](https://www.linkedin.com/pulse/)

[-https://www.linkedin.com/pulse/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%8A%D9%82%D9%88%D8%A7%D9%87%D9%85%D9%8A%D8%AA%D9%87%D9%84%D9%84%D8%B3%D9%88%D9%82%D8%A7%D9%84%D8%B9%D9%82%D8%A7%D8%B1%D9%89%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B5%D8%B1%D9%89-eng-khaled](https://www.linkedin.com/pulse/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%8A%D9%82%D9%88%D8%A7%D9%87%D9%85%D9%8A%D8%AA%D9%87%D9%84%D9%84%D8%B3%D9%88%D9%82%D8%A7%D9%84%D8%B9%D9%82%D8%A7%D8%B1%D9%89%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B5%D8%B1%D9%89-eng-khaled)

[-https://arabymall.com/2021/09/securitization/](https://arabymall.com/2021/09/securitization/)

[-https://www.mohamah.net/law/](https://www.mohamah.net/law/)

[-https://www.mohamah.net/law/%D8%A3%D8%A8%D8%AD%D8%A7%D8%AB%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86%D9%8A%D8%A9%D9%88%D8%AF%D8%B1%D8%A7%D8%B3%D8%A7%D8%AA%D8%AD%D9%88%D9%84%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%8A%D9%82%D8%A7%D9%84%D8%AF%D9%8A%D9%88/](https://www.mohamah.net/law/%D8%A3%D8%A8%D8%AD%D8%A7%D8%AB%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86%D9%8A%D8%A9%D9%88%D8%AF%D8%B1%D8%A7%D8%B3%D8%A7%D8%AA%D8%AD%D9%88%D9%84%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%8A%D9%82%D8%A7%D9%84%D8%AF%D9%8A%D9%88/)

- التخلص من عبء خدمة هذه الأصول وضماناتها حتى تواريخ استحقاق الديون مثل مصاريف حفظها وصيانتها.

- يوفر التوريق العديد من المزايا لكل من المصدرين والمستثمرين فبالنسبة للمصدرين، فهو يوفر وسيلة لإدارة ميزانياتهم العمومية بكفاءة عن طريق نقل المخاطر وتحرير رأس المال ومن خلال توريق أصولها، تستطيع المؤسسات المالية أن تقلل من تعرضها

[--https://www.youm7.com/story](https://www.youm7.com/story)

[/2022/6/13/5%D9%85%D8%B2%D8%A7%D9%8A%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%8A%D9%82%D8%A7%D9%84%D8%AD%D9%82%D9%88%D9%82%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B3%D8%AA%D9%82%D8%A8%D9%84%D9%8A%D8%A9%D8%A3%D8%A8%D8%B1%D8%B2%D9%87%D8%A7%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A%D9%84%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B4%D8%B1%D9%88%D8%B9%D8%A7%D8%AA%D8%A7%D9%84%D9%82%D9%88%D9%85%D9%8A%D8%A9/5798440](https://www.youm7.com/story/2022/6/13/5%D9%85%D8%B2%D8%A7%D9%8A%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%8A%D9%82%D8%A7%D9%84%D8%AD%D9%82%D9%88%D9%82%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B3%D8%AA%D9%82%D8%A8%D9%84%D9%8A%D8%A9%D8%A3%D8%A8%D8%B1%D8%B2%D9%87%D8%A7%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A%D9%84%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B4%D8%B1%D9%88%D8%B9%D8%A7%D8%AA%D8%A7%D9%84%D9%82%D9%88%D9%85%D9%8A%D8%A9/5798440)

[-https://fastercapital.com/arabpreneur/](https://fastercapital.com/arabpreneur/)

[-https://fastercapital.com/arabpreneur/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%8A%D9%82-%D8%AA%D8%AD%D9%88%D9%8A%D9%84%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B4%D8%A7%D8%B1%D9%83%D8%A9-%D9%81%D9%8A-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AE%D8%A7%D8%B7%D8%B1%D9%81%D9%8A%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%88%D8%B1%D8%A7%D9%82-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AF%D8%B9%D9%88%D9%85%D8%A9-%D8%A8%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B5%D9%88%D9%84.html](https://fastercapital.com/arabpreneur/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%8A%D9%82-%D8%AA%D8%AD%D9%88%D9%8A%D9%84%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B4%D8%A7%D8%B1%D9%83%D8%A9-%D9%81%D9%8A-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AE%D8%A7%D8%B7%D8%B1%D9%81%D9%8A%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%88%D8%B1%D8%A7%D9%82-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AF%D8%B9%D9%88%D9%85%D8%A9-%D8%A8%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B5%D9%88%D9%84.html)

للمخاطر المرتبطة بالتخلف عن السداد أو تقلبات السوق، وهذا بدوره يسمح لهم بالحصول على تمويل إضافي للإقراض أو الأنشطة الاستثمارية الأخرى، ومن ناحية أخرى، يستفيد المستثمرون من التوريق من خلال التعرض لمجموعة متنوعة من الأصول، ويساعد هذا التنوع على تخفيف المخاطر وربما تعزيز العائدات مقارنة بالاستثمار في الأصول الفردية.

- تحويل الديون المستحقة للبنوك لدى الشركات إلي سندات قابلة للتداول في البورصة تساعد علي تنشيط سوق المال، وإيجاد أوعية ادخارية جديدة تساعد البنوك علي زيادة استثماراتها والمحافظة علي حقوقها مع توفير النسبة المطلوبة من السيولة والربحية.

- تقليل أعباء الاقتراض علي المقترضين بتحويل قروضهم من قروض قصيرة الأجل إلي متوسطة وطويلة الأجل من خلال إصدار سندات بسعر اقل من فائدة القروض المصرفية مما يساعد المقترضين علي تحسين ظروفهم المالية.

- تساعد سندات التوريق علي حل مشكلة الديون المتعثرة وعدم تكوين مخصصات ديون مشكوك في تحصيلها.

- التوريق بصفة عامة يساعد علي تحسين السيولة وأسواق الائتمان ويستطيع أن يزيد وفرة الائتمان للمقترضين ويمكن أن يمنحهم فرصة الحصول علي رؤوس أموال بتكلفة منخفضة، كما يمد المستثمرين بالمدى المناسب لاستثماراتهم.

- يعتبر التوريق مصدر تمويلي للجهة القائمة به ولا يظهر تأثيره علي ميزانيتها (العمليات خارج الميزانية) أي العمليات التي لا تؤثر مباشرة علي البنود داخل الميزانية مما يحقق لهذه الجهة ربحية اعلي حيث يضاف الدخل الناتج عن بيع الأصول للميزانية مقابل حذف الأصول المباعة من الميزانية.

- يساعد التوريق علي تخفيض مخاطر التمويل وتكلفة الاقتراض بخلاف طرق التمويل التقليدية وكفاية المؤسسات المالية التي تحتاج إلي رؤوس أموال عاملة أو مقابلة لشروط كفاية راس المال التي تفرضها المصاريف المركزية.
- تلك الآلية تتيح بديل تمويلي أمام الشركات في ظل صعوبة أدوات التمويل التقليدية كالإقتراض البنكي لبعض الكيانات وخاصة صغيرة الحجم منها، وبرروا زيادة التوجه لتلك الأداة بأسباب داخلية لدى الشركات أو الوصول للحدود الائتمانية القوي من البنوك هذا إلى جانب الرغبة في تنوع الأدوات التمويلية المستخدمة.
- تؤدي عملية التوريق إلى توسعة العمليات خارج الميزانية للمؤسسات والشركات المالية ما يعمل على تحقيق ربحية أعلى من تلك التي تحققها الأنشطة العادية فضلاً عن أنها لا تحتاج عملياً إلى زيادة في مصادر التمويل.
- عملية التوريق تعمل على تحقيق منافع اقتصادية من خلال مزج السوق النقدي مع سوق الإقراض بسوق رأس المال.
- تمويل المشروعات القومية، حيث تتوجه دول كثيرة إلى خصخصة معظم القطاعات الاقتصادية العامة لديها بهدف توفير مصادر تمويل جديدة لمشروعاتها التنموية، وذلك من خلال سماح حكوماتها لمؤسساتها التي تعاني عجزاً مالياً مزمناً وتحويل تلك القروض إلى سندات يكتتب فيها الأفراد والمؤسسات، ما يؤدي بفعل تسارع عمليات الخصخصة إلى توسيع أسلوب التورق كمصدر مهم لتمويل المؤسسات والشركات.
- مجارات أساليب التمويل الحديثة في أسواق المال الدولي في ظل التحول الملحوظ من صيغة القروض المصرفية إلى صيغة الأوراق المالية ولا سيما السندات الخاصة بعدما

أصبحت القروض المصرفية مجرد تمويلات مؤقتة إلى حين تسمح ظروف السوق للمقترضين بتأمين احتياجاتهم التمويلية بوساطة السندات.

- تعزيز النسب المالية، حيث يعمل التوريق على تخفيض أو إزالة متطلبات رأس المال التي تشترطها معايير بازل (اتفاقيات بازل هي معايير كفاية رأس المال التي تضعها لجنة بازل للإشراف على البنوك، والتي توجد في بازل، سويسرا) من خلال إعادة هيكلة المحافظ الاستثمارية خارج الميزانية بما يضمن توافر أصول ذات سيولة عالية ودرجة مخاطر منخفضة، وبافتراض أن ربحية الموجودات لم تنخفض بسبب عملية التوريق فإن نسبة العائد على حقوق المساهمين ستظهر زيادة ملحوظة بعد عملية التوريق، وبالتالي تعتبر عملية التوريق هنا أداة قوية جداً للمؤسسات التي تعتمد معيار العائد على حقوق الملكية أساساً لنجاحها.

- تحقيق ربحية أعلى من تلك التي تحققها الأنشطة العادية، من خلال توسعة العمليات خارج الميزانية دون الحصول على تمويل إضافي أو زيادة رأس المال.

- من هنا تؤدي المزايا السابقة إلى أن يكون التوريق إحدى الآليات التي تسهم في جذب المدخرات المحلية والأجنبية وعلاج مشكلات المديونية والتعثر المالي وتوفير مصدر مالي للتوسعات الاستثمارية والإحلال والتجديد، ما تنعكس آثاره بشكل ايجابي على الدخل القومي وعلى التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وغير ذلك من أهداف ومنافع أظهرتها تجربة الدول التي تمارس هذا النشاط⁽¹⁾.

(1) "Securitization as an innovative refinancing mechanism and an effective asset management tool in a sustainable development environment"
<https://www.researchgate.net/publication/340833566>

- أهمية التوريق المستقبلي بالنسبة للأشخاص الاعتبارية العامة:

يعتبر التوريق المستقبلي من أسهل وأيسر الوسائل للحصول علي التمويل اللازم لتمويل المشروعات القومية الضخمة، وذلك بالمقارنة بالاقتراض من خلال البنوك أو إصدار سندات أو زيادة رأس المال عن طريق طرح الأسهم في البورصة، فضلاً علي أن اللجوء إلي استعمال التوريق المستقبلي يعتبر وسيلة لتنوع مصادر التمويل فهو يظهر كمصدر جديد لإعادة التمويل ويأتي ليكمل تشكيلة الآليات الموجودة من قبل وبالتالي يحقق مردود أعلى قياساً بطرق التمويل التقليدية^(١) وبالتالي تلجأ الحكومات التي كانت تنتج وتقدم الخدمات في السابق إلي الاعتماد علي السوق المالي لزيادة المدخلات المالية للإنتاج الحكومي أو لتوفير السلع وتقديم الخدمات وتطويرها بشكل مباشر، **لذلك تتعدد مزايا وأهمية التوريق المستقبلي بالنسبة للأشخاص الاعتبارية العامة والمشروعات**

القومية حيث:

- إن توريق التدفقات النقدية المستقبلية من الحلول التمويلية المبتكرة لتمكين الكيانات العامة من تطوير وتنمية أعمالها وتحسين جودة خدماتها المقدمة للمواطنين، فضلاً عن قدرتها على مساعدة كافة الجهات القائمة على شؤون المرافق والخدمات العامة من توفير السيوالة اللازمة لرفع كفاءة وجودة خدماتها المقدمة للمواطنين.

Securitization as an innovative refinancing mechanism and an effective asset management tool in a sustainable development environment.

<https://doi.org/10.1051/e3sconf/202016613029>

- الدكتور عماد قنديل، الأبعاد القانونية لعمليات توريق الديون (أهمية ومنافع التوريق)، المرجع السابق، ص ٥٥ وما بعدها.

(١) الدكتورة علا عبد المنعم عمارة والدكتور أمير محمد محمود طه، توريق الحقوق المالية المستقبلية كنمط مستحدث لسياسات الشراكة بين القطاع العام والقطاع الخاص في جمهورية مصر العربية، المرجع السابق، ص ٢٧٣،

- يمكن للتوريق المستقبلي أو الشراكة مع القطاع الخاص أن يكون أداة قوية لإيجاد حلول للتحديات والمشكلات المجتمعية المعقدة، من خلال استخدام التدفقات المالية لتحسين أنظمة الحكومات لتحقيق أهداف التنمية في كافة صورها خاصة في مشروعات البنية التحتية⁽¹⁾.

- تسمح هذه الآلية الجديدة للجهات العامة الحصول على التمويل مع الحفاظ على أصول ومقدرات الدولة للأجيال المقبلة.

- كما تأتي الأهمية من زاوية خفض التكلفة حيث تزود المشاريع التي تتطلب توفير خدمات التشغيل والصيانة بحوافز قوية لتقليل التكاليف على مدى عمر المشروع بالكامل، وهو أمر يصعب تحقيقه في إطار قيود الموازنة العامة للدولة⁽²⁾.

- يساعد التوريق المستقبلي علي تعزيز الإدارة العامة، فمن خلاله تنقل المسؤولية من إنشاء وتنفيذ المشروعات العامة وتقديم الخدمات العامة للمواطنين وإدارة تقديم الخدمات العامة اليومية، إلي عمل المسؤولين الحكوميين كجهات تنظيمية وسيركزون على تخطيط الخدمة ومراقبة الأداء، بالإضافة إلى ذلك، فمن خلال دخول تدفقات مالية للدولة يمكن أن تخصصها الدولة لحل مشكلات مجتمعية أخرى⁽³⁾.

(1) Zakharina, Oksana V., Volodymyr V. Korzhenko, Nataliia V. Kovalenko, Maryna V. Shashyna, Antonina V. Tomashevska, and Iryna V. Mosiichuk. "Effective Public-Private Partnership Models and their Application in Public Policy Implementation". International Journal of Economics & Business Administration (IJEBA) 8, no. Special 1 (2020): 239-247.

(2) European Investment Bank. What is a PPP. European PPP Expertise Center. Accessed September 8, 2022. <https://www.eib.org/epec/>

(3) European Commission. "Guidelines for successful public-private partnerships." Regional policy Report, European Commission.

- أيضا يعتبر تطوير الأدوات المالية غير المصرفية وإيجاد الحلول التمويلية المبتكرة يساعد الأشخاص الاعتبارية العامة القائمة على تحقيق مستهدفات النمو ويوفر أنماط جديدة للأدوات الاستثمارية، كما أن تطوير أدوات التمويل يعد من المحفزات المساعدة للشركات القائمة على تطوير وتنمية حجم أعمالها العامة.

- كذلك لخدمة إعادة هيكلة القنوات التمويلية للدولة عامة فهذه الآلية مطلوبة، حيث إن ذلك سيوفر تمويلات لمشروعات جهات النفع العام، كما أنها توفر للمستثمرين فرصاً استثمارية مضمونة، ذات عائد مرتفع، ومنخفضة المخاطر، كما تمنح هذه الآلية للجهات المُصدرة آلية تمويلية جديدة، تتيح لها تمويل استثماراتها.

وتجدر الإشارة هنا أن هذه الآلية تختلف عن سندات التوريق المعتادة، حيث إنها تعتمد على تحصيل عوائد مستقبلية، بدلا من الحالية التي تعتمد على التزام قائم بالفعل، مما يخدم إعادة هيكلة القنوات التمويلية للدولة، لتوليد إيرادات من مشروعاتها، بتوفير أدوات تمويلية جديدة ومختلفة.

- تعتبر هذه الآلية من أهم الأدوات المالية المستحدثة للتخلص من ظاهرة المستريح وتمويل المشروعات العامة وتحقيق عائد للمواطنين وحماية مدخراتهم فهي تسمح لجهات الحكومة إصدار سندات للمواطنين بضمان إيرادات المشروعات العامة.

- تتيح هذه الآلية للجهات الحكومية القائمة على مشروعات المرافق العامة بالحصول على التمويل اللازم لها بضمان تدفقاتها النقدية المستقبلية الناتجة عن تقديمها لهذه الخدمات العامة لكي يتسنى تقديم هذه الخدمات بكفاءة وجودة وضمان استمراريتها في الوفاء بمتطلبات أوجه الاستخدام، وهو الأمر الذي يتطلب أن تتوفر لها السيولة الكافية

التي تسمح لها بتنمية وتطوير أنشطتها على نحو يمكنها من المنافسة ومواصلة تقديم خدماتها ومزاولة أنشطتها بالشكل الأمثل.

- يُعد التوريق المستقبلي وكذلك أي شراكة بين القطاع العام والخاص من أهم الأسباب في سرعة توفير وإنشاء البنية التحتية للدولة، فالتمويل والتدفقات المالية المُجمعة تساعد على سرعة تنفيذ المشروعات العامة عكس الأمر عندما يكون التنفيذ مقيداً بالموازنة العامة للدولة⁽¹⁾.

- يمكن لآلية التوريق المستقبلي تمويل جهات المال العام والشركات الخاصة التي تقوم بتقديم خدمات المرافق العامة وأيضاً لتطوير وتنمية الأسواق التي تعتمد في مصادر أموالها على حقوق مالية يتم تحصيلها بشكل دوري من العملاء، خاصة وأن هذه الخدمات والمشروعات قد أصبحت من متطلبات الحياة اليومية المعتادة بما يؤكد استمرارية إقبال المواطنين.

- يعمل التوريق المستقبلي كعامل رئيس في تعزيز ثقافة تقديم الخدمات العامة فيؤدي لزيادة الابتكار والمنافسة من قبل القطاع الخاص محل عملية التوريق، إضافة لتركيز الجانب الحكومي على النتائج بدلاً من اهتمامه بالمدخلات لا سيما التركيز على قيمة وجودة الخدمات العامة المقدمة للمواطنين مما يخلق طرق جديدة للتمويل وبدوره يساعد على تقليل جهود وتكاليف الدولة ومعالجة عجز الموازنات عن تقديم المشروعات العامة والبنية التحتية اللازمة⁽²⁾.

(1) European Commission. "Guidelines for successful public-private partnerships." Op. cit.

(2) Zakharina, Oksana V., Volodymyr V. Korzhenko, Nataliia V. Kovalenko, Maryna V. Shashyna, Antonina V. Tomashevskaya, and Iryna V. Mosiichuk.

- تمويل الاحتياجات التوسعية للمشروعات من الإيرادات المستقبلية للمشروعات القائمة، ونظرًا للأولوية الكبيرة التي توليها الحكومة في ضوء توجيهات القيادة السياسية المشروعات القومية، تنفيذًا للاستراتيجية التنموية لمصر ٢٠٣٠، ويأتي على رأسها قطاع النقل والطرق علي سبيل المثال من خلال تطويره وتحسين كفاءته، انطلاقاً من أهمية شبكات الطرق والنقل بكافة أنواعها، والتي تعد بمثابة شرايين الحياة الاقتصادية، فإنه يمكن استكمال إنشاء الطرق أو توسيع وتطوير الطرق القائمة من حصيللة الإيرادات المستقبلية للقائم من هذه المشروعات، وذلك عن طريق إصدار سندات توريق لحصيللة الإيرادات المستقبلية لبوابات الطرق القائمة من اشتراكات ورسوم مرور المركبات كما تم في تجربة دولة الإمارات العربية المتحدة من توريق لرسوم عبور بوابات سالك^(١).

- وبالمثل يمكن الاستفادة من هذه الآلية بالمساهمة في تنفيذ الاستراتيجية التنموية لقطاع الكهرباء ٢٠٣٥، ودعم قدرات القطاع من خلال زيادة قدرات محطات التوليد، والتوسع في الإنتاج والإتاحة، على نحو يواكب تطورات معدلات الاستهلاك لإجراء أعمال الصيانة

"Effective Public-Private Partnership Models and their Application in Public Policy Implementation".op cit

(1)www.salik.ae-

<https://www.shory.com/ar/blog/carinsurance/%D9%86%D8%B8%D8%A7%D9%85%D8%B3%D8%A7%D9%84%D9%83%D8%AF%D8%A8%D9%8A%D8%A7%D9%84%D8%A8%D9%88%D8%A7%D8%A8%D8%A7%D8%A%D8%A7%D9%84%D8%B1%D8%B3%D9%88%D9%85%D8%A7%D9%84%D8%BA%D8%B1%D8%A7%D9%85%D8%A7%D8%AA%D9%83%D9%84%D9%85%D8%A7%D8%AA%D8%B1%D9%8A%D8%AF%D9%85%D8%B9%D8%B1%D9%81%D8%AA%D9%87/>

والعمرات لوحداث إنتاج الكهرباء بالشبكة الموحدة على نحو مستدام، وتوسيع دائرة الربط الكهربائي على كافة المحاور بما يحقق التنمية المستدامة، تنفيذًا لمشروعات الربط الكهربائي مع دولتي السودان والمملكة العربية السعودية، والربط الكهربائي شمالا مع دولتي اليونان وقبرص، ومثال ذلك ما حدث في تجربة الولايات المتحدة الأمريكية حين قامت شركة الكهرباء "Long Island" بولاية "New York" بإصدار سندات توريق مقابل حقوق مالية مستقبلية بقيمة تصل لحوالي ٣٧٠ مليون دولار أمريكي لمدة ٢٢ سنة، بغرض إعادة تطوير وهيكله الأنظمة والآلات بمحطات توليد الكهرباء.

- من التوريق المستقبلي يمكن الحصول على التمويل المطلوب مع الحفاظ على أصول ومقدرات الدولة للأجيال المقبلة، حيث يُعد من أهم مزايا التوريق المستقبلي حصول الجهة على تمويل نقدي سريع بضمان تدفقاتها النقدية المتوقعة مع الحفاظ على أصولها ومقدرات الدولة والمرافق العامة وعدم المساس بها، وذلك بعدم الرجوع على أصول الجهة المحلية (المنشئة لمحفظة الحقوق المالية المستقبلية) في حالة التعثر في السداد أو في حالات الإحلال في سداد أصل وعائد سندات التوريق المستقبلي لحملة السندات، ولكن يتم الرجوع على الضمانات المقدمة في مثل هذه الحالات (وثائق التأمين - ضمانات وزارة المالية) حال توافرها.

- التحرر من قيود العامل الزمني في تجميع الموارد المالية فيكون في مقدور الشخص الاعتباري الحصول على موارد مالية توازي القيمة الحالية للرسوم أو مقابل الخدمات المستحقة من خدماتها أو مشروعاتها المقدمة للمواطنين خلال فترة زمنية معينة، مما يوفر لها مرونة عالية في التعامل مع احتياجات الإنفاق الفورية والملحة، وتمويل البرامج

الاستثمارية وخطط التوسع المطلوبة، من خلال وجود برامج وخطط زمنية ذات أهداف آنية ومستقبلية.

- الاستفادة من التمويل المطلوب لاستكمال المشروعات القومية قبل الموجات التضخمية فقد تقف زيادة معدلات التضخم السنوية عائقاً أمام بعض الجهات الراغبة في الحصول على التمويل لاستكمال مشروعاتها نظراً لارتفاع تكلفة التمويل، ويزداد الأمر صعوبة حين لا تملك تلك الجهات أية محافظ مالية (عملاء) تمكنها من الحصول على تمويل، عن طريق إحالتها لشركة توريق لإصدار سندات توريق، أو عندما لا يسمح وضعها الائتماني بالحصول على تمويل تقليدي من البنوك، فيأتي الحل عن طريق اللجوء إلى توريق تدفقاتها النقدية المستقبلية المتوقع دخولها في نمتها المالية، بإصدار سندات توريق وبيعها للمستثمرين، ومن ثم الحصول على التمويل السريع دون الحاجة إلى الانتظار والتعرض لخطر ارتفاع مستويات التضخم، وبالتالي زيادة تكلفة التمويل.

- الحصول على تمويل طويل الأجل، حيث إن الحقوق المالية المستقبلية الناتجة عن الاستهلاكات الشهرية للخدمات أو الاشتراكات هي ممتدة مدى الحياة ولا تنتهي، حيث إنها خدمة أساسية للاستهلاك اليومي من متطلبات الحياة اليومية المعتادة بما يؤكد استمرارية إقبال المواطنين عليها ويجعلها ضماناً قوية للإصدار طويل الأجل، مع ضرورة مراعاة المخاطر المرتبطة بها.

- أخيراً تنوع وتعدد مصادر التمويل للأشخاص الاعتبارية العامة، حيث تسمح آلية إصدار سندات التوريق للحقوق المالية المستقبلية للجهات والشركات التي تقدم الخدمات من خلال المرافق العامة، مثل الكهرباء والغاز والماء والطرق، وغيرها من الجهات والشركات التي تقدم خدمات الاستهلاك اليومي، مثل هيئة الطرق والكباري وشركات

الكهرباء والغاز والمياه، ومرافق السكك الحديدية ومترو الأنفاق، وشركات مثل مصر للطيران والشركة المصرية للاتصالات، مما يوفر لها التمويل الكافي والسريع لتقديم الخدمات أو إنشاء مرافق عامة أو تطوير القائمة بالفعل.

- قد يوفر توريق الحقوق المالية المستقبلية بديلاً أرخص للقروض البنكية مرتفعة الفائدة، إذ أن معدلات الفائدة لسندات التوريق أقل من نظيرتها بالسندات غير المورقة، كما سيضمن للشركات العامة، التي عانت في السابق للوصول إلى مصادر لزيادة رأس المال، الحصول على تمويلات فورية، ويتيح للعديد من الشركات زيادة الإنفاق الرأسمالي، حتى لو لم يكن لديها محفظة استثمارية كبيرة من الأصول الحالية أو المستحقات⁽¹⁾.

(1) <https://enterprise.news/egypt/ar/news/edition/pm/5306770b-998b-47b7-b4cf->

bae5ab083d40/%D9%83%D9%84%D9%85%D8%A7%D8%AA%D8%B1%D9%8A%D8%AF%D9%88%D9%86%D9%85%D8%B9%D8%B1%D9%81%D8%AA%D9%87%D8%B9%D9%86%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%8A%D9%82%D8%A7%D9%84%D8%AD%D9%82%D%88%D9%82%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B3%D8%AA%D9%82%D8%A8%D9%84%D9%8A%D8%A9٢٠٢٤/٥/٥ تاريخ الزيارة

المبحث الثالث

أنواع وأساليب عملية التوريق

تتعدد أنواع التوريق باختلاف أسس ومعايير تصنيفها سواء من حيث اختلاف الضمانات أو من حيث نوع الأصول أو الحق الذي سيرد عليه التوريق أو من حيث الحيز الجغرافي أو بحسب المؤسسة القائمة بالتوريق أو بحسب مدة التوريق، كذلك أساليب التوريق، لكننا لن نقف في هذا المبحث كثيراً، فما فيه تزخر به كتب الاقتصاد والقانون التجاري الباحثة في موضوع التوريق، لذا سنفردها بإيجاز، وذلك على النحو

التالي:

- أنواع عملية التوريق^(١):

١- التوريق بحسب الضمانات محل عملية التوريق: وينقسم إلى:

(١) وللمزيد حول أنواع التوريق يراجع كل من: الدكتور وليد محمد المغازي، النظام القانوني لعمليات التوريق، المرجع السابق، ص ٥٢ وما بعدها، الدكتورة هناء محمد أحمد جاد، الأسس القانونية للتوريق، المرجع السابق، ص ٣٣ وما بعدها، الدكتور عماد قنديل، الأبعاد القانونية لعمليات توريق الديون، المرجع السابق، ص ٥٤ وما بعدها، الدكتورة علا عبد المنعم عماره والدكتور أمير محمد طه، توريق الحقوق المالية المستقبلية كمنط مستحدث للشراكة بين القطاع العام والقطاع الخاص في جمهورية مصر العربية، المرجع السابق، ص ٢٧١ ، والدكتورة إفتيسان سليمة وبومراو سميرة، التوريق كآلية لإعادة التمويل، المرجع السابق، ص ١٠ وما بعدها، الدكتورة إخلاص باقر النجار، قراءة في مفردات التوريق، المرجع السابق، ص ٢٠١ وما بعدها، الدكتورة بلعماري أسماء، أهمية التوريق في تمويل المؤسسات الاقتصادية، المرجع السابق، ص ٣٠ وما بعدها، والدكتور سعيد سيف السبوسي، نظام التوريق كمصدر من مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث، المرجع السابق، ص ٢٢ وما بعدها.

أ- التوريق بضمان أصول ثابتة: ويقصد به القيام بعمليات توريق لديون معينة أو حقوق مالية أصلية أو أصول ثابتة مع تقديم ضمانات لتغطية السندات الصادرة عن عمليات التوريق ملموسة وموجودة في وقت عقد اتفاق التوريق كالضمانات العقارية والملكيات عامة.

ب- التوريق بضمان متحصلات آجلة: ويقصد به القيام بعمليات توريق لديون معينة مع عدم تقديم ضمانات لتغطية السندات الصادرة عن عمليات التوريق ملموسة وموجودة في وقت عقد اتفاق التوريق وإنما هي عبارة عن متحصلات وعائدات مستقبلية يتوقع سدادها في مواعيدها المقررة كالحقوق المالية الناشئة عن عقود النفط وغيرها من العقود الصادرة عن شركات العقارات.

ج- التوريق بضمان حكومي: ويقصد به حالة ضمان جهة حكومية لمقترض ما أو تكون هي نفسها المدين فيكون القرض مضمون السداد من الميزانية العامة للدولة، وذلك كتوريق الحقوق المالية المستحقة لهيئة المجتمعات العمرانية عن طريق شركة التعمير للتوريق بناء على عقد حوالة محفظة التوريق، حيث تم التعزيز ائتمانياً بضمان وزارة المالية لسداد أصل وعائد ومصاريف سندات التوريق في مواعيدها وحتى تمام سدادها بالكامل لحملة سندات التوريق وذلك في حالة عدم كفاية رصيد محفظة التوريق.

٢- التوريق بحسب الأصول أو الحق محل عملية التوريق: وينقسم إلى:

أ- توريق القروض أو الديون: وهو قيام المؤسسة المالية المتخصصة بالتمويل بتجميع حقوقها أو ديونها المتشابهة والمتجانسة المستحقة لمحيل في محفظة مالية واحدة ثم تتولى بنفسها أو عن طريق مؤسسة التوريق إصدار أوراق مالية تطرحها على جمهور المستثمرين للاكتتاب فيها وتقوم بذلك بغرض الحصول على سيولة سريعة ومبكرة قبل حلول آجال ديونها على الغير، لتحول الحقوق الآجلة غير السائلة إلى أصول عاجلة سائلة تمكنها من إعادة

إقراضه للغير بفائدة وهذا النوع هو المستخدم دولياً حيث إن التوريق وقع على الأصل دون العائد.

ب- **توريق التدفقات النقدية أو العائدات المستقبلية التي يدرها الأصل:** ويقصد به الفوائد المقررة على القروض مستعجلة وتكون حقا لحامل الأوراق المالية دون أصل الدين، حيث إنه في هذا النوع الذي يتم توريقه هو العائد المستقبلي وليس الأصل والحق، وهذا حق مقرر لحملة السندات المورقة.

ج- **توريق الأصل وعائده:** وهذا هو الغالب كتوريق الحقوق المالية المستقبلية المُستحدث مع مشاركة جانب القطاع العام في جزء من التدفقات المستقبلية.

د- **توريق المخاطر:** وهذا النوع يأتي من قبل شركات التأمين سواء التأمين على الحياة أو مع الكوارث أو الزلازل والعواصف والتأمين ضد الشيخوخة والعجز والوفاة أو غير ذلك من المخاطر التشغيلية، فتبرم عقوداً مع المؤمن عليهم، هذه الحقوق تنتج عنها حقوقاً لشركات التأمين تتمثل في أقساط التأمين المستحقة والتي يجوز توريقها كما ينتج عنها حقوقاً للمؤمن عليهم تتمثل في قيمة التأمين المستحقة إذا تحقق الخطر المؤمن منه، وقد تم إصدار مثل تلك السندات في السوق الدولية تحت مسمى سندات المخاطر تمنح للمؤمن عليه مقابل قيمة التأمين المستحقة له إذا تحقق الخطر، هذه السندات حق للمؤمن عليه ودين على شركة التأمين إذا تحقق الخطر، هذه السندات تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية^(١).

(1) gorden woo, sepp blatter: castastrophe risk securitization, second edition, 2012, p. 302 :287 .

- ومثال لذلك قانون التوريق البحريني، المرجع السابق، أجاز في المادة ٥٠ توريق المخاطر فنص على أنه " يمكن توريق المخاطر المتعلقة بالاحتفاظ بالأصول بالإضافة إلى المخاطر الناتجة عن الالتزامات المفترضة من قبل أطراف خارجية أو متعلقة بكل أو جزء من أنشطة تلك الأطراف".

٣- التوريق بحسب المدة: وينقسم إلي:

أ- توريق قصير الأجل: وهذا التوريق يسمح للشركات بالحصول على التمويل لفترات تقل عن سنة واحدة، وتستخدم أساسا في تمويل رأس المال العامل للمنشآت التجارية مثل شراء المواد الخام، حيث تقوم البنوك التجارية بتقديم هذا النوع من القروض لعملائها لتمويل مختلف المشاريع التي يقبلون عليها.

ب- توريق طويل الأجل أو متوسط الأجل: وهذا النوع من التوريق يسمح للشركات بالحصول على التمويل لفترات تزيد عن سنة وعادة ما تصل إلى ٢٠ سنة، وهو يشمل أصول مؤسسات الإئتمان وشركات التأمين، وكذلك توجه لتمويل نوع خاص من الاستثمارات مثل الحصول على عقارات (أراضي، مباني...).

٤- التوريق بحسب الحيز الجغرافي: وينقسم إلي:

أ- توريق وطني: وهذا النوع يتم داخل حدود الدولة وأطراف العملية الأصليين كقاعد من مدين محفظة التوريق أو شركة التوريق، ويتم تداول السندات المصدرة في السوق الثانوية للدولة ذاتها، وكذا الحقوق التي تتكون منها المحفظة بالتزامات داخلية خاضعة للقانون المحلي، بمعنى لا تحتاج فيها إلى اللجوء للقانون الدولي الخاص ليشير على قانون آخر واجب التطبيق، ولو كان سيشير إلى القانون الوطني ذاته.

= كما أنه أحيانا لا يبيع المالك للأصول الأصل ذاته، بل يورق مخاطره المرتبطة بالأصل محاولاً استغلال فارق السعر بين الأصل المكتسب والسعر الذي يرغب المستثمر في دفعه مقابلها. وللمزيد انظر:

- ANDREAS JOBST: what is the securitization? back to basics Working paper published in site <https://www.imf.org/.../wp13255.pdf> as at September 2008, p2.

ب- **توريق دولي:** الذي يكون أحد أطرافه الرئيسيين كقاعدة أجنبياً وليس الأطراف المساعدة، وذلك حالة إن كان المدين بالحقوق المالية والمستحقات التي تتكون منها المحفظة أجنبياً، أو شركة التوريق غير خاضعة لأحكام القانون الوطني، أو السند المورق يتم إصدار شهادات إيداع دولية مقابلة لتداول في السوق الدولي.

٥- التوريق بحسب المؤسسة القائمة بعملية التوريق: وينقسم إلي:

أ- **التوريق الخارجي:** وهذا النوع يتم من خلال قيام المنشئ للمحفظة ومالكها ببيعها إلي شركة متخصصة في عمليات التوريق فقط وبدورها تقوم بإصدار سندات التوريق بناء علي قوة هذه المحفظة.

ب- **التوريق الداخلي:** حيث يقوم مالك محفظة التوريق (مالك الحقوق المالية أو المستحقات آجلة الدفع أو التدفقات والعائدات المستقبلية) بإصدار سندات توريق لهذه المحفظة لذا سمي داخلياً كونه يتم داخل المؤسسة المالكة للحقوق والأصول دون الحاجة لشركة توريق وهذا النوع حصره المشرع المصري في اشتراطه أن يقوم به شركات المساهمة فقط.

وباستقراء التشريعات المصرية التي تناولت نظام التوريق، نجد أن المشرع المصري عند إقراره لنظام التوريق وضع مجموعة من القواعد يجب مراعاتها، ولم يتبنى نوع معين من الأنواع سالفة الذكر علي سبيل الحصر، بل أخذ من بعض الأنواع ما يتوافق مع متطلبات السوق المصري في كل مرحلة، وهنا يتضح مثلاً عند استحداث نظام التوريق المستقبلي أو توريق الحقوق المالية المستقبلية كمتطلب هام للسوق المصري بداية من عام ٢٠٢٠ وصولاً لعام ٢٠٢٤، وتوجيهه حصيلة هذا النوع من التوريق لخدمة وتطوير وإنشاء المرافق العامة وتنفيذ البنية التحتية الضرورية، من خلال التمويل السريع الذي يفرزه وينتجه هذا النوع من أنواع التوريق.

- أساليب التوريق المستقبلي:

يُعد اتفاق التوريق الأداة القانونية المنشأه للعلاقة بين أطراف عملية التوريق، لذا فهناك ثلاثة طرق لنقل ملكية الأصول من البادئ للتوريق إلى مؤسسة التوريق وهي حوالة الحق أو التنازل؛ وتجديد الالتزام أو استبدال الدين؛ والمشاركة الجزئية أو الفرعية^(١)، وذلك علي النحو التالي:

أ- التوريق المستقبلي عن طريق حوالة الحق أو التنازل:

ففي هذا الأسلوب يتم التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين، كما تعني حوالة الحق بأنها اتفاق بين المُحيل وبين المُحال له على تحويل حق الأول الذي في ذمة المدين المحال عليه إلى الثاني، وتتعدّد بمجرد التراضي بينهما دون حاجة لرضاء المدين، وذلك أياً ما كان هذا الدين، كما أن حوالة الحق تعد في بعض الأنظمة القانونية أداة منشأة للعلاقة بين أطراف هذه العملية، فلقد أجاز المشرع الإنجليزي توريق الحقوق المالية المستقبلية في صورة حوالة الحق، مع وضع شروط أهمها الاطلاع على وثائق الحقوق المُحالّة والتأكد

(١) وللمزيد حول أساليب التوريق يراجع كل من: الدكتور وليد محمد المغازي، النظام القانوني لعمليات التوريق، المرجع السابق، ص ٢٠٠ وما بعدها، الدكتورة هناء محمد أحمد جاد، الأسس القانونية للتوريق، المرجع السابق، ص ١١٧ وما بعدها، الدكتور عماد قنديل، الأبعاد القانونية لعمليات توريق الديون، المرجع السابق، ص ٦٢ وما بعدها، الدكتورة علا عبد المنعم عماره والدكتور أمير محمد طه، توريق الحقوق المالية المستقبلية كنمط مستحدث للشراكة بين القطاع العام والقطاع الخاص في جمهورية مصر العربية، المرجع السابق، ص ٢٧٣ ، والدكتورة إفتيسان سليمة وبومرو سميرة، التوريق كألية لإعادة التمويل، المرجع السابق، ص ٢٥ وما بعدها، الدكتورة إخلص باقر النجار، قراءة في مفردات التوريق، المرجع السابق، ص ٢٠٢ وما بعدها، الدكتورة بلعماري أسماء، أهمية التوريق في تمويل المؤسسات الاقتصادية، المرجع السابق، ص ٤٥ وما بعدها، والدكتور سعيد سيف السبوسي، نظام التوريق كمصدر من مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث، المرجع السابق، ص ٢٥ وما بعدها.

من مدى اشتراط موافقة المدين على الحوالة المبرمة بين طرفي اتفاق التوريق وفق النظام القانوني المطبق.

كذلك حوالة الحق طريق لنقل ملكية الأصول من البادئ للتوريق إلى مؤسسة التوريق في القانون الفرنسي حيث نص المرسوم الفرنسي القاضي بتنفيذ القانون رقم ١٢٩١ لسنة ١٩٨٨ الخاص بالمنشآت المعنية بالنقل للمجمع للأوراق المالية على اعتبار حوالة الحق هي الطريق الوحيد لنقل الحقوق المالية المستقبلية لمؤسسة التوريق اشترط المشرع أن يتضمن اتفاق التوريق الاتفاق على الحوالة مع الإشارة بشكل صريح إلى خضوعها للقانون المشار إليه، وكذا التزام المحيل الصريح بضمان الأصول، كما اشترط القانون ضرورة تعيين المحال له وبيان وتفريد الديون المحالة، وكذا تحديد المدينين، وإجمالي مبالغ الديون المحالة وتواريخ استحقاقها، والأساليب المقبولة للوفاء بالديون، أما المشرع المصري فلقد اعتمد حوالة الحق كطريق قانوني لتوريق الحقوق المالية المستقبلية وذلك من خلال نصوص قانون التمويل العقاري رقم (١٤٨) لسنة ٢٠٠١ لنقل ملكية الأصول من شركات الإقراض العقاري إلى مؤسسة التوريق.

ب- التوريق المستقبلي عن طريق تحديد الالتزام أو استبدال الدين:

يُقصد بتجديد الالتزام أو استبدال وتغيير الدين كأسلوب للتوريق المستقبلي، استبدال التزام جديد بالتزام قائم قديم، ووفقا لذلك فإن اتفاق التوريق يتضمن تغيير للدائن بحيث تكون مؤسسة التوريق هي الدائن الجديد فينتهي الالتزام بين المدين والبادئ للتوريق وينشأ التزام جديد بين المدين ومؤسسة التوريق، لذا فإن القصد من التجديد هو تغيير عنصر أساسي في الالتزام، كموضوعه أو شخص المدين به أو الدائن بالحق المقابل له، لا مجرد إضافات أو تغييرات لا تتناول مضمونه أو عناصره الجوهرية، ومن ناحية أخرى لا بد من الحصول

علي موافقة جميع الأطراف ذات الصلة على نقل الأصول بالتجديد وهو ما يراعى في اتفاق التوريق، ويلاحظ أن تجديد الدين سبب في انقضاء الدين القديم وفي نشؤ الدين الجديد، بحيث يترتب على ذلك نشؤ التزام جديد بدلا من التزام سابق، وهذا يعني انقضاء الالتزام السابق بأصله وتوابعه ولا يبقى إلا الالتزام الجديد بصفته وشروطه، فتقوم المديونية على المدين الجديد، أو للدائن الجديد، أو بالدين الجديد، وتزول العلاقات السابقة، فببداً المدين القديم، أو يزول حق الدائن السابق، أو ينقضي الدين القديم، بصفاته وتأميناته، وهو الأمر الذي من شأنه أن يفقد اتفاق التوريق ضماناته بعدم انتقالها مع الدين الأصلي.

ج- التوريق المستقبلي عن طريق المشاركة الجزئية أو الفرعية:

يتمثل هذا الأسلوب في نقل الأصول من المؤسسة البادئة للتوريق وبنك يسمى المشارك، حيث ينطوي هذا الاتفاق على قيام البنك المشارك بتقديم قرض للمؤسسة مقابل سندات مديونية على أن يسترد البنك المشارك أمواله وفوائدها عندما تستلم المؤسسة البادئة من المدين من المدينين أقساط الدين وفوائدها ثم تسليمها للبنك المشارك، وعليه فإن المشاركة الجزئية تتضمن بيع الذم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذم وتمويلها، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد ولا تستطيع مؤسسة التوريق الرجوع عليه، ولا شك أن هذا الأسلوب يعرض البنك المشارك المورق لمخاطر ائتمانية محتملة فيما لو عجز المدين عن الوفاء أو أفلس البادئ للتوريق لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية، لذا فإن المؤسسات المالية تشترط بعض الضمانات عندما تتلقى الأصول بالمشاركة الجزئية كأن تشترط الحصول على ضمانات عقارية أو على حقوق إدارة الدين، وذلك لحماية هذا المشتري وتقيه المخاطر سالفة الذكر.

المبحث الرابع

تمييز التوريق المستقبلي مما يشته به

تتعدد الأشكال القانونية التي تمارس نشاطاً تموالياً ومالياً مثل التوريق، حيث تقترب هذه الأشكال والأنظمة القانونية في تكييفها وشكلها القانوني مع نظام التوريق علي وجه العموم، لذا سنتعرض لبيان تمييز نشاط التوريق عما يشته به من هذه الأنظمة والأنشطة المالية، وذلك علي النحو التالي:

١- التوريق والتورق^(١):

يعتبر التوريق والتورق من الأدوات التمويلية التي زاد حجمها في الفترة الأخيرة لتوفير النقود والسيولة، فالتورق هو أداة تمويلية في البنوك الإسلامية توفر النقود للعملاء بديلاً لنظام القروض بفائدة، وعلى ذلك هناك أوجه تشابه وصلة بين التوريق والتورق نجدها في التقارب اللغوي في منطوق اللفظين توريق، تورق، كذلك الحصول علي النقود والسيولة المالية في الحال في كليهما، فالدائن في عملية التوريق يحصل على نقود سائلة بعد أن كان مجرد صاحب دين مؤجل في ذمة الغير مثلاً، والمدين في عملية التورق يحصل على النقد الذي يريده في الحال، إلا أن هناك وجه اختلاف بين التوريق عن التورق فمحل التورق سلعة دائماً، أما التوريق قد يكون سلعة إذا كان إسلامياً (التصكيك)، ويكون ديناً حقاً مالياً إذا كان تقليدياً، في التورق يتم توسط البائع في بيع السلعة بنقد لمصلحته، في حين أنه في التوريق لا علاقة له ببيع السلعة مطلقاً، فالتكييف القانوني حوالة حق، ولا يضمن المحيل إلا وجود الحق، أيضاً التورق عقد يصل أطرافه الى ثلاث أطراف

(١) وللمزيد حول ماهية نشاط التوريق مقارنة بنشاط التورق يراجع: الدكتور يوسف حسن يوسف، الصكوك الإسلامية وأنواعها، دار التعليم الجامعي، ص ٧٤ وما بعدها، الدكتور وليد محمد بيومي، النظام القانوني لعمليات التوريق، المرجع السابق، ص ٨٢ وما بعدها.

باعتباره عملية مركبة لبيع السلعة بثمن مؤجل، ثم المشتري للسلعة بالنقد، أما التوريق فهو أيضاً عملية مركبة إلا أن المؤسسات التي تخدم وتدير العملية برمتها قد تصل إلى عشر مؤسسات.

- **التوريق والتصكيك أو التسديد:** كلاهما مشتق مالى أي يشتق من عملية سابقة تكون أساس له يهدف إلى تحويل الأصول إلى أوراق مالية، فالتصكيك هو عملية إصدار صكوك ذات قيمة مالية متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خليط منها أعيان ومنافع وديون في الذمة والتي تكون صادرة وفق عقد شرعى، استناداً إلى صيغ التمويل الشرعية، وعلى ذلك فالتصكيك عملية ينتج عنها تقسيم ملكية أصول، أو منافع، أو موجودات، أو كليهما إلى وحدات متساوية القيمة، وإصدار أوراق مالية تعبر عن هذه الوحدات. فالمصرف الإسلامي يقوم بحصر جميع الموجودات المدرة للدخل، وتحويلها إلى أسهم، الأسهم في السوق الثانوية للبورصة، فالعملية تقوم على تحويل الموجودات غير السائلة إلى أسهم متداولة هذه الأسهم لا تمثل مبلغاً معيناً من المال النقود ولا هي دين على جهة معينة، وإنما هي ورقة مالية تمثل ملكية جزء على الشيوخ

ولكن التصكيك يختلف عن التوريق في أن الأول يحول الموجودات العينية السلع الخدمات أي الحق العيني ذاته إلى أسهم متداولة في البورصة، بحيث يكون مالك السهم شريك في الربح والخسارة في حين أن التوريق يطلق غالباً على تحويل الحقوق المالية والمستحقات أجله الدفع المستتدة إلى حق شخصي إلى سندات قابلة للتداول في البورصة. فالتوريق التقليدي هو بيع وشراء الديون أى الحقوق المالية، في حين أن التوريق الشرعى شراء أصول أو منافع أو ديون بشرط أن تكون الديون أقل وداخلة في الأصول.

نستخلص أن كلمة التصكيك والتوريق والتسنيذ تستعمل كمفردات لمسمى واحد، أي تشير إلى نفس المعنى إلا أن مصطلح التصكيك قد أصبح معهودا لدى الاستثمار الإسلامي الذي ينسجم مع أصول وأحكام الشريعة الإسلامية فالتصكيك مصطلح ارتبط وجوده بالمؤسسات الإسلامية، أما التوريق والتسنيذ فلا يشتهر استعمالهما لارتباطهما بالاستثمار التقليدي أو الاستثمار الحديث.

٢- التوريق وعقود البوت (P.O.T) (١):

يتفق التوريق مع عقود البوت كونها آلية للتمويل والتطوير والإنشاء للمرافق العامة ومشروعات البنية التحتية، لكن عقود البوت تلجأ إليه الحكومة لتمويل المشروعات التي تحتاج إليها الدولة في حالة عدم وجود امكانيات نقدية أو خبرات لإقامة المشروع وعادة ما تستخدم عقود البوت لتنفيذ المشروعات الكبيرة والحيوية والتي تتعلق بالبنية الأساسية مثل مشروعات تمويل الطاقة والطرق الكبيرة والكباري والمطارات والموانئ ومد خطوط المياه والصرف وبموجب هذه العقود فإن الحكومة تكون معفاة من سداد أي مقابل للشركة الاستثمارية كما أنها تكون ضامنة لتسديد أي قروض تبرم لتنفيذ المشروع بمعرفة الشركة المستثمرة.

كما أن عقود البوت تمنح بمقتضاها الحكومة للشركة الاستثمارية التي ستقوم بتمويل المشروع امتيازاً لدراسة وتنفيذ وتشغيل المشروع المقترح حيث تقوم الشركة بأعمال التصميم والبناء ثم التشغيل والادارة للمشروع لفترة محددة يتم الاتفاق عليها في العقد وبحيث أن تكون كافية لان يسترد المستثمر ما أنفقه على المشروع إلى جانب تحقيق

(١) وللمزيد يراجع الدكتور إبراهيم مجاهدي، طبيعة عقود البوت وآثارها القانونية، المجلة الجنائية القومية، المجلد الثاني والستون، العدد الثاني، يوليو ٢٠١٩، ص ٩٣ وما بعدها. والأستاذ جمال العفيفي، تعريف عقود ال Bot والفيديك وشروطها، مقال منشور بتاريخ يناير ٢٠١٩.

ربح مناسب له أيضاً، وعند انتهاء المدة المتفق عليها فترة الامتياز تؤول ملكية المشروع إلى الحكومة دون مقابل حيث تقوم الحكومة بعد ذلك بتشغيل المشروع، لذا فأشكال عقود البوت تتعدد صورها وتتباين بين عقود البناء والتشغيل ونقل الملكية فهي ليست شكلاً واحداً وإنما تتعدد، علاوة على الصورة الرئيسية التي تعني البناء والتشغيل ونقل الملكية B.O.T، لذلك تتشابه لدرجة كبيرة عقود البوت مع التوريق المستقبلي من حيث تطوير وتوسيع وتحسين أداء المرافق العامة القائمة، وإنشاء مرافق وبُني تحتية جديدة بتمويل من القطاع الخاص مما يؤدي إلى تحسين الاقتصاد في الدولة وتوفير البيئة المناسبة للتنمية الاقتصادية، أيضاً تخفيف العبء عن الموارد الحكومية المحددة واستعادة الدولة من خبرة القطاع الخاص في تقديم الخدمة العامة، لذا فالواقع العملي أفرز صوراً وأشكالاً جديدة متعددة من عقود البوت: نذكرها على النحو التالي:

أ- البناء والتملك والتشغيل ونقل الملكية B.O.O.T:

Transfer، Operate ،Own Build

يتمثل عقد الشراكة هنا بأن تقوم شركة المشروع ببناء المرفق وتملكه وإدارته وتشغيله طوال مدة العقد، وتختلف هذه الصورة عن صورة الـ B.O.T من أنها تتيح لشركة المشروع ملكيته مدة العقد ثم ينقل الملكية في نهاية هذه المدة، بينما في الـ B.O.T تكون الملكية للجهة الإدارية فالمشروع يبني لحسابها.

ب- البناء والتملك والتشغيل B.O.O :

Build ،Operate Own

وتكون الملكية في هذا النوع دائمة حيث ينتهي المشروع ذاتياً بانتهاء فترة الامتياز، وهذا النوع الوحيد من أنواع الـ B.O.T التي تكون فيه الملكية دائمة أي انتقال المشروع

كاملا إلى القطاع الخاص بعد بنائه وتشبيده وتملكه لتكون المرحلة الأخيرة انتقاله إليه لتشغيله بمفرده ولا يعود مرة أخرى إلى الدولة مثل باقي الأنواع الأخرى لذلك يعد هذا النوع أحد أساليب الخصخصة الكاملة للمرافق العامة.

ج- البناء والتملك والتأجير التمويلي وتحويل الملكية الـ **B.O.L.T**

transfer·Lease ·Own · Build

هنا يتم بناء المشروع وامتلاكه مرحلياً وتأجيره تأجيراً تمويلياً للغير وتحويل الملكية إلى الدولة في نهاية مدة الامتياز، وهو من أهم صور مشروعات البنية الأساسية الممولة من القطاع الخاص وتصلح لإقامة المشروعات التي تحتاج إلى آلات ومعدات رأسمالية لتشغيلها وحسن إدارتها.

د- البناء والإيجار والتحويل الـ **B.R.T**:

Transfer ·Rent Build

هذا النوع له طبيعة خاصة تستمد خصوصيتها من خصوصية المنفعة التي تحققها للأفراد وهي خصوصية ترتبط بالمكان وترتبط أيضاً بالعائد المتولد عنها، حيث يقوم المشروع على قابليته للتأجير سواء كان إيجاراً سنوياً قابلاً للتجديد أو طوال فترة الامتياز، مثل إقامة طريق حيوي سريع في الدولة.

ذ- التحديث وتملك وتشغيل وتحويل الملكية الـ **M. O.O.T** :

Operate & Transfer ·Own ·Moderns

حالة هذا النوع من المشروعات يكون قائماً بالفعل لكنه لا يعمل بكفاءة لعدم صلاحيته أو بسبب التطور التكنولوجي ويجعله يحتاج إلى عملية التحديث يتم من خلالها تزويد المشروع بأحدث المعدات التكنولوجية وبنظم إدارة وتشغيل حديثة، ومراحلته تبدأ بالتحديث ثم التملك وتشغيله وتحويل الملكية إلى الدولة في نهاية عقد الامتياز.

ر- البناء والتحويل والتشغيل B.T.O:

، Operate، Transfer Build

يقصد بهذا النوع تعاقد الحكومة مع المستثمر الخاص على بناء المشروع أو المرفق العام ثم التخلي عن ملكيته للحكومة التي تبرم عقد آخر لإدارة وتشغيل المشروع خلال فترة الامتياز وذلك مقابل الحصول على إيرادات التشغيل وبذلك تصبح الحكومة مالكة ابتداء وليس في نهاية فترة الامتياز كما في عقد الـ B.O.T فتكون للجهة الإدارية الملكية حيث إن المشروع ينشأ لحسابها ويصلح هذا النوع من العقود في مجال الفنادق الكبرى.

ز- التصميم والبناء والتمويل والتشغيل D.B.F.O:

، Operate ،finance ،Build Design

حيث تتفق الحكومة مع المستثمر على إقامة مشروعات البنية الأساسية أو المرفق العام وفقا لشروط وتصميمات تحددها الحكومة، ويتولى المستثمر الإنفاق على إقامة المشروع وتأسيسه وامتاده بالآلات والمعدات والأجهزة، ويتولى البحث عن تمويل من أحد البنوك ويقوم بتشغيل المشروع وفقا لضوابط تضعها الحكومة، ولا تنتقل ملكية المشروع إلى الحكومة بعد فترة الامتياز، حيث إن الحكومة تحصل مقابل منح الامتياز ويحق للحكومة تجديد الامتياز أو منح الامتياز لمستثمر أفضل مع دفع التعويض المناسب للمستثمر الخاص المالك للمشروع.

٣- التوريق وفاتورة الفاكوتورينج أو التوريق والتخصيم:

عُرِفَت فاتورة الفاكوتورينج أو التخصيم قانونياً من قبل الموسوعة القانونية الفرنسية علي أنها تقنية من تقنيات القانون التجاري تتولي من خلالها مؤسسة مالية تحمل مخاطر تحصيل فواتير مؤسسة تجارية مقابل عمولة، وتحل من خلالها في حقوق هذه الأخيرة^(١)، فنشاط تحويل الفاتورة أو التخصيم أحد أشكال التمويل قصير الأجل وهو عبارة عن خدمة مالية غير مصرفية، يتم من خلالها أن تقوم شركة تحويل الفاتورة بشراء الحقوق المالية الحالية والأجلة من بائعي السلع والخدمات وتقديم الخدمات المرتبطة بذلك، وقد عرفه القانون المصري رقم ١٧٦ لعام ٢٠١٨ بإصدار قانون تنظيم نشاطي التأجير التمويلي والتخصيم بالمادة رقم ١١ بأنه شراء الحقوق المالية الحالية والمستقبلية الناشئة عن عمليات البيع وتقديم الخدمات^(٢).

وبنظرة المقارنة نجد أن هناك اتفاق بين التوريق المستقبلي وفاتورة الفاكوتورينج، حيث إن التوريق والتخصيم يصنف قانوناً على أنهم حوالة حق فالتمويل في النظاميين، يأخذ شكل تعجيل حقوق الدائن على مدينه بواسطة طرف ثالث هو شركة التوريق أو المؤسسة

(1) L'affacturage, en anglais «factoring» est une technique du droit commercial par laquelle une société financière dite le «factor» ou «facteur» ou «affactureur» accepte de se charger des risques du recouvrement des factures d'une entreprise commerciale à laquelle elle en règle le montant moyennant le paiement d'une commission. Le factor est subrogé dans les droits et actions du remettant.

http://www.dictionnaire_juridique.com/definition/affacturage.php

(2) الدكتور محمد علي العلي والدكتورة ميسون عبد الوهاب المصري، إمكانية توريق الديون الناجمة عن عقد تحويل الفاتورة (الفاكوتورنج)، دراسة تحليلية مقارنة، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، المجلد ٢٠ العدد ١، ص ٤١١ وما بعدها، والدكتور وليد محمد المغازي، المرجع السابق، ص ٨٥ وما بعدها.

المالية حسب الأحوال، إلا أنه في الفاكторинг يخضع لحالة الحق المنصوص عليها في القانون المدني، كما أن كل منهما أداة للتمويل فالتوريق والفاكتورنج مشتقين من مشتقات الهندسة المالية لحل أزمة السيولة لدى التجار. فالعميل في الفاكторинг هدفه توسيع نشاطه التجاري، ويلزمه لتنفيذ ذلك أموال سائلة، فيلجأ إلى بيع الديون الحقوق المثبتة في الفاتورة والحصول على نسبة تتراوح بين ٨٠٪ إلى ٨٥٪ من قيمة فاتورته، وذلك بعد خصم عموله العملية ومصاريفها ونسبة الفائدة المستحقة المدة ما بين وقت عملية خصم الفاتورة وتاريخ الاستحقاق، أيضا المحيل في عملية التوريق يكون هدفه من بيع حقوقه ومستحقاته المستقبلية آجلة الدفع الحصول على التمويل اللازم لنشاطه.

إلا أنهم قد يختلفوا في أن عملية الفاكторинг تتم بحالة الفواتير إلى facture فالحالة أساس العملية نقل الحق المثبت بالفاتورة، ولكن عملية الحوالة ذاتها هي الهدف في اتفاق الفاكторинг، وبها تتم عملية الفاكторинг. أما الحوالة في عملية التوريق فما هي إلا وسيلة لتحقيق الغرض المقصود من الحوالة، ألا وهي عملية تحويل المحفظة المورقة إلى سندات مالية، فالمادة ٤١ مكرر نصت على أنه شركة التوريق هي التي تراول نشاط إصدار سندات تورق قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع وعلى ذلك فالحق المحال في عملية الفاكторинг لا يمكن تسويله، بمعنى لا يحول إلى سندات، أما الحقوق المالية في التوريق يمكن تسويلها بتحويلها إلى سندات.

أيضاً فاتورة الفاكторинг أداة لتداول الديون ذات الأجل القصير، وتواريخ استحقاقها ليست بالطويلة، في حين أن التوريق أداة لتداول الديون ذا الأجل المتوسط إن لم يكن الطويل حيث يصعب توريق الديون ذات الأجل القصير، ومحفظة التوريق المحالة لا تدخل في الذمة المالية لشركة التوريق، بل هي ملك لحملة السندات المورقة، في حين

أن محافظة الفواتير تدخل في الذمة المالية لشركة الفاكور، ويستطيع دائنيها الحجز عليها، كذلك في الفاكورينج المؤسسة المالية المشتريّة للفواتير هي التي تقوم بالتحصيل ومباشرة الدين كما تقدم خدمات أخرى لعميلها، مثل تحصيل الفواتير التي سبق أن رفضت قبولها، وامساك الدفاتر الحسابية له أما شركة التوريق فما هي إلا وسيط للعملية أنشئت لغرض واحد، هو إصدار السندات فقط أما عملية الإدارة فيعهد بها إلى أمين حفظ أو مدير استثمار وأخيرا في الفاكورينج تتم العملية داخل أسواق الائتمان أما في نشاط التوريق فتتعدى العملية أسواق الائتمان إلى أسواق المال حيث يتم إصدار سندات قابلة للتداول في البورصة، مقابل الأصول المالية التي تتكون منها المحفظة.

٤- التوريق واتفاق التمويل العقاري^(١):

يُقصد بالتمويل العقاري أنه عملية قانونية تهدف إلى أن يضع شخص أو مؤسسة مالية كالبنك تحت تصرف أحد الأشخاص مبالغ مالية تخصص بصفة أساسية لتملك أحد العقارات في مقابل ضمان يقدمه الشخص المدين، أما اتفاق التوريق فهو عملية قانونية تهدف إلى حوالة مؤسسة مستحقاتها المالية إلى شركة متخصصة، بهدف تحويلها إلى سندات، يمكن تداولها في السوق المالي من هنا نجد أنهم يتفقوا في كونهم عقد مالي وعقد من العقود ذات التنفيذ المتتابع كذلك اتفاق الحوالة واتفاق التمويل ينشأ لخدمة عقد آخر في حين أنهم قد يختلفا في أن اتفاق التمويل العقاري هو عقد متعدد الأطراف بين

(١) الدكتور الصغير محمد مهدي، النظام القانوني للتمويل العقاري، دراسة مقارنة في القانون المدني، رسالة دكتوراه كلية الحقوق جامعة الإسكندرية، ٢٠١٠، ص ١٧ وما بعدها، الدكتور وليد محمد المغازي، المرجع السابق، ص ٨٩ وما بعدها، والدكتور ثروت عبد الحميد، اتفاق التمويل العقاري "دراسة في أحكام قانون التمويل العقاري والتشريعات المقارنة"، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة لعام ٢٠٠٢، ص ١٤ وما بعدها.

الممول والمستثمر وبائع العقار وله عقود تخدمه مع المثمن العقاري والوكيل العقاري وغير ذلك، ويتطلب متابعة الممول لعملية في حين أن اتفاق التوريق هو عقد من العقود المركبة، يشتمل على عقد حوالة المحفظة، وعقد الاكتتاب في السندات وقد تبرم عقود خدمات مع مؤسسات خاصة تخدم العملية، منها عقد تقديم خدمة التصنيف الائتماني لتحديد ما إذا كان تصنيفها هو التصنيف الذي اشترطه المشرع من عدمه، وعقد تبرم مع شركة ترويج وتغطية الاكتتاب لترويج وتغطية الاكتتاب في السندات، وعقد مع شركات تأمين لتغطية مخاطر التوقف والعجز عن السداد وغير ذلك من العقود.

٥- محفظة التوريق والمحفظة الاستثمارية^(١)

يقصد بالمحفظة الاستثمارية هي وعاء مالي مؤسسة أو مستثمر، يعهد به لمؤسسة متخصصة لإدارته واستثماره في مجالات متنوعة بعائد مُجز، مع مستويات أقل من المخاطرة لإستفادته من مزايا التنوع التي تقوم عليها المحفظة الاستثمارية، أما محفظة التوريق هي ذلك الوعاء المالي المتكون من حقوق ومستحقات مالية وكذا الضمانات المقررة لها، وتتشبه الشركات بهدف توريقها. ومن التعريفين السابقين نستطيع أن نوضح أوجه الشبه والاختلاف بين كلا منهما:

فأوجه الشبه أن كل منهما يعهد به إلى مؤسسة متخصصة لاستثماره فمحفظة التوريق تستثمر أموالها بتحويلها إلى سندات مورقة، أما محفظة الاستثمار فيعهد بها إلى مؤسسة مالية كصندوق استثماري وكل منهما يؤدي إلى تقليل المخاطر لكن سبب تقليل المخاطر مختلف، ففي محفظة التوريق يكون تقليل المخاطر بزيادة الضمانات للحقوق والمستحقات

(١) الدكتور يوسف حسن يوسف، الصكوك الإسلامية وأنواعها، المرجع السابق، ص ١١٢، الدكتور وليد محمد المغازي، المرجع السابق، ص ٩١ وما بعدها.

المورقة، أما في محفظة الاستثمار فيكون تقليل المخاطر بالاستفادة من مزايا التنوع فأساسها كما أن مدة الاستثمار في كل منهما متوسطة أو طويلة الأجل.

أما عن أوجه الاختلاف فمحفظة التوريق تورق إلى سندات واستثناء وبنص خاص تورق إلى صكوك تمويل وفقاً للقانون ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ أما محفظة الاستثمار فغالباً ما تتكون من السندات ولكن قد تتكون من أسهم، وغير ذلك من شهادات استثمار وشهادات إيداع وصكوك تمويل وغير ذلك، كذلك محفظة التوريق تتكون من حقوق ومستحقات متجانسة متشابهة أما بالنسبة للمحفظة الاستثمارية فأساس نشأتها التنوع، فهي تسمى محفظة لكونها تشكيلة من الأسهم والسندات المختلفة، فمثلاً قد تتكون من سندات لشركة اتصالات وأسهم لشركة اسمنت، وشهادات استثمار لصندوق استثماري وشهادات إيداع في البنك الأهلي، ووثائق استثمار، وأسهم شركات حديد وغير ذلك وأخيراً المحفظة الاستثمارية تكون مملوكة لفرد واحد أو مؤسسة واحدة في حين أن محفظة التوريق قد يشترك في تكوين الحقوق والمستحقات المالية التي تتكون منها أكثر من محيل أكثر من بنك والهام في الأمر أن تكون الحقوق المالية التي تتكون منها المحفظة متجانسة ومتشابهة.

الفصل الثاني

التنظيم القانوني لتوريق الحقوق المالية المستقبلية (التوريق المستقبلي)

تمهيد:

لما كانت أهمية التوريق سألقة الذكر تُظهر بداية كون التوريق المستقبلي عاملاً مهم ظهر حديثاً لجذب رأس المال السريع والمضمون، مما يجعله آلية رئيسية في تمويل الأشخاص الاعتبارية العامة سواء بالإنشاء أو التطوير أو التحديث أو تحسين الخدمات المقدمة للمواطنين في الدولة، مما يعود نهاية علي الاقتصاد القومي للدولة ويحقق التنمية الاقتصادية الشاملة، فعملية التوريق المستقبلي ذات أهمية بالغة توفر التمويل بأقل المخاطر وأقل التكلفة دون عناء من قبل إدارة الدولة، ولما كان التوريق المستقبلي نشاط مُستحدث ويتشكل من منظومة متكاملة فيتعين الوقوف أولاً علي الأساسيات والقواعد القانونية الحاكمة له، وهذا عن طريق تعرضنا لبيان التنظيم القانوني للتوريق المستقبلي من خلال التشريعات التي نظمت أحكامه، فضلاً عن آليات المشرع لتشجيع تلك العملية. ولا شك أن لعملية التوريق مجموعة من المخاطر يمكن تخفيضها والحد منها، حيث يظهر ذلك جلياً في بعض المجالات التطبيقية التي سنعرض إليها بالتوضيح مصحوبة ببعض السبل لتعزيز عملية التوريق المستقبلي كونه آلية مستحدثة وناجحة في تمويل إنشاء وتطوير وتحديث الأشخاص الاعتبارية العامة، لذا سنقسم هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: القوانين المنظمة للتوريق وآليات تشجيع المشرع له في مصر

المبحث الثاني: مخاطر التوريق المستقبلي وكيفية الحد منها

المبحث الثالث: المجالات التطبيقية لتوريق الحقوق المالية المستقبلية

المبحث الرابع: سبل تعزيز التوريق المستقبلي في تمويل الأشخاص الاعتبارية العامة

المبحث الأول

القوانين المنظمة للتوريق المستقبلي وآليات تشجيع المشرع له في مصر

تناول المشرع المصري أحكام وشروط نظام التوريق تدريجياً من خلال مجموعة من النصوص والقرارات القانونية المتفرقة في التشريعات المختلفة، وأفرد له مجموعة من العوامل والآليات التشجيعية كونه آلية هامة ورئيسية للتمويل، وذلك علي النحو التالي:

أولاً: القوانين والقرارات المنظمة للتوريق في جمهورية مصر العربية:

- صدر القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لينظم سوق رأس المال وتعديلاته: خاصة التعديل الوارد بالقانون ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ ولائحته التنفيذية المعدلة بقرار وزير الاستثمار رقم ٤٦ لسنة ٢٠٠٤ والذي تضمن اضافة الباب العاشر بعنوان أنشطة التوريق إلى اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٥ تعديلات ذلك القرار الصادرة عام ٢٠٠٦، حيث نصت المادة ٤١ مكرر المضافة بالقانون ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ ".... وتعد شركة التوريق في تطبيق أحكام هذا القانون من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية..".

- القانون ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ قانون التمويل العقاري: حيث أضاف المشرع المصري نص المادة ١١ بالقانون ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ إلى قانون التمويل العقاري، والتي أجازت للممول توريق حقوقه ومستحقته أجله الدفع، وألغت ضمان الممول الوفاء لحقوقه المالية ومستحقته أجله الدفع المحالة.

- قواعد حوالة الحق: والمنصوص عليها في القانون المدني رقم ١٣١ لسنة ١٩٤٨، باعتبارها الشريعة العامة، في حالة عدم وجود نص يحكم المسألة فقد نصت المادة ٤١ مكرر ١ من القانون ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ أنه " تتم حوالة محفظة التوريق إذن

التكييف القانوني التوريق إلى شركة التوريق هو حوالة حق، والقانون ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ نظمت نصوصه فقط ما كان ينبغي الخروج به على أحكام القانون المدني نداءً لمتطلبات الحياة التجارية بصفة عامة، ولتشجيع عملية التوريق بصفة خاصة، أما بقية الأحكام التي لم ينص قانون التوريق عليها فيتعين الرجوع إليها في القواعد العامة في القانون المدني.

- القواعد والإجراءات الأخرى التي تضعها الهيئة العامة للرقابة المالية:، وخاصة العقد النموذجي الذي تنص المادة ٤١ مكرر من القانون ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ على أنه " تتم حوالة محفظة التوريق بموجب اتفاق بين المحيل وشركة التوريق المحال إليها وفقاً للنموذج التي تعده الهيئة وعلى ذلك، وطالما أن القانون هو الذي أحال إلى الهيئة فيما تعده من عقد نموذجي، فإنه يتعين الاسترشاد بأحكامه والاستهداء به والالتزام بقواعده عند إبرام عقد اتفاق حوالة محفظة التوريق باعتباره اتفاق مكمل ومتم للقواعد القانونية الموضوعية الخاصة باتفاق التوريق.

- القواعد المنصوص عليها في: قانون التمويل العقاري رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ وقانون الإشراف والرقابة على التأمين رقم ١٠ لسنة ١٩٨١، وقانون التأجير التمويلي رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥، وقانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣، وقانون ١٠ لسنة ٢٠٠٣، وكذا قانون التجارة ١٧ لسنة ١٩٩٩، والقانون المدني رقم ١٣١ لسنة ١٩٤٨، كل تلك القواعد قد تطبق على حسب خضوع الحق الذي تتكون منه المحفظة لأي قانون من القوانين السابقة بصفة تبعية إذا كانت المحفظة ناشئة في ظل قانون من تلك القوانين، فتطبق أحكامه كنتيجة لكون الأساس القانوني لانتقال المحفظة

هو حوالة حق، فالحوالة تنقل الحق ذاته بصفاته ودفعه وخصائصه وتوابعه وملحقاته، فحوالة الحق تعنى تطبيق ذات القانون الذي كان الحق خاضعاً له.

- قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٥٥ لسنة ٢٠١٤: بشأن القواعد والإجراءات المنظمة لإحالة أكثر من محفظة توريق واحدة إلى شركة التوريق، وقيام شركات المساهمة من غير شركات التوريق بأكثر من إصدار لسندات التوريق.

- وصولاً لمارس ٢٠٢٢ حيث أضيفت مجموعة من المواد القانونية المنظمة لسندات توريق الحقوق المالية المستقبلية للقانون ٩٥ لعام ١٩٩٢ بالقانون رقم ١٣ لسنة ٢٠٢٢، والقرار الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية المنفذ له رقم ١١٥ لسنة ٢٠٢٢ بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢:

حيث تصدر شركة التوريق سندات قابلة للتداول توجه حصيلتها لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة، مقابل ما ينشأ لصالح هذه الجهات من تدفقات نقدية مستقبلية، ووفقاً للمادة ٤١ مكرر في فقرتها الرابعة والخامسة من القانون سالف الذكر، يجوز لشركة التوريق إصدار سندات قابلة للتداول توجه حصيلتها لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة بعد موافقة السلطة المختصة بها مقابل ما ينشأ لصالح هذه الجهات من تدفقات نقدية مستقبلية، ويقصد بالتدفقات النقدية المستقبلية التدفقات المتوقع دخولها في المستقبل في ذمة المحيل طبقاً للمجرى العادي للأموال. ويصدر مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية القرارات التنفيذية اللازمة لإصدار السندات المشار إليها بالمادة ٤١ مكرر.

ويشترط في تلك التدفقات الآتي:

- أن تكون ناشئة لصالح الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة.
 - ألا تكون مقيدة أو مشروطة.
 - أن تكون خالية من أي حقوق حالية أو مستقبلية للغير.
- وتجدر الإشارة هنا أن التنظيم القانوني المعدل لتوريق الحقوق المالية المستقبلية المتوقعة، من شأنه أن يسمح لأشخاص القانون العام التي تؤدي خدمات في مجال المرافق العامة، بجانب الأشخاص الاعتبارية الخاصة في الحصول على التمويل مقابل التدفقات النقدية المتوقعة التي سترد إليها في المستقبل من خلال إصدار سندات قابلة للتداول توجه حصيلتها لتمويل هذه الجهات مقابل ما ينشأ لصالح هذه الجهات من حقوق ومستحقات مالية مستقبلية متوقعة.

وعليه فإن قانون سوق رأس المال تناول نظام التوريق في موضعين الأول هو تنظيم توريق الحقوق المالية الأجلة وهي المواد القديمة الموجودة من قبل بالقانون الأساسي والثاني هو التنظيم القانوني المعدل للتوريق المستقبلي بالقانون ١١٣ لعام ٢٠٢٢ وقرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١١٥ لعام ٢٠٢٢^(١) والمتضمن أهم الضوابط لإمكانية توريق الحقوق المالية المستقبلية وتحويل حصيلة ذلك التوريق لتمويل وتطوير الأشخاص الاعتبارية العامة.

(١) وتجدر الإشارة إلي أن أول موافقة للهيئة على برنامج لإصدار سندات التوريق الحقوق المالية المستقبلية، وأول تطبيق للتعديلات التي صدرت في مارس ٢٠٢٢، كانت لصالح شركة القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية بصفتها الشركة المحيلة لمحفظه الحقوق المالية المستقبلية، حيث برنامج متعدد الإصدارات لسندات توريق الحقوق المالية المستقبلية بمبلغ ٢ مليار جنيه لمدة ٣ سنوات، هذا ولقد ذكرت هيئة الرقابة المالية أن الحد الأقصى للإصدار الأول للبرنامج ٨٠٠ مليون جنيه لمدة سبع سنوات. يراجع: الدكتورة علا عبد المنعم عمارة، والدكتور أمير محمد محمود طه، المرجع السابق، ص ٢٧٥ وما بعدها، والدكتور وليد محمد المغازي المرجع السابق، ص ٣٣ وما بعدها.

ثانياً: آليات تشجيع المشرع المصري لنظام التوريق:

جاء تشجيع المشرع المصري لعمليات التوريق في فحو نصوص قانون رأس المال ٩٥ لعام ١٩٩٢ وتعديلاته وصولاً لعامنا الحالي، حيث إنه لاستمرارية ونجاح أي منتج من منتجات الهندسة المالية خاصة نظام التوريق، لابد أن يحقق مزايا للأطراف التي تتدخل في إنتاجه، حيث التالي بيانه:

- **إعفاء حوالة محفظة التوريق من ضريبة الدمغة:** فيقصد بداية بضريبة الدمغة هي ضريبة دمغة نوعية ونسبية تفرض على المحررات من تاريخ تحريرها ودون نظر إلى صحتها، كما تفرض على الوقائع والمعاملات التي تنشئ أثراً قانونياً من تاريخ تحقيقها، ومن هنا تنص المادة ٤١ مكرر على أنه " تعفى حوالة محافظ التوريق من ضريبة الدمغة، كما تنص المادة ١٤ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أنه " مع عدم الاخلال بالإعفاءات الضريبية المقررة للسندات تعفى السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى المماثلة أياً كانت الجهة المصدرة لها من ضريبة الدمغة النسبية عند الإصدار، ومن ضريبة الدمغة النسبية السنوية، كما يعفى العائد على هذه الأوراق من الضريبة على رؤوس الأموال المنقولة، ومن الضريبة العامة على الدخل.

- **الضمان العام لحملة السندات على محفظة التوريق:** حيث قصر المشرع المصري في مضمون المادة ٤١ مكرر ٢ فقرة ٥ على أنه وبخلاف محفظة التوريق، لا يحق لحملة سندات التوريق التنفيذ على أصول الشركة، وبالتالي حمى المشرع شركة التوريق، بنص خاص من الرجوع على أصولها ضماناً لاستمرارية نشاطها، والحماية تتمثل هنا في عدم رجوع المستثمرين عليها.

- تشجيع المشرع لمنشئ لمحفظه التوريق: حيث يتطلب لاستمرارية نشاط المنشئ (المحيل) سيوله، وقد يحصل عليها من عدة طرق أولها الاقتراض من البنوك لكنه يخشى الفائدة المرتفعة، وثانيهما، أن يطرح أسهماً للاكتتاب وذلك لزيادة رأس ماله إلا أنه يخشى مساهمين جدد يشاركونه الأرباح، فلم يبق له إلا الحصول على تمويل بتكلفة منخفضة، ألا وهو توريق حقوقه ومستحقاته المالية، كما أن المنشئ (المحيل) لا يضمن الوفاء بالمحفظه باعتبار المستثمر مضارباً، كذلك شجع المشرع المحيل باشتراط ضرورة وجود جهة لتغطية الاكتتاب في السندات بشروط لضمان إتمام عملية الاكتتاب سليمة وصحيحة، بدلاً من فشلها بسبب عدم تغطية كامل السندات المطروحة.

- تشجيع المستثمر للاستثمار في سند التوريق: إن من أهم ما يهم المستثمر عند استثماره في أي مجال هو الربح وكيفية الخروج السريع بأقل المخاطر، وذلك في حال ما إذا واجهته مخاطر من انخفاض السعر أو غيره وسند التوريق يحقق له هذه الميزة، فقابلية ذلك السند للتداول تمنح المستثمر، عند إحساسه بالخطر، أن يتخلص منه بسرعة بيعه في السوق.

- حماية محفظه التوريق من دائني المنشئ والمصدر: فتنص المادة ٤١ مكرر ٢ فقرة ٥ على أنه ".... وتكون المبالغ والمستندات والأوراق التجارية المودعة لدى أمين الحفظ وفقاً لأحكام هذه المادة ملكاً لحملة السندات، ولا تدخل في الذمة المالية لشركة التوريق، ولا في الضمان العام لدائني المحيل أو الشركة، وبالتالي أقصى المشرع المصري بهذا النص خطر إفلاس المنشئ والمصدر عن محفظه التوريق، بجعلها ملكاً لحملة سندات التوريق.

- تناسب قيمة سندات التوريق مع قيمة محفظة التوريق: تنص المادة ٣٠٦ من اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال على أنه " ... ولا يجوز أن تزيد القيمة الاسمية لسندات التوريق على القيمة الحالية للمحفظة والعائد عليها محسوبة على أساس معدل خصم يساوى سعر العائد على سندات التوريق" ويلاحظ أن ذلك نتيجة طبيعية ومنطقية لكون المشرع جعل المحفظة ضامنة للوفاء بالسندات، فكيف تضمن الوفاء، وهي أقل من قيمتها، فالمشرع نص على ذلك حماية لحقوق المستثمر.

- توافر فكرة الضمان الصادر من الدولة لعملية التوريق: لا شك في أنه بتنظيم الدولة للضمانات العامة للمشروعات العامة في مختلف المجالات يكون كفيلاً لتشجيع المستثمرين للإقبال على عمليات التوريق المستقبلي، فالدولة أصبح دورها في تنظيم الاقتصاد بارزاً بدرجة كبيرة ومن أهم مظاهره منح الدولة ضماناتها للمشروعات لتنمية أنشطتها الاقتصادية أو التغلب على الصعوبات الطارئة التي تواجهها، فالضمانات العامة من قبل الدولة تحقق أهدافاً تتعلق بالسياسة الاقتصادية للدولة^(١)، ويظهر هذا جلياً في قيام الدولة نفسها بعمليات التوريق المستقبلي.

فوجود الدولة ذاته في عمليات التوريق كشخص اعتباري عام إقليمي يشكل ضماناً للثقة وهو ما يدعم فكرة الضمانات العامة في القانون الإداري، فالتنمية الاقتصادية في حاجة إلى دولة تحفز وتشجع نشاط المشروعات الخاصة والأفراد على حد سواء، ومن أهم صور التدخل الاقتصادي من الدولة هو تقديم ضمانات شخصية، والهدف منها تمكين الأشخاص العامة والخاصة من الحصول على قروض تستخدم في تمويل

(١) الدكتور محمد عبد اللطيف، ضمانات الدولة الشخصية للمشروعات، دار الأهرام للنشر والتوزيع والإصدارات القانونية، ٢٠٢٤، ص ٢٠٩.

مشروعات التنمية⁽¹⁾، ووجود الشخص العام ضامناً عنصر مهم في فكرة الضمان ذاتها؛ ويرجع ذلك إلى ارتباط فكرة الثقة بالأشخاص العامة لاسيما الدولة التي تستطيع أكثر من الأشخاص العامة الأخرى تقديم الثقة.

وتتنوع ضمانات الدولة الشخصية للمشروعات العامة بين الكفالة والضمان المستقل، فالأصل أن الضمانات التي تمنحها الدولة للمشروعات هي من نوع الكفالة، ومن أبرز تطبيقات فكرة الكفالة كضمانة من الدولة للمشروعات العامة في مصر نجد تلك التي نص عليها القانون رقم ٧٤ لسنة ٢٠١٧ والقانون رقم ١٦٨ لسنة ٢٠٢٠^(٢)، أما عن فكرة الضمان المستقل فيقصد بها بداية " هو التزام يتعهد بموجبه الضامن، ومع الأخذ في الاعتبار التزام يتعهد به طرف ثالث، بالوفاء بمبلغ إما بمجرد الطلب، أو وفقاً للكيفية

(1) W.-E Goncalves، La garantie personnelle d'emprunt des Etats au sein de la société économique internationale (exemples de quelques pays: France-Côte d'Ivoire- Bénin)، thèse، Paris، 2000، p. 1 et s.

ومشار إليه الدكتور محمد عبد اللطيف، المرجع السابق، ص ٢٨.

(٢) وتجدر الإشارة هنا إلي أن القانون رقم ٧٤ لسنة ٢٠١٧ الذي ينص في مادته الأولى على الإذن لوزير المالية في ضمان شركة الشرق الأوسط لتكرير البترول (ميدور)، وشركة أسيويت لتكرير البترول لدى هيئة تنمية الصادرات الإيطالية فيما تحصلان عليه من تمويلات وضمان الوفاء بالالتزامات المالية فيما تتعاقدان عليه من مشروعات خاصة بتوسعات معمل دويدور ومجمع الهيدروجيني بأسيويت بقيمة مقدارها ٦٠٢ مليار دولار امريكي بحد أقصى. والقانون رقم ١٦٨ لسنة ٢٠٢٠ فينص هذا القانون في مادته الأولى على أن يؤذن لوزير المالية في ضمان الشركة القابضة لمياه الشرب والصرف الصحي وشركاتها التابعة فيما تحصل عليه من قروض وتمويلات بقيمة ٣ مليارات جنيه مصري، وضمان الوفاء بالالتزامات المالية الناشئة عنها وذلك لما تتعاقد عليه من مشروعات لتحلية المياه والتعاقد على تنفيذها من خلال أو بمشاركة القطاع الخاص. وهذا يدل على ضمان الدولة للمشروعات العامة وينطبق ذلك على عمليات التوريق المستقبلي كون الدولة هي القائمة به.

المتفق عليها، والضامن غير ملزم في حالة التعسف أو الغش الواضح من المستفيد أو تواطؤه مع الأمر، ولا يجوز للضامن التمسك بأي دفع يتعلق بالالتزام المضمون، ومالم يتفق على غير ذلك لا يتبع هذا التأمين الالتزام المضمون^(١)، وتطبيقاً لفكرة الضمان المستقل الصادر عن الدولة للمشروعات العامة نجد الضمان الذي نص عليه قانون ٢٣ مارس ٢٠٢٠ بشأن قانون المالية المعدل لعام ٢٠٢٠ وهو نظام في فرنسا بمقتضاه تمنح الدولة ضماناتها للقروض التي منحتها مؤسسات الائتمان لمواجهة تبعات وباء كورونا. كما يجوز للدولة أن تمنح ضمانات لإتمام عملية التوريق المستقبلي كآلية تمويلية هامة من خلال ضمانها لمجموعة من المخاطر كالتالي تتعلق بسعر الصرف والتضخم.

- عملية التوريق توفر للمستثمرين مجالاً جديداً للاستثمار فيه: وذلك للمستثمرين الذين يخشون عواقب مخاطر الاستثمار لعدم توافر بيئة جيدة للمعلومات الإفصاح والشفافية، الأمر الذي يساعد على تنشيط سوق المال بإدخال أدوات جديدة إليه، فالتوريق اختيار منطقي لتجنب تلك العقبات، كما يعمل على تجميع أموال صغار المدخرين،

(1) La garantie autonome est l'engagement par lequel le garant s'oblige, en considération d'une obligation souscrite par un tiers, à verser une somme soit à première demande, soit suivant des modalités convenues. Le garant n'est pas tenu en cas d'abus ou de fraude manifestes du bénéficiaire ou de collusion de celui-ci avec le donneur d'ordre. Le garant ne peut opposer aucune exception tenant à l'obligation garantie. La garantie autonome l'engagement par lequel le garant s'oblige, en considération d'une obligation souscrite par un tiers, à verser une somme soit à première demande, soit suivant des modalités convenues. Le garant n'est pas tenu en cas d'abus ou de fraude manifestes du bénéficiaire ou de collusion de celui-ci avec le donneur d'ordre. Le garant ne peut opposer aucune exception tenant à l'obligation garantie. Sauf convention contraire, cette sûreté ne suit pas l'obligation garantie».

وذلك حول بيان ماهية الضمان المستقل كنوع من الضمانات التي تقدمها الدولة للمشروعات العامة، مشار إليه الدكتور محمد عبد اللطيف، المرجع السابق، ص ٤٥-٤٦.

لتكون قوة اقتصادية جاهزة للتمويل لدفع عجلة الاقتصاد إلى الاتجاه الاستثماري الصحيح.

- دخول الهيئة العامة للرقابة المالية كراعية لعملية التوريق: حيث اشترط المشرع ذلك حماية للمستثمر وتدعيماً له، فتنص المادة ٣١٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على عدم نفاذ إنهاء الاتفاق بين شركة التوريق وأمين الحفظ أو تعديل شروطه إلا بموافقة الهيئة، كما نص على ضرورة إخطار الهيئة باتفاق الحوالة النهائي.

- حظر استخدام حصيلة الحقوق الناشئة عن محفظة التوريق لغير سداد مستحقات حملة السندات: فقد اشترط المشرع ذلك حماية للمستثمر، فقد نص على أنه لا يجوز لأمين الحفظ استخدام حصيلة الحقوق الناشئة عن محفظة التوريق لغير سداد مستحقات حملة سندات التوريق، وذلك بعد خصم العمولات والمصاريف، والأتعاب المقررة.

نخلص إلى أن المشرع المصري أفرد العديد من الضمانات والآليات لتدعيم وتشجيع عملية التوريق كونها أداة تمويلية مستحدثة وجديرة بالدعم لما توفره من سيولة نقدية سريعة ومضمونة تعطي الخيارات والبدائل المتعددة أمام إدارة الدولة لاستخدام هذه السيولة والتدفقات النقدية لتمويل وتطوير وإنشاء المشروعات العامة ذات الخدمات الحيوية للمواطنين فضلاً عن دورها الهام في تحقيق التنمية الاقتصادية^(١).

(١) الدكتور وليد محمد المغازي، المرجع السابق، حول بعض آليات تشجيع المشرع لعمليات التوريق

ص ٢٢ وما بعدها

المبحث الثاني

مخاطر التوريد المستقبلي وكيفية الحد منها

لا شك أن كل استثمار محوره حقوق مالية يصاحبه مجموعة من المخاطر، تختلف باختلاف نوع الاستثمار والحقوق المالية والأساس أو الهدف الذي من أجله تم اتخاذ القرار بالتوجه نحو الاستثمار، وهذا بدوره يتعلق بمحور بحثنا التوريد المستقبلي للحقوق المالية عبر توريق التدفقات المالية المستقبلية، فالناظر لعملية التوريد المستقبلي يجد مضمونها شراكة بين قطاع عام وقطاع خاص إن صح القول، كما أن للسندات القائمة على التوريد وإن كانت مضمونة من حيث العقود والالتزامات من قبل الجهة المصدرة ونحوها، لكن هناك مخاطر غير مباشرة كما حدث ذلك للسندات القائمة على الرهون العقارية الأمريكية التي أدت الى انهيار معظم المؤسسات الكبرى، والى أزمة في الاقتصاد الأمريكي، والأوروبي وغيرهما^(١).

(١) فتقع المخاطر في عقد الشراكة بين القطاعين العام والخاص بمناسبة التوريد ضمن واحدة من سبع فئات: ١- مخاطر البناء؛ ٢- مخاطر التشغيل والصيانة؛ ٣- مخاطر الأداء، بما في ذلك مدى توفر الخدمة أو البنية التحتية؛ ٤- مخاطر القيمة المتبقية، وبشكل رئيسي عدم اليقين بشأن قيمة الأصول في نهاية عقد الشراكة بين القطاعين العام والخاص؛ ٥- مخاطر السياسة (الإجراءات الاقتصادية الكلية والحكومية التي قد تؤثر على المشروع)؛ ٦- مخاطر الطلب؛ ٧- المخاطر المالية (سعر الفائدة، وسعر الصرف، والعوامل المالية الأخرى) **وللمزيد راجع:**

- José Enrique Mendoza, Financialization and the Road Sector in Mexico, 2016,

<https://www.probdes.iiec.unam.mx/index.php/pde/article/download/57217/62543?inline=1>

- كما أن التوريد قد يعيق النمو الاقتصادي عن طريق تخصيص الإيرادات للنفقات الحالية دون النظر للمستقبل **وللمزيد راجع:**

وبما أن التوريق المستقبلي ظهر كحل لنقص الموارد والسيولة الحكومية لإنشاء وتطوير المشروعات العامة، لذا يعتمد التوريق علي الأصول التي تمثل مصدر إعادة الوفاء، أو مرد الوفاء الذي يعد الأساس لصفقة التوريق بأكملها؛ ولذلك فإن أي خطر يهدد هذه الأصول أو الديون كمثال قبل الوفاء بها يمثل تهديداً للشركة المصدرة وللمستثمرين، بل إن سندات التوريق كما تتأثر بأي خطر يهدد المدينين، كذلك تتأثر بأي خطر يهدد الدائن الأول الضامن، إذ إن اضطراب المركز المالي يمثل خطراً، وهذا بالضرورة ينعكس على الأصول، وبالتالي على أدائه ووفائه، كما أن هناك مجموعة من الأخطار تتعلق بسعر الصرف والتضخم وتقلب أسعار الفائدة والسيولة وزيادة التكاليف والأخطار التشغيلية، فضلاً عن الأخطار السياسية والاجتماعية.

وتجدر الإشارة هنا إلي أننا سنفرد أهم المخاطر المتعلقة بتوريق الحقوق المالية المستقبلية وليس مخاطر التوريق من الناحية القانونية المرتبطة بالبنوك التجارية أو النظرة التجارية للقانون التجاري، بل سنبين أهم المخاطر المتعلقة ما استحدثت في توريق الحقوق المالية المستقبلية، ثم بعد ذلك سنبين أهم الآليات للتخفيض وللمحد من هذه المخاطر وذلك علي النحو التالي:

=- **Selene Nunes, Ricardo Nunes**,Securitization Of Public Debt: An Analysis Of Fiscal Impacts In The Context Of Financial Fragility Of The Public Sector, IOSR Journal of Humanities and Social Science, November 2023, p.p51-67
https://www.researchgate.net/publication/375889047_Securitization_Of_Public_Debt_An_Analysis_Of_Fiscal_Impacts_In_The_Context_Of_Financial_Fragility_Of_The_Public_Sector

١- مخاطر التوريق المستقبلي:

يمكن إجمال المخاطر التي قد تواجه التوريق المستقبلي^(١) وكيفية تخفيضها والحد منها في النقاط الآتية:

- مخاطر التضخم والقيمة السوقية للأصول: تعتبر هذه المشكلة من أهم المخاطر التي قد تواجه عملية التوريق المستقبلي من حيث الارتفاع العام في الأسعار بوتيرة سريعة ومن ثم انخفاض القوة الشرائية، حيث إن تلك النوعية من المخاطر تتمثل في أن القيمة الفعلية للأصول نتيجة للتضخم وقلة القيمة السوقية تتغير ولا يمكن التأكد منها منع نهاية عقد التوريق، فمن ناحية عندما تنخفض القيمة الشرائية للنقود بوتيرة أسرع وأكبر من العائد عليها هذا بدوره يعمل علي تآكل قيمة النقود في السوق المالي فلا شك أن هذا

(١) وللمزيد عن مخاطر عملية التوريق يراجع كل من: الدكتورة هاجر أحمد فهمي، دور التوريق في إدارة المخاطر بالبنوك المصرية، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد الحادي عشر، العدد الثالث ٢٠٢٠، ص ٤٥٠ وما بعدها، الدكتور وليد محمد المغازي، النظام القانوني لعمليات التوريق، المرجع السابق، ص ٤٣٠ وما بعدها، والدكتورة علا عمارة والدكتور أمير طه، توريق الحقوق المالية المستقبلية كنمط مستحدث للشراكة بين القطاع العام والخاص في جمهورية مصر العربية، المرجع السابق، ص ٢٦٥ وما بعدها، وبلعماري أسما، أهمية التوريق في تمويل المؤسسات الاقتصادية، المرجع السابق، ص ٧٣ وما بعدها، والدكتورة إخلص باقر النجار، قراءة في مفردات التوريق، المرجع السابق، ص ٢٠٤ وما بعدها.

- Demirag, Istemi, Iqbal Khadaroo, Pamela Stapleton, and Caral Stevenson. "Public private partnership financiers' perceptions of risks." Edinburgh: Institute of Chartered Accountants of Scotland 170 (2010).

- The World Bank, "Government Objectives: Benefits and Risks of PPPs," Public Private Partnership Legal Resource Center. Accessed September 30, 2022, <https://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/overview/ppp-Objectives>.

- <https://mail.almerja.com/reading.php?idm=190784> تاريخ الزيارة ٢٠٢٤/٥/١٠

يحجم المستثمرين علي الاستثمار في السند المورق، ومن ناحية أخرى إن كانت الأصول الضامنة للحق المالي محل محفظة التوريق والتي تكاد تكون الضمان الوحيد لعملية التوريق المستقبلي إلي جانب وجود الدولة كشخص اعتباري ضامن لسداد مستحقات حملة السندات - معرضة للتقلبات الحادة في قيمتها السوقية وهذا في نوعية الأصول غير الثابتة كالمشروعات المتعلقة بتكنولوجيا المعلومات وذلك عكس الأصول الثابتة كالعقارات بأنواعها المختلفة تكون مخاطرها أقل في هذا النوع من المخاطر، إلا أن مخاطرها تكون أشد حالة التقلبات السياسية. ولكن هذا الأمر برمته قد نخفف من حدة مخاطره بوجود الدولة كشخص اعتباري أساسي ضامن بأي طريقة لعملية التوريق المستقبلي والتوظيف السليم للسيولة الناتجة عن عملية التوريق.

- **مخاطر عدم توافر الإفصاح والشفافية:** ويقصد بها عدم تماثل المعلومات أو مخاطر معلوماتية بين أطراف التوريق، حيث تؤثر جودة وصحة المعلومات الأولية للتوريق المستقبلي علي احتمالية حدوث المشكلات، ومن هذه المخاطر عدم الوعي بحقيقة عملية التوريق المستقبلي باعتبارها عملية مستحدثة وآلية جديدة لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة.

- **مخاطر الإدارة والتشغيل والتخطيط:** فتتعلق هذه المخاطر بإدارة وتشغيل وتخطيط عملية التوريق برمتها من حيث ضعف الرقابة الداخلية عليها، وذلك عندما تفتقد الإدارة الخبرة والتنسيق والترتيب، وتتخذ هذه المخاطر عدة أشكال من بينها ضعف العنصر البشري وخبرته المهنية ومخالفة أنظمة الرقابة القانونية والكوارث الطبيعية والاحتيايل المالي وحدثت المشكلات الأمنية في الدولة، فضلاً عن مخاطر التشغيل المتعلقة باختلاف التكاليف عن الميزانية المطروحة أو يصعب تقديمها، إلي جانب مخاطر

التخطيط عند فشل تنفيذ المشروع من حيث الالتزام بالشروط المدرجة في تخطيط المشروع ومثالا لذلك أنه لا يمكن تنفيذه إلا بتكاليف أكبر من الميزانية الأصلية لعملية التوريق برمتها خاصة حالة مخاطر الصيانة للأصول محل عملية التوريق فقد تكون تكلفتها أعلى بكثير وعدم الالتزام بالتوقيت الزمني المحدد. وهذا بدوره يحتم علي إدارة الدولة فرض رقابتها علي عملية التوريق برمتها بداية من العرض الأولي وصلاً للسيولة والنقد المتحصل من عملية التوريق وآلية إنفاقه ومدى الالتزام بالاتفاق الزمني لتنفيذ المشروع محل عملية التوريق.

- **مخاطر تحصيل الحقوق المالية المستقبلية (التدفقات والعائدات المستقبلية):** حيث يتمتع المحيل بوكالة قانونية لتحصيل هذه الحقوق المالية والتي تتكون منها محفظة التوريق وذلك وفقاً لنص المادة ٤١ من القانون ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ فالمحيل يقوم بأداء خدمات التحصيل وعدم قيامه بذلك قد يعرض عملية التوريق للمخاطر، وفي نطاق توريق الحقوق المالية المستقبلية، تتسم هذه النوعية من مخاطر التحصيل كونها عنصر مؤثر في حصيلة الدولة من نصيبها في التدفقات المستقبلية. وهنا أسند القانون الوكالة القانونية للمحيل لهدف أساسي وهو تحصيل الحقوق المالية محل عملية التوريق فلا مجال لمخالفة القانون.

- **المخاطر السياسية:** وتتمثل تلك النوعية من المخاطر عندما تكون الأصول محل عملية التوريق تابعة لدولة ما وحملة السندات المورقة من دولة أخرى، كأن يصدر عن محفظة توريق سندات مورقة في مصر ثم يصدر مقابل تلك السندات شهادات إيداع تتداول خارج الدولة وهذا بطبيعة الحال قد يؤثر علي سيادة الدولة من حيث قيود الضرائب وتبادل العملات، فضلاً عن أنه قد يحدث عدول من قبل أي من الدولتين عن عملية

التوريق نتيجة لتغير الاتجاه السياسي لها. وهذا الأمر بدوره يحتم ألا تقوم الدول بعمليات توريق تكون بضمان أصول تكون محل خطر علي الاقتصاد القومي حالة التقلبات السياسية أو إن أرادت الدولة تغيير وجهتها السياسية في أي وقت.

- **مخاطر الضمان أو الائتمان:** فعندما نصت المادة ٤١ سالفه الذكر من القانون رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ علي أن تكون المبالغ والمستندات والأوراق المالية والتجارية المودعة ملكاً لحملة السندات ولا تدخل في الذمة المالية لشركة التوريق ولا في الضمان العام لدائني المحيل أو الشركة، وبخلاف محفظة التوريق لا يحق لحملة سندات التوريق التنفيذ علي أصول الشركة، لذا فالضمان الوحيد لحملة السندات المورقة هي الأصول المالية محل محفظة التوريق بضماناتها وبالتالي أي خطر يهدد المحفظة المورقة يهدد بالطبع حملة هذه السندات وهذا بدوره يجعلنا نتسأل حالة الأصول المالية في عملية توريق الحقوق المالية المستقبلية كونها أصول تتعلق بالدولة ككل، كما يلاحظ هنا أنه لما كانت عملية التوريق ينتج عنها مجموعة من السندات لذا فأنها تتعرض لذات المخاطر التي تتعرض لها سندات التوريق برمتها من مخاطر السعر وتقلبات الفائدة ومخاطر الإفلاس وإعادة الاستثمار وغيرها من المخاطر التي قد تتعرض لها السندات المورقة.

- **مخاطر عدم التوظيف السليم للسيولة النقدية الناتجة عن التوريق المستقبلي:** لاشك أنه بتوريق الحقوق المالية المستقبلية للأشخاص الاعتبارية العامة تتوفر سيولة نقدية عاجلة وحاضرة وسريعة، فلو لم تتم المرافق العامة أو إدارة الدولة عامة بتوظيفها السليم والرقابة علي آلية توظيفها حسب كل مرحلة سواء إنشاء مرافق قومية أو بنية تحتية أو تحديث وتطوير المرافق العامة القائمة، سيعرض الأشخاص الاعتبارية العامة أو المرافق العامة مستقبلاً لمخاطر الاغلاق أو الافلاس وعدم القدرة علي تقديم وتلبية الخدمات

للمواطنين أو التحديث بمواكبة الجديد، والعلة من ذلك الأمر أنه بتوريق الحقوق المستقبلية تفقد المرافق جزء كبير جدا من عوائدها النقدية المستقبلية فينبغي توظيف السيولة بما يضمن عدم التعرض للمخاطر المستقبلية هذه.

- **مخاطر التطورات التكنولوجية:** حيث إنه هناك إمكانية أن تؤدي التغيرات التكنولوجية إي تقديم الخدمات بتقنية مستحدثة وقد تكون هذه التقنية غير مثالية أو تؤثر في تقديم الخدمات وتحديثها بما يتواءم مع متطلبات المواطنين الأمر الذي يُلقي علي عاتق إدارة الدولة الرقابة والمتابعة المستمرة لكيفية وجودة ووسائل تقديم الخدمات لدي المواطنين من قبل أطراف عملية التوريق^(١)، ومراقبة مدي ملائمة الوسائل التكنولوجية المستخدمة في تقديم الخدمات عبر الأشخاص الاعتبارية هذه.

- **مخاطر التضحية بجزء من إيراد مستقبلي مضمون عن طريق توريقه، وزيادة العبء على الأجيال القادمة:** وهذا الأمر يحتم علي الدولة كما بينا سالفاً ضرورة التوظيف السليم للسيولة الناتجة عن عملية التوريق المستقبلي، حتي تأتي ثمار هذه التوظيف السليم مستقبلاً للأجيال القادمة.

- **مخاطر تقديم الخدمات وجودتها:** لا شك أن أحد الأسباب الرئيسية للجوء لعملية التوريق المستقبلي هي تحسين تقديم الخدمات للمواطنين من خلال المرافق العامة إجمالاً، فقد لا تكون الخدمة بالضرورة ذات جودة ولا يتم تقديمها بكفاءة، وبالتالي؛ فإن مجرد مشاركة القطاع العام للخاص عن طريق التوريق في تقديم الخدمة لا يكفي لضمان تحسين تقديم الخدمات وكفاءتها، بل لابد من العمل علي مراقبة تقديم الخدمات بصورة

(1) Demirag, Istemi, Iqbal Khadaroo, Pamela Stapleton, and Caral Stevenson. "Public private partnership financiers' perceptions of risks." Op, cit.

جيدة وذات جودة⁽¹⁾، وأخيراً لا يقيد هذا النوع من التمويل قدرة الدولة على وضع معايير الأداء واختيار نمط الإدارة للمشروعات والمرافق محل عملية التوريق المستقبلي.

نخلص إلي أنه بالإضافة لسُبل تخفيض المخاطر سالفة الذكر، ينبغي إنشاء شركات تأمين متخصصة لتغطية بعض مخاطر عملية التوريق، كما نجد أن الاتجاه العالمي الآن يتجه نحو **توريق المخاطر نفسها⁽²⁾** عن طريق تجميع وإعادة تجميع أنواع مختلفة

(1) OECD, "Public-Private Partnerships: In pursuit of risk sharing and value for money." (2008). Accessed September 30, 2022, https://www.oecd-ilibrary.org/governance/public-private-partnerships_9789264046733-en.

(2) **وللمزيد حول توريق مخاطر المشروعات العامة والصناعات المختلفة** يراجع: تحويل المخاطر إلى أصول قابلة للتداول للتمويل ٢٠٢٤:

ومن التطبيقات الناجحة لتسديد المخاطر في مختلف الصناعات:

إن توريق المخاطر هو أداة قوية أحدثت ثورة في عالم التمويل، حيث سمحت للمشروعات العامة والشركات بتحويل مخاطرها إلى أصول قابلة للتداول من أجل التمويل، وقد اكتسب هذا النهج المبتكر قوة جذب كبيرة في مختلف الصناعات، مما مكّن الشركات من إدارة المخاطر ونقلها بطريقة أكثر كفاءة وفعالية، لذا نوضح بعض التطبيقات الناجحة لتسديد المخاطر في مختلف المجالات، ونسلط الضوء على الفوائد التي يجلبها:

- **صناعة التأمين:** كان قطاع التأمين في طليعة شركات توريق المخاطر، حيث يتم استخدامه لنقل المخاطر المرتبطة بالأحداث الكارثية مثل الكوارث الطبيعية على سبيل المثال، ظهرت سندات الكوارث كشكل شائع من أشكال توريق المخاطر في هذه الصناعة وتمكن هذه السندات شركات التأمين من تحويل جزء من مخاطر الكوارث إلى المستثمرين الذين هم على استعداد لتحمل الخسائر المحتملة في مقابل عوائد جذابة، ومن خلال توريق هذه المخاطر، تستطيع شركات التأمين تعزيز قدرتها على ضمان وثائق إضافية وزيادة قدرتها على الصمود بشكل عام.

- **صناعة العقارات:** لقد وجد توريق المخاطر أيضاً تطبيقاً كبيراً في قطاع العقارات، فتعد الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري (MBS) مثلاً رئيسياً على كيفية توريق المخاطر المرتبطة بالفروض

= وتداولها في السوق، ومن خلال تجميع محفظة من القروض العقارية في برنامج ميس، تستطيع المؤسسات المالية تحويل مخاطر الائتمان إلى المستثمرين، وبالتالي تقليل تعرضهم للتخلف عن السداد المحتمل، وهذا لا يوفر السيولة لسوق الرهن العقاري فحسب، بل يمكّن المقرضين أيضاً من إنشاء المزيد من القروض، مما يدعم نمو صناعة العقارات.

- **صناعة الطاقة:** شهد قطاع الطاقة التطبيق الناجح لتوريق المخاطر من خلال اتفاقيات شراء الطاقة، تسمح اتفاقيات شراء الطاقة لمنتجي الطاقة بتأمين عقود طويلة الأجل مع المشترين، مما يضمن سعراً ثابتاً للكهرباء المولدة خلال فترة محددة، ويمكن بعد ذلك توريق هذه العقود وبيعها للمستثمرين، مما يوفر للمنتجين رأس مال مقدماً لتمويل مشاريعهم. ولا يخفف هذا النهج من المخاطر المرتبطة بتقلبات الأسعار فحسب، بل يسهل أيضاً تطوير مشاريع الطاقة المتجددة من خلال معالجة التكاليف الأولية المرتفعة.

- **صناعة الرعاية الصحية:** توريق المخاطر لديه القدرة على إحداث ثورة في صناعة الرعاية الصحية من خلال معالجة المخاطر المالية المرتبطة بمطالبات سوء الممارسة الطبية يتضمن توريق سوء الممارسة الطبية تجميع الالتزامات المحتملة لمقدمي الرعاية الصحية وتحويلها إلى المستثمرين، وهذا يسمح لمقدمي الخدمات بالتخفيف من مخاطر المدفوعات الكبيرة والإفلاس المحتمل، في حين يمكن للمستثمرين الاستفادة من التدفق المستمر للدخل الناتج عن الأقساط التي يدفعها مقدمو الخدمات، ومن الممكن أن يؤدي هذا التوريق إلى استقرار صناعة الرعاية الصحية من خلال ضمان توافر التأمين ضد سوء الممارسة بأسعار معقولة وحماية مقدمي الخدمات من المطالبات الكارثية.

- **صناعة سلسلة التوريد:** تواجه صناعة سلسلة التوريد مخاطر مختلفة، مثل اضطرابات النقل، أو النزاعات التجارية، أو التغيرات في أسعار السلع الأساسية ويمكن استخدام توريق المخاطر لنقل هذه المخاطر إلى المستثمرين الذين هم على استعداد لتحملها، على سبيل المثال، تتيح برامج تمويل سلسلة التوريد للموردين بيع مستحقاتهم للمستثمرين بسعر مخفض، مما يوفر لهم تدفقاً نقدياً فورياً مع تحويل مخاطر عدم السداد إلى المستثمرين، وهذا لا يؤدي إلى تحسين الاستقرار المالي للموردين فحسب، بل يضمن أيضاً حسن سير سلسلة التوريد. **ولقد أثبت توريق المخاطر** أنه يغير قواعد اللعبة في مختلف = الصناعات، حيث يسمح للشركات والمشروعات بتحويل مخاطرها إلى أصول قابلة للتداول من أجل التمويل، من قطاعات التأمين والعقارات إلى قطاعات الطاقة والرعاية الصحية وسلسلة التوريد، فإن تطبيقات توريق المخاطر واسعة ومؤثرة، ومن خلال توريق المخاطر، تستطيع المشروعات والشركات تعزيز مرونتها المالية، والوصول إلى رأس المال الإضافي، وتحويل الخسائر المحتملة إلى المستثمرين الراغبين. **وإجمالاً يوفر توريق المخاطر العديد من المزايا والفوائد للتمويل:** فهو يسمح بتوزيع المخاطر،

من المخاطر، مثل مخاطر الائتمان أو مخاطر السوق أو المخاطر التشغيلية، في الأوراق المالية التي يمكن شراؤها وبيعها في السوق، وبمعنى آخر يقصد بتوريق المخاطر هو عملية تحويل أنواع مختلفة من المخاطر إلى أصول قابلة للتداول، والتي يمكن بعد ذلك شراؤها وبيعها في الأسواق المالية، وعادة ما تكون هذه الأصول في شكل أوراق مالية، مثل السندات أو الأوراق المالية، ومن خلال تحويل المخاطر إلى أوراق مالية، يصبح بوسع المؤسسات المالية تحويلها بفعالية إلى المستثمرين، وبالتالي الحد من تعرضها وتنوع محافظها الاستثمارية، وتكمن أهمية توريق المخاطر في قدرتها على تمكين نقل المخاطر بين المنشئ والمستثمر وتعزيز السيولة وتزويد المستثمرين بفرص

= ويعزز السيولة في الأسواق المالية، ويسهل التخصيص الفعال لرأس المال، ويخفض تكاليف التمويل، ويساعد في تخفيف القيود التنظيمية، حيث تجعل هذه المزايا من توريق المخاطر خياراً جذاباً لكل من المستثمرين ومنشئي الأصول، مما يمكنهم من تحسين ملفات تعريف المخاطر والعائدات الخاصة بهم والوصول إلى نطاق أوسع من مصادر التمويل. يراجع:

<https://fastercapital.com/arabpreneur/%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%8A%D9%82%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AE%D8%A7%D8%B7%D8%B1%D8%AA%D8%AD%D9%88%D9%8A%D9%84%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AE%D8%A7%D8%B7%D8%B1%D8%A5%D9%84%D9%89%D8%A3%D8%B5%D9%88%D9%84%D9%82%D8%A7%D8%A8%D9%84%D8%A9%D9%84%D9%84%D8%AA%D8%AF%D8%A7%D9%88%D9%84%D9%84%D9%84%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A%D9%84.html#%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%B7%D8%A8%D9%8A%D9%82%D8%A7%D8%AA%D8%A7%D9%84%D9%86%D8%A7%D8%AC%D8%AD%D8%A9%D9%84%D8%AA%D8%B3%D9%86%D9%8A%D8%AF%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AE%D8%A7%D8%B7%D8%B1%D9%81%D9%8A%D9%85%D8%AE%D8%AA%D9%84%D9%81%D8%A7%D9%84%D8%B5%D9%86%D8%A7%D8%B9%D8%A7%D8%AA.٢٠٢٤/٥/٢٠ تاريخ الزيارة>

استثمارية متنوعة، كما يؤدي هذا النوع من التوريق إلى توزيع المخاطر على العديد من المستثمرين، ويقلل هذا التنوع من تأثير الخسائر المحتملة المرتبطة بأي أصل منفرد، مما يعزز الاستقرار العام للنظام المالي في الدولة.

المبحث الثالث

المجالات التطبيقية لتوريق الحقوق المالية المستقبلية

تعتبر آلية التوريق المستقبلي من حيث الاعتماد علي العائدات المستقبلية المتوقعة للجهات الحكومية في أي مرحلة بداية من الإنشاء وصولاً للتحديث والتطوير نمطاً مستحدثاً للتعاون مع شركات القطاع الخاص إن صح القول، حيث تدخل من خلال هذه الآلية أموال المستثمرين لتمويل المشروعات العامة في الدولة مقابل تدفقات وعائدات نقدية مستقبلية لا يتم ربطها بأصول حالية، وهذا ما جاء بالتعديلات علي قانون رأس المال من خلال القانون رقم ١٣ لسنة ٢٠٢٢، والقرار رقم ١١٥ لسنة ٢٠٢٢ الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية المنفذ له، حيث تضمن هذا التعديل قيام شركة التوريق بإصدار سندات قابلة للتداول توجه حصيلتها لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة، مقابل ما ينشأ لصالح هذه الجهات من تدفقات نقدية مستقبلية، يأتي صدور ذلك القرار في ضوء سياسات الهيئة الدائمة والجهود المبذولة في تطوير الأدوات وأساليب التمويل بالسوق المصري، واستحداث أدوات تمويلية جديدة، تتيح للأشخاص الاعتبارية العامة والخاصة، توفير المصادر التمويلية المختلفة لتمويل مشروعاتهم وتنمية الأنشطة المتعلقة بتلك القطاعات، بما ينعكس بشكل إيجابي على الاقتصاد المصري ككل، كما تضمنت هذه الضوابط الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة أنه يجوز لشركات التوريق

إصدار تلك السندات على أن توجه حصيلتها لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة بعد موافقة السلطة المختصة بها مقابل ما ينشأ لصالح هذه الجهات من تدفقات نقدية متوقع دخولها في المستقبل في ذمة المحيل ويشترط في تلك التدفقات ألا تكون مقيدة أو مشروطة، وأن تكون ناشئة لصالح الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة و خالية من أي حقوق حالية أو مستقبلية للغير.

لذلك سنقوم بعرض بعض المجالات التطبيقية التي تمت بالفعل في مجال توريق الحقوق المالية المستقبلية كآلية مستحدثة لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة وذلك على النحو التالي:

أولاً: التوريق المستقبلي لهيئة المجتمعات العمرانية (الإسكان):

بصدور قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية بجلسته رقم ١٧٩ بتاريخ ٢٠٢٣/٤/٦ بشأن الموافقة على قيام هيئة المجتمعات العمرانية الجديدة بتدبير التمويل اللازم للمشروعات المكلفة بها من خلال إصدار سندات توريق بقيمة ٣٠ مليار جنيه على شريحتين كل شريحة بقيمة ١٥ مليار جنيه، حيث بلغت قيمة الإصدار الأول من سندات التوريق التي وافقت عليها الهيئة ٢٠ مليار جنيه، وهو أكبر حجم لسندات التوريق على الإطلاق منذ تنظيم ممارسة عمليات التوريق، والخاص بشركة التعمير للتوريق حيث الإصدار السابع الصادر مقابل حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع محفظة عقارية محالة من هيئة المجتمعات العمرانية الجديدة، ووافقت الهيئة أيضا على الإصدار الثاني من البرنامج الأول لشركة تمويل للتوريق مقابل محفظة تمويل عقاري محالة من شركة تمويل للتمويل العقاري بقيمة ١,٥٩٨ مليار جنيه، وكذلك الإصدار الثاني من البرنامج

الأول لشركة جلوبال جورب للتوريق مقابل محافظة تأجير تمويلي محالة من شركة جلوبال كورب للخدمات المالية بـ ١,٢٨٤ مليار جنيه، حيث ستستفيد هيئة المجتمعات العمرانية من طرح تلك السندات في دعم وتطوير المناطق العمرانية الجديدة، فالهدف من عملية التوريق استكمال البنية التحتية والمرافق العامة الحيوية بمدن الجيل الرابع ومنها العاصمة الإدارية الجديدة ومدينة العلمين الجديدة^(١).

(١) وللمزيد راجع:

[-http://newcities.gov.eg/about/Decisions/dispdec.aspx?ID=510-](http://newcities.gov.eg/about/Decisions/dispdec.aspx?ID=510)

[- https://fra.gov.eg/](https://fra.gov.eg/)

[- https://www.alborsaanews.com/2022/10/24/1590143](https://www.alborsaanews.com/2022/10/24/1590143)

ومثالاً لتوريق الحقوق المالية لهيئة المجتمعات العمرانية " اعلان شركة سي آي كابيتال نوفمبر ٢٠٢٣ إتمام صفقة إصدار سندات توريق بقيمة 15 مليار جنيه لصالح شركة التعمير للتوريق، حيث كانت هيئة المجتمعات العمرانية الجديدة محيل ومنشئ المحافظة. ويعد ذلك هو الإصدار الثاني من البرنامج الثالث من سندات شركة التعمير للتوريق، بالتعاون مع شركتي الأهلي فاروس والبنك التجاري الدولي، والمدعوم بمحفظه حقوق مالية مملوكة لهيئة المجتمعات العمرانية الجديدة. فتم إصدار السندات على أربع شرائح بقيمة ١.٣ مليار جنيه للشريحة الأولى، ٣.٩ مليار جنيه للشريحة الثانية، ٤.٨ مليار جنيه للشريحة الثالثة، ٥ مليار جنيه للشريحة الرابعة، بأجل تصل إلى ١ سنة، ٣ سنوات، ٥ سنوات، و٧ سنوات على التوالي، وشهد إقبالاً كبيراً من جانب المستثمرين.

وتستفيد هيئة المجتمعات العمرانية الجديدة من طرح تلك السندات في دعم تطوير المناطق العمرانية الجديدة ومدن الجيل الرابع ومنها العاصمة الإدارية الجديدة ومدينة العلمين الجديدة وهو ما يساهم بشكل كبير في خلق فرص عمل جديدة وتحسين جودة الحياة ودعم خطط التنمية في مصر، حيث العام الحالي شهد ارتفاع في نشاط سوق الدين المصري من حيث عدد الإصدارات وقيمتها الإجمالية، حيث ارتفعت إصدارات الدين بالسوق المصري بنسبة 77% عن نفس الفترة من العام الماضي، لتتخطى حاجز الـ 69 مليار جنيه مصري خلال العام الحالي.

[- https://economyplusme.com/115262/](https://economyplusme.com/115262/)

وتجدر الإشارة إلى أن سندات التوريق التي أصدرتها شركة التعمير للتوريق هي إصدار مدعوم بمحفظه حقوق مالية مملوكة لهيئة المجتمعات العمرانية الجديدة، وأن البنك التجاري الدولي يتولى دور أمين الحفظ ومتلقي

والجدير بالذكر هنا أن شركة التعمير للتوريق التابعة لهيئة المجتمعات العمرانية أصدرت مجموعة من الإصدارات المختلفة لعمليات التوريق المستقبلي^(١).

= الاكتتاب، بالإضافة إلى كونه المنسق العام والمستشار المالي ومدير الإصدار وضامن التغطية ومروج الاكتتاب بالتعاون مع البنك الأهلي المصري. ويتولى مكتب الدبرني للاستشارات القانونية مهام المستشار القانوني للطرح. ويعد هذا الإصدار التابع لهيئة المجتمعات العمرانية هو أكبر إصدار لسندات التوريق في تاريخ أسواق المال المصرية، حيث قامت شركة التعمير للتوريق وهي شركة ذات غرض خاص أنشأتها هيئة = المجتمعات العمرانية الجديدة بإتمام إصدار سندات التوريق بعد موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية على هذه الخطوة. وتعد هيئة المجتمعات العمرانية الجديدة التابعة لوزارة الإسكان والمرافق، هي صاحبة أكبر إصدار سندات توريق في السوق المحلية. وستستفيد هيئة المجتمعات العمرانية من طرح تلك السندات في دعم تطوير المناطق العمرانية المختلفة.

فالتوريق هنا هو تحويل ملكية عدد من الأصول إلى المستثمرين من خلال وثائق تمثل كل منها نسبة من تلك الأصول؛ بحيث تصبح مملوكة لمستثمر آخر مقابل فائدة. وأن محفظة الأصول والعقارات المحالة من المجتمعات العمرانية لضمان التوريق، تتمثل في عدة أراض و وحدات سكنية مملوكة للهيئة في مشروعات وأراضي متفرقة وشهدت سندات التوريق إقبالاً لافتاً من البنوك والمؤسسات والبنوك والصناديق الاستثمارية، للمشاركة في تغطية الإصدار في ظل متانة الملاءة المالية للهيئة، وحصول السندات على درجة مرتفعة من التصنيف الائتماني، وهناك دراسة لإمكانية مشاركة بنوك أوروبية لتموية وصناديق أجنبية في شراء حصة من السندات التي حصلت عليها البنوك، خاصة وأن وزارة الإسكان تخطط لإنشاء ٣٧ مدينة من الجيل الرابع. وتضم المرحلة الأولى ١٧ منها في مناطق أبرزها العاصمة الإدارية، أكتوبر الجديدة، العلمين الجديدة، شرق بورسعيد، حدائق أكتوبر، المنصورة الجديدة، العبور الجديدة، الفشن الجديدة، ملوي الجديدة، غرب أسيوط، غرب قنا، توشكي، امتداد الشيخ زايد، أسوان الجديدة، بخلاف مدن النوبارية والأقصر وسفنكس الجديدة وصواري بالإسكندرية. وللمزيد:

<https://www.midbank.com.eg/ar/news/midbank-celebrates-itsparticipation-in-issuing-securitization-bonds-worth-egp-100m/>

(١) وللمزيد حول إصدارات عمليات التوريق يراجع الموقع الرسمي لشركة التعمير للتوريق:

https://taamir-sec.com/projects/topic_one/

ثانياً: التوريق المستقبلي لقطاع التعليم:

يعتبر قطاع التعليم في مصر هو أنسب قطاع للتوريق المستقبلي، وذلك لأن قطاع التعليم يعرف بتدفقاته النقدية المستمرة على مدى سنين التعليم، التي تصل إلى ستة عشر عاماً في سنوات التعليم الأساسي، حيث إن نقاط القوة في شركة إدارة التعليم لا تكمن في أصولها المادية، ولكن في حقيقة أن المؤسسات التعليمية تعمل وتجلب تدفقات نقدية ثابتة في شكل مصروفات وتكاليف دراسية، بما يمكن أن يكون مثلاً جيداً ونقطة بداية أخرى إضافة إلى ما بدأ بالفعل من توجه لشركات التشييد والمقاولات فيما يخص البنية التحتية لقطاع التعليم^(١)، ولكن أدى الارتفاع الباهظ في ثمن الأراضي وتكلفة المباني إلى زيادة كبيرة في تكاليف النفقات الرأسمالية للمشروعات الجديدة لكافة

- **وتحدر الإشارة** أننا عندما نبحث أهم المجالات التطبيقية في مصر هناك دول تسعى لعمل ضريبة لخزينة الدولة من جراء عمليات التوريق للمرافق العامة حيث نجد في العام الحالي ٢٠٢٤ تقوم مصلحة الضرائب الأمريكية بتوسيع المعاملة الضريبية المواتية لتشمل عمليات توريق المرافق العامة فقد أصدرت دائرة الإيرادات الداخلية ("IRS") إجراءً جديدًا للإيرادات ٢٠٢٤-١٥ ("Rev. Proc. ٢٠٢٤") في ٢٩ فبراير ٢٠٢٤، مما يسمح لمزيد من أنواع معاملات توريق المرافق بالتأهل للحصول على معاملة ضريبية تفضيلية معينة. ٢٠٢٤ ويسمح للمرفق الراعي بتأجيل الاعتراف بإجمالي الدخل حتى يتم الاعتراف برسوم التوريق ذات الصلة وفقاً لطريقة المحاسبة المعتادة للمرفق عندما يتم إصدار الأوراق المالية من قبل جهة إصدار محلية. ٢٠٢٤ وللمزيد يراجع:

- IRS Expands Favorable Tax Treatment to Utility Securitizations That Use a State or Political Subdivision as Issuer, March 2024:

<https://www.huntonak.com/insights/legal/irs-expands-favorable-tax-treatment-to-utility-securitizations-that-use-a-state-or-political-subdivision-as-issuer>

(١) الدكتورة علا عمارة والدكتور أمير طه، توريق الحقوق المالية المستقبلية كنمط مستحدث للشراكة بين القطاع العام والخاص في جمهورية مصر العربية، المرجع السابق، ص ٢٨٧.

القطاعات ومنها قطاع التعليم، فارتفاع تكاليف النفقات الرأسمالية لمشروعات التعليم، مما دفع المزيد من المستثمرين في مجال التعليم إلى استخدام أداة التوريق المستقبلي، وهو ما يؤكد ضرورة استكشاف جميع خيارات التمويل الممكنة ومنها سندات توريق الحقوق المالية المستقبلية للمساعدة في تمويل النفقات الرأسمالية للمشروعات على وجه العموم، ومشروعات التعليم على وجه الخصوص، حيث إن فائدة توريق الحقوق المالية المستقبلية في مجال التعليم هي أن الضمان الخاص بالمستثمر هو إيرادات مشروعات التعليم، وهنا يمكن الحصول على التمويل بدلاً من الاعتماد على الأصول المادية كضمان لعملية التوريق المستقبلي.

وتطبيقاً لذلك حصلت شركة القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية (سييرا) مزود خدمات التعليم الخاص والمدرجة في البورصة المصرية على موافقة من هيئة الرقابة المالية على طرح برنامج سندات توريق حقوق مستقبلية بقيمة مليار جنيه حيث تم الإصدار الأول من برنامج سندات توريق لشركة المجموعة المالية للتوريق في مقابل تدفقات نقدية مستقبلية لصالح شركة القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية (الشركة المحيلة) بمبلغ ٨٠٠ مليون جنيه مصري، ويعد هذا الإصدار الأول من البرنامج السادس لشركة المجموعة المالية للتوريق الأول من نوعه الذي يصدر في مقابل تدفقات نقدية مستقبلية مُحالة من شركة القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية، ومن المقرر تنفيذ البرنامج بالكامل على مدار ثلاث سنوات^(١).

(١) وتجدر الإشارة إلي أن الإصدار الأول لتوريق الحقوق المالية لشركة القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية (سييرا) يتمثل في جاء الإصدار المكون من ثلاث شرائح مدعوماً بالمبالغ المستحقة للخدمات

بينما جاء الإصدار الثاني لشركة القاهرة للاستثمار والتنمية سيرا للتعليم على موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية لإصدار شريحة ثانية من سندات توريق قابلة للتداول وغير قابلة للتحويل لأسهم بقيمة ٧٠٠ مليون جنيه، حيث إن ذلك يأتي ضمن برنامج إصدار سندات توريق إسمية طويلة الأجل بقيمة ٢ مليار جنيه، لتمويل مشروعات الشركة بموجب إصدارات مختلفة خلال مدة برنامج التوريق، تنفيذًا لقرار الجمعية العمومية غير العادية للشركة في ٣ يوليو ٢٠٢٢ كما وقعت شركة سيرا اتفاقية شراكة مع صندوق مصر السيادي لإنشاء مدرستين جديدتين في القرية الكونية بمدينة السادس من أكتوبر،

= التعليمية التابعة للشركة، بقيمة اسمية قدرها ١٠٠ جنيه للسند الواحد. وحصل على تصنيف A من شركة الشرق الأوسط للتصنيف الائتماني وخدمة المستثمرين (ميريس). وتستهدف سيرا استخدام عائدات الإصدار لتمويل خطة النمو في السنوات الثلاث المقبلة، بما في ذلك خطة التوسع في الجامعات والمدارس، ولكن ما هي التوسعات المخطط لها؟ تتطلع سيرا إلى افتتاح ثلاث مدارس جديدة في بداية العام الدراسي المقبل خلال سبتمبر، إلى جانب إطلاق مدرسة دولية في أسبوط في عام ٢٠٢٤. وتتعاون سيرا مع السويدي كابيتال القابضة لبناء وإدارة جامعة خاصة في مدينة دمياط الجديدة، وتخطط لإطلاق أول كلية تكنولوجية تابعة للقطاع الخاص في مصر في سبتمبر ٢٠٢٣. أما عن المستشارين: لعبت المجموعة المالية هيرميس دور المستشار المالي للصفقة، وقام مكتب نو الفقار وشركاها بدور المستشار القانوني، في حين قامت شركة بي دبليو سي بدور مدقق الحسابات. ووفقًا للإفصاح، قام كل من بنك قطر الوطني الأهلي وبنك مصر والمصرف العربي الدولي والبنك الأهلي المتحد بدور ضامن التغطية، فيما قام الأخير بدور أمين الحفظ. يراجع:

=<https://enterprise.press/ar/stories/2022/11/07/%D8%B3%D9%8A%D8%B1%D8%A7%D9%84%D9%84%D8%AA%D8%B9%D9%84%D9%8A%D9%85%D8%AA%D8%B5%D8%AF%D8%B1%D8%A3%D9%88%D9%84%D8%B3%D9%86%D8%AF%D8%A7%D8%AA%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%8A%D9%82-%D8%AD%D9%82%D9%88%D9%82/>

بتكلفة استثمارية تصل إلى ٣٥٠ مليون جنيه، لإنشاء فرع من فيوتشر تك، وفرع آخر لمدرسة ريجنت البريطانية^(١).

ومن هذا المنطلق بعض عرض بعض المجالات التطبيقية للتوريق المستقبلي لقطاع التعليم والإسكان ومدي أهمية ذلك في تنمية قطاع الإسكان أو قطاع التعليم فضلاً عن أهميته في إنشاء مشروعات البنية التحتية والمشروعات القومية التي تحتاج إليها الدولة في هذا الوقت خاصة، وذلك لتحقيق أهم الحقوق الدستورية بداية من الحق في المسكن والحصول علي تعليم جيد وصولاً لتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية^(٢).

(1) <https://www.benokinvest.com/archives/106629>

(٢) **وتجدر الإشارة إلي أن هناك مجالات تطبيقية للتوريق كقطاع الطاقة: فمثلاً الصين:**

=Is asset securitization an effective means of financing China's renewable energy enterprises? A systematic overview, [Energy Reports Volume 9](#), December 2023, Pages 859-872

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2352484722026336>

حيث تقدم هذه الورقة البحثية نظرة عامة علي منهجية تمويل توريق الأصول كما ينطبق على مؤسسات الطاقة المتجددة، من حيث عرض منظور صعوبات التمويل النموذجية التي تواجهها مؤسسات الطاقة المتجددة، والأصول الأساسية المتاحة للتوريق، والأساس القانوني والسياسي لهذا التمويل، فضلاً عن التاريخ والحالة الراهنة للممارسة في مجال الطاقة المتجددة الصين ودولياً.

– كذلك دولة كوت ديفوار حيث مؤسسة التمويل الدولية تستثمر في أول عملية توريق لشركة PEPT لدعم الحصول على الكهرباء في كوت ديفوار ٣٠ أكتوبر ٢٠٢٣ - من أجل توسيع نطاق حصول مئات الآلاف من الأسر ذات الدخل المنخفض في كوت ديفوار على الكهرباء، أعلنت مؤسسة التمويل الدولية اليوم عن استثمار رئيسي في سندات صادرة عن أداة توريق لدعم مشروعات البنية التحتية. برنامج الكهرباء للجميع (PEPT)، وهو برنامج تقوده الحكومة لتسهيل الحصول على الكهرباء للسكان المحرومين الذين يعيشون في المناطق المكهربة.

حيث ستساهم عائدات السندات، وهي أول سند اجتماعي في قطاع الطاقة في الاتحاد الاقتصادي والنقدي لغرب أفريقيا (WAEMU)، في تمويل ربط ما يصل إلى ٨٠٠ ألف أسرة إضافية منخفضة

المبحث الرابع

سبل تعزيز التوريق المستقبلي في تمويل الأشخاص الاعتبارية العامة

تمنح آلية التوريق المستقبلي (توريق الحقوق المالية المستقبلية المتوقعة) قطاعاً عريضاً من الأشخاص الاعتبارية العامة إمكانية الحصول على تمويلات نقدية بسهولة، عن طريق تحويل الدخل المستقبلي سواء من مدفوعات المرافق أو فواتير التليفون أو المصاريف الدراسية أو إيجارات العقارات، إلى أوراق مالية وعرضها على المستثمرين من أجل زيادة رأس المال، وهذا فارق مهم مع سندات التوريق التقليدية عندما تتضمن

الدخل بالشبكة الوطنية على مدى السنوات الأربع المقبلة. سنوات، وهو ما يمثل زيادة في معدل الوصول إلى الكهرباء بأكثر من ١٣ في المائة على الصعيد الوطني. وستستثمر مؤسسة التمويل الدولية ما يصل إلى ٣٠ مليار فرنك أفريقي (ما يعادل ٤٨.٨ مليون دولار) في السندات، وهو ما يمثل نصف حجمها الإجمالي البالغ ٦٠ مليار فرنك أفريقي (ما يعادل ٩٧.٦ مليون دولار). وسيشارك صندوق البنية التحتية لأفريقيا الناشئة (EAIF)، وهو شركة تابعة للمجموعة الخاصة لتطوير البنية التحتية (PIDG)، في الاستثمار في السندات. سيتم إصدار السندات عن طريق شركة توريق ذات أغراض خاصة منظمة.

والجدير بالذكر أن مؤسسة التمويل الدولية عضو مجموعة البنك الدولي - هي أكبر مؤسسة إنمائية عالمية تركز على القطاع الخاص في الأسواق الناشئة. نحن نعمل في أكثر من ١٠٠ دولة، باستخدام رؤوس أموالنا وخبرتنا ونفوذنا لخلق الأسواق والفرص في البلدان النامية. وفي السنة المالية ٢٠٢٣، ارتبطت مؤسسة التمويل الدولية بمبلغ قياسي قدره ٤٣.٧ مليار دولار للشركات الخاصة والمؤسسات المالية في البلدان النامية، للاستفادة من قوة القطاع الخاص لإنهاء الفقر المدقع وتعزيز الرخاء المشترك في الوقت الذي تكافح فيه الاقتصادات لآثار الأزمات العالمية المتفاقمة. لمزيد من المعلومات، قم بزيارة www.ifc.org راجع:

- IFC Invests in PEPT's First Securitization to Support Access to Electricity in Côte d'Ivoire 2023,

- <https://pressroom.ifc.org/all/pages/PressDetail.aspx?ID=27853>

عملية التوريق ضمانا للذمم المدينة في الميزانية العمومية، فإن آلية التوريق المستقبلية تؤمن المدفوعات التي لم تتضمنها الميزانية العمومية للشركة بعد.

لذا فالآلية الجديدة من شأنها إنشاء سوق توريق أكبر في مصر، حيث إن ذلك سيسمح لعدد أكبر من الأشخاص الاعتبارية العامة التي تفتقر إلى التمويل اللازم لإصدار سندات توريق تقليدية بدخول السوق وبيع الحقوق المالية المستقبلية للمستثمرين، ويمكن أن تخلق طفرة في الإنفاق على البنية التحتية، حيث ستمكن شركات القطاع العام التي توفر المرافق الأساسية من إصدار سندات قابلة للتداول في المستقبل لتمويل الإنفاق على مشروعات البنية التحتية والطرق والنقل وغيرها، دون الحاجة إلى انتظار تحصيل المدفوعات من عملائها، وقد حددت هيئة الرقابة المالية الشركات العاملة في تلك القطاعات فقط باعتبارها المستفيد الرئيسي من الآلية.

ومن هذا المنطلق سنقوم بعرض مجموعة من الآليات والعوامل والسبل لتعزيز نجاح

آلية التوريق المستقبلي في مصر، وذلك علي النحو التالي:

- إن الدول تعمل حالياً علي الفصل بين فكرة كونها المُنفذ أو المُشغل والمراقب والمُساءل، حيث يساعد التوريق المستقبلي علي تعزيز الإدارة العامة، فمن خلال نقل المسؤولية عن إنشاء وتنفيذ المشروعات العامة وتقديم الخدمات العامة للمواطنين، سيعمل المسؤولون الحكوميون كجهات تنظيمية وسيركزون على تخطيط الخدمة ومراقبة الأداء بدلاً من إدارة تقديم الخدمات العامة اليومية، بالإضافة إلى ذلك، فمن خلال دخول تدفقات مالية للدولة يمكن أن تخصصها الدولة لحل مشكلات مجتمعية أخرى، فضلاً عن ضرورة تعزيز ثقافة تقديم الخدمات العامة فيؤدي لزيادة الابتكار والمنافسة من قبل القطاع الخاص محل عملية التوريق، إضافة لتركيز الجانب الحكومي علي النتائج بدلاً من

اهتمامه بالمدخلات لا سيما التركيز علي قيمة وجودة الخدمات العامة المقدمة للمواطنين مما يخلق طرق جديدة للتمويل وبدوره يساعد علي تقليل جهود وتكاليف الدولة ومعالجة عجز الموازنات عن تقديم المشروعات العامة والبنية التحتية اللازمة.

- إعادة هيكلة القنوات التمويلية للدولة عامة فهذه الآلية مطلوبة، حيث إنها ستوفر تمويلات لمشروعات جهات النفع العام، كما أنها توفر للمستثمرين فرصاً استثمارية مضمونة، ذات عائد مرتفع، ومنخفضة المخاطر، كما تمنح هذه الآلية للجهات المُصدرة آلية تمويلية جديدة، تتيح لها تمويل استثماراتها، ولتوليد إيرادات من مشروعاتها.

- بالنظر لزواوية خفض التكلفة للمشروعات العامة، حيث تزود هذه الآلية المشروعات التي تتطلب توفير خدمات التشغيل والصيانة بحوافز قوية لتقليل التكاليف على مدى عمر المشروع بالكامل، وهو أمر يصعب تحقيقه في إطار قيود الموازنة العامة للدولة.

- ضرورة الاستعانة بهذه الآلية في تنفيذ الاستراتيجية التتموية لقطاع الكهرباء ٢٠٣٥، ودعم قدرات القطاع من خلال زيادة قدرات محطات التوليد، والتوسع في الإنتاج والإتاحة، على نحو يواكب تطورات معدلات الاستهلاك لإجراء أعمال الصيانة والعمرات لوحدات إنتاج الكهرباء بالشبكة الموحدة على نحو مستدام، وتوسيع دائرة الربط الكهربائي على كافة المحاور بما يحقق التنمية المستدامة، تنفيذاً لمشروعات الربط الكهربائي مع دولتي السودان والمملكة العربية السعودية، والربط الكهربائي شمالاً مع دولتي اليونان وقبرص كمثالاً، ومثال ذلك ما حدث في تجربة الولايات المتحدة الأمريكية حين قامت شركة الكهرباء Long Island بولاية New York بإصدار سندات توريق مقابل حقوق مالية مستقبلية بقيمة تصل لحوالي ٣٧٠ مليون دولار أمريكي لمدة ٢٢ سنة، بغرض إعادة تطوير وهيكله الأنظمة والآلات بمحطات توليد الكهرباء.

- التوظيف السليم للسيولة النقدية الناتجة عن التوريق المستقبلي، حيث إنه بتوريق الحقوق المالية المستقبلية للأشخاص الاعتبارية العامة تتوفر سيولة نقدية عاجلة وحاضرة وسريعة، فلو لم تقم المرافق العامة أو إدارة الدولة عامة بتوظيفها السليم والرقابة علي آلية توظيفها حسب كل مرحلة سوا إنشاء مرافق قومية أو بنية تحتية أو تحديث وتطوير المرافق العامة القائمة، من خلال برامج وخطط زمنية ذات أهداف آنية ومستقبلية، سيعرض الأشخاص الاعتبارية العامة أو المرافق العامة مستقبلاً لمخاطر الاغلاق والافلاس وعدم القدرة علي تقديم وتلبية الخدمات للمواطنين أو التحديث بمواكبة الجديد، والعللة من ذلك الأمر أنه بتوريق الحقوق المستقبلية تفقد المرافق جزء كبير جدا من عوائدها النقدية المستقبلية فينبغي توظيف السيولة بما يضمن عدم التعرض للمخاطر المستقبلية.

- ضرورة اللجوء لفكرة توريق المخاطر نفسها المتعلقة بالأشخاص الاعتبارية العامة بصورها المختلفة، ويأتي ذلك عن طريق إما إنشاء شركات تأمين متخصصة لتغطية بعض مخاطر عملية التوريق، أو توريق المخاطر نفسها عن طريق تجميع وإعادة تجميع أنواع مختلفة من المخاطر، مثل مخاطر الائتمان أو مخاطر السوق أو المخاطر التشغيلية والصيانة أو الكوارث الطبيعية، في الأوراق المالية التي يمكن شراؤها وبيعها في السوق.

وبمعني آخر يقصد بتوريق المخاطر هو عملية تحويل أنواع مختلفة من المخاطر إلى أصول قابلة للتداول، والتي يمكن بعد ذلك شراؤها وبيعها في الأسواق المالية، وعادة ما تكون هذه الأصول في شكل أوراق مالية، مثل السندات أو الأوراق المالية، ومن خلال تحويل المخاطر إلى أوراق مالية، يصبح بوسع الدولة تحويلها بفعالية إلى المستثمرين،

وبالتالي الحد من تعرضها وتنوع محافظها الاستثمارية، وتكمن أهمية توريق المخاطر في قدرتها على تمكين نقل المخاطر بين المنشئ والمستثمر وتعزيز السيولة وتزويد المستثمرين بفرص استثمارية متنوعة، كما يؤدي هذا النوع من التوريق إلى توزيع المخاطر على العديد من المستثمرين، ويقلل هذا التنوع من تأثير الخسائر المحتملة المرتبطة بأي أصل منفرد، مما يعزز الاستقرار العام للنظام المالي في الدولة.

- وفي حالة أن توريق المخاطر نفسها لم تقم الدولة به ولم يأتي بثماره، فهناك إمكانية هامة تتمثل في توزيع المخاطر التي قد تحدث نتاج عملية التوريق المستقبلي بين الدولة والمستثمر في إطار اتفاق التوريق ويتم النص علي ذلك من خلال الاتفاق سالف الذكر.

- العمل علي إيجاد ضمانات لسرعة إنشاء وتنفيذ المشروعات والمرافق العامة أو تطوير وتحديث القائمة منها محل عملية التوريق المستقبلي، وذلك من خلال مراقبة المدة الزمنية للتنفيذ ومراقبة حجم التكلفة المتفق عليها بعقد التوريق.

الخاتمة

لا شك أن للتوريق المستقبلي كآلية مستحدثة لتمويل وتطوير الأشخاص الاعتبارية العامة، أهمية عملية يكون مردودها علي الأشخاص الاعتبارية العامة في كافة القطاعات، سواء المرافق العامة الخدمية أو قطاع الإسكان أو قطاع التعليم أو القطاع الاقتصادي والمالي للدولة ككل، من خلال توفير السيولة اللازمة لتنفيذ البنية التحتية والمشروعات القومية وتطوير وتحديث المرافق العامة القائمة بصورها المختلفة بتكلفة أقل وأسرع، إذ يعتبر التوريق المستقبلي للحقوق المالية من الآليات التمولية المستحدثة، التي سيكون لها دور كبير في تنمية الاقتصاد المصري عامة والأشخاص الاعتبارية العامة خاصة، حيث إن الفائدة من توريق الحقوق المالية المستقبلية تُستمد من المزايا التي توفرها هذه الآلية للنظام الاقتصادي والمالي للدولة.

فمن خلال هذه الآلية التي أصبحت أسلوباً مستحدثاً لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة في مصر مع بداية عام ٢٠٢٢ تستطيع الدولة المصرية تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية الشاملة ودون تحملها بالتزامات جديدة غير كونها الضمان العام لعملية التوريق المستقبلي، فتمول مشاريعها القومية من إنشاء بني تحتية سليمة من بناء مرافق عامة بصورها المختلفة وتحديث وتطوير القائم منها مما يحقق المردود علي الاقتصاد المصري ككل.

ولتحقيق ذلك لابد من وجود إطار تشريعي متكامل يدعم هذا الأسلوب، وينظم العلاقة بين أطراف عملية التوريد المستقبلي، بما يحقق الحماية والضمانة الكاملة لكافة أطراف عملية التوريد، مما يحقق التوازن بين جميع الأطراف، مع تضمنه آليات المراقبة والمساءلة التي تمتلكها الدولة (الانتقال من فكرة المنفذ والمُشغل إلى فكرة المُراقب لجودة الخدمة والمُساءل للانتقاص من جودة الخدمة) للحفاظ على أصول الدولة من الأشخاص الاعتبارية العامة وعلى مقدرات الأجيال القادمة.

وأخيراً تعتبر آلية التوريد المستقبلي وسيلة مثلى للدولة لتمويل عملياتها التنموية ولحل أزمات السيولة النقدية سواء من العملة المحلية أو النقد الأجنبي التي يمر بها الاقتصاد القومي للدولة، ولكن هذه الآلية تعتمد من البداية على فكرة ضمان الربح للمستثمر الأمر الذي يُلقي على عاتق الدولة المصرية توفير قدر كبير من الرقابة وتحديد أولويات لأهداف الدولة من حيث التوظيف السليم للسيولة الناتجة من عملية التوريد المستقبلي، بما يحقق الهدف من التوريد المستقبلي نحو إنشاء وتنفيذ وتحديث وتطوير البنية التحتية والمشروعات القومية، الأمر الذي يحقق النهوض بقطاعات الأشخاص الاعتبارية العامة بصورها المختلفة وتوفير الخدمات المناسبة للمواطنين بصفة مستمرة وذات جودة فعلية.

ومن منطلق أهمية هذه الآلية التمويلية المستحدثة للأشخاص الاعتبارية

العامة: فقد تناولنا آلية التوريق المستقبلي كنمط مستحدث لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة في إطار تحليلي، حيث بينا بداية ماهية وتاريخ نظام التوريق كألية لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة من الزاوية الفقهية وخلصنا إلي أنه عملية قانونية تتم من خلال اتفاق قانوني لتكوين محفظة مالية (حقوق مالية أو مستحقات آجلة الدفع أو عائدات وتدفقات نقدية مستقبلية) تسمي محفظة التوريق ثم تحال إلي مؤسسة تسمي شركة التوريق والتي تتولي بدورها توريق المحفظة وذلك بتحويلها لسندات مورقة قابلة للتداول في سوق المال تكون مضمونة بتلك الحقوق المالية المستقبلية، وتحصل من خلالها الدولة علي السيولة العاجلة والسريعة لإنشاء وتنفيذ وتطوير المرافق العامة القائمة وغير القائمة.

وأوضحنا تعدد المفاهيم لنظام التوريق عامة سواء كان فقهيأ أو قانونياً، ويستند ذلك لاختلاف أساس التوريق ذاته هل هو توريق بضمان الأصول أم توريق بضمان متحصلات آجلة أم توريق التدفقات والعائدات المستقبلية أم توريق من خلال انتقال الأصول خلال بيع حقيقي أو انتقال الأصول في صورة إدارة مديونية، وخلصنا إلي أن توريق الحقوق المالية المستقبلية أو التوريق المستقبلي كما جاء بالضوابط التي أقرتها الهيئة العامة للرقابة المالية

في مصر عام ٢٠٢٢ يتم عبر ورقة مالية تصدرها شركات التوريق المرخص لها من الهيئة بممارسة النشاط، يخصص لسدادها والعائد عليها نسبة مستقلة من التدفقات النقدية المستقبلية تسمى محفظة التوريق، وتوجه حصيلتها لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة والخاصة بعد موافقة السلطة المختصة بها مقابل ما ينشأ لصالح تلك الجهات من تدفقات نقدية مستقبلية، حيث إن عملية التوريق المستقبلي للحقوق المالية تعتمد بشكل أساسي علي إصدار سندات تكون مدعومة ومضمونة بأصول مالية، تلك الأصول هي التي تحدد قيمة السندات السوقية كأوراق مالية قابلة للتداول، وذلك من خلال شركات (شركات التوريق) ذات غرض خاص لها شخصية اعتبارية مستقلة عن الكيان الذي يرغب في بيع السندات.

ثم بعد ذلك تطرقنا لأهمية التوريق عامة في مجال تحقيق الأهداف الاقتصادية والمالية وأردفناها بأهمية التوريق للأشخاص الاعتبارية العامة وكيفية الاستفادة من هذه الآلية المستحدثة لإنشاء بُني تحتية وتطوير وتحديث الأشخاص الاعتبارية العامة القائمة، بما يحقق الفائدة المرجوة نحو تقديم الخدمات للمواطنين بشكل أفضل وفعال.

وانتقلنا بعد ذلك لبيان أنواع وأساليب التوريق المختلفة من حيث الماهية في إيجاز قانوني يخدم فكرة بحثنا، مع بيان ما يشتهه بنظام التوريق في المجال المالي والاقتصادي والقانون العام كعقود البوت B.O.T بأنواعها المختلفة أو فاتورة الفاكوتونج.

ثم أردفنا ذلك بالقوانين التي تنظم عملية التوريق المستقبلي في مصر بداية من قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وتعديلاته المختلفة وصولاً للاستحداث بالقانون رقم ١١٣ لعام ٢٠٢٢ بشأن توريق الحقوق المالية المستقبلية والضوابط التي أقرتها الهيئة العامة للرقابة المالية في مصر بالقرار رقم ١١٥ لسنة ٢٠٢٢ بشأن الضوابط المنظمة لإصدار سندات توريق الحقوق المالية المستقبلية وتوجيه حصيلتها لتمويل الأشخاص الاعتبارية العامة.

ولا شك أن أي نظام استثماري مالي قد يتعرض لمجموعة من المخاطر المختلفة لذا فقد بينا أهم المخاطر التي قد يتعرض لها نظام التوريق، وتأثير ذلك علي الدولة حيث يُلقي علي عاتق الدولة المزيد من الالتزامات نحو إيجاد رقابة مُحكمة وإدارة مراقبة ومساءلة تسعي للتوظيف السليم للسيولة الناتجة عن عملية التوريق المستقبلي، بما يحقق الفائدة المرجوة من عملية التوريق المستقبلي سواء إنشاء بني تحتية ومشروعات عامة قومية وتطوير وتحديث القائم منها أو تقديم الخدمات المختلفة لدي المواطنين بصورة جيدة.

وبالتطبيق الواقعي لعملية التوريد المستقبلي في مصر بينا بعض المجالات التطبيقية الحديثة لعمليات التوريد المستقبلي كقطاع الإسكان لهيئة المجتمعات العمرانية عبر شركة التعمير للتوريد وقطاع التعليم عبر شركة سيرا، ولكن هذه التطبيقات حتي تحقق الهدف العام لعملية التوريد المستقبلي لابد من مراعاة مجموعة من السبل والآليات لتعزيز عملية التوريد المستقبلي محورها قيام إدارة الدولة بدور هام من خلال نقل المسؤولية عن إنشاء وتنفيذ المشروعات العامة وتقديم الخدمات العامة للمواطنين، إلي جهات حكومية تنظيمية تركز على تخطيط الخدمة وجودتها ومراقبة الأداء بدلا من إدارة تقديم الخدمات العامة اليومية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- الدكتور إخلاص باقر النجار، قراءة في مفردات التوريق، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد ٦، العدد ٢٣ لعام ٢٠٠٩.
- إفتيسان سليمة، بومراو سميرة، التوريق كآلية لإعادة التمويل، رسالة ماستر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان ميرة، ٢٠١٨.
- الدكتور إبراهيم مجاهدي، طبعة عقود البوت وآثارها القانونية، المجلة الجنائية القومية، المجلد الثاني والستون، العدد الثاني، يوليو ٢٠١٩.
- الدكتور الصغير محمد مهدي، النظام القانوني للتمويل العقاري، دراسة مقارنة في القانون المدني، رسالة دكتوراه كلية الحقوق جامعة الإسكندرية، ٢٠١٠.
- الدكتورة بلعماري أسماء، أهمية التوريق في تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة، رسالة ماجستير بكلية العلوم الاقتصادية جامعة عبد الحميد بن باديس عام ٢٠١٦.
- الدكتور ثروت عبد الحميد، اتفاق التمويل العقاري "دراسة في أحكام قانون التمويل العقاري والتشريعات المقارنة"، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة لعام ٢٠٠٢.
- الأستاذ جمال العفيفي، تعريف عقود ال Bot والفيديك وشروطها، مقال منشور بتاريخ يناير ٢٠١٩.

- **جيه بولفورستر**، توريق قروض تمويل المشاريع (الاحتياجات غير المُلباة للبنية التحتية وتمويل المشاريع الأخرى، بدون دار نشر، بدون سنة نشر.
- **راتول محمد ومداني أحمد**، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر، الملتقي الدولي الأول حول سياسات التمويل علي الاقتصاديات والمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية جامعة محمد خيضر بسكرة.
- **الدكتور سعيد سيف السبوسي**، نظام التوريق كمصدر من مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث، مجلة الحكمة للدراسات الاقتصادية بدولة الامارات العربية، المجلد ٧ العدد ٢ لعام ٢٠١٩.
- **الدكتور عماد قنديل**، الأبعاد القانونية لعمليات توريق الديون، المجلة الجنائية القومية، المجلد الثامن والأربعون، العدد الثاني، يوليو ٢٠٠٥.
- **الدكتورة علا عبد المنعم عمارة والدكتور أمير محمد محمود طه**، توريق الحقوق المالية المستقبلية كنمط مستحدث لسياسات الشراكة بين القطاع العام والقطاع الخاص في جمهورية مصر العربية، مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، المجلد الرابع والعشرون، العدد الرابع أكتوبر ٢٠٢٣.
- **الدكتور محمد عبد اللطيف**، ضمانات الدولة الشخصية للمشروعات، دار الأهرام للنشر والتوزيع والإصدارات القانونية، ٢٠٢٤.
- **الدكتور محمد علي العلي وميسون عبد الوهاب المصري**، إمكانية توريق الديون الناجمة عن عقد تحويل الفاتورة (الفاكتورنج) دراسة تحليلية مقارنة، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية المجلد ٢٠ العدد ١، لعام ٢٠٢٣.

- الدكتور محمد أحمد غانم، التوريق "الماهية - المزايا - الإجراءات - العناصر"، المكتب الجامعي الحديث ٢٠٠٩.
- الدكتور محمود فكري الشاهد والدكتور ساهر أحمد عبد النافع، عمليات التوريق بين النظرية والتطبيق، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، ٢٠٢٢.
- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات المالية، منشأة المعارف، القاهرة ٢٠٠٣.
- الدكتورة هاجر أحمد فهمي، دور التوريق في إدارة المخاطر بالبنوك المصرية، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد الحادي عشر، العدد الثالث ٢٠٢٠.
- الدكتورة هناء أحمد محمد جاد، الأسس القانونية للتوريق، رسالة دكتوراه كلية الحقوق جامعة أسيوط، ٢٠١٩.
- الدكتور وليد محمد المغازي، النظام القانوني لعملية التوريق، رسالة دكتوراه كلية الحقوق جامعة المنصورة لعام ٢٠١٦.
- وفاء صابر، توريق الإيرادات الدولارية، مقال منشور بالمعهد المصرفي المصري، تاريخ الزيارة ٢٠/٣/٢٠٢٤.
- الدكتور يوسف حسن يوسف، الصكوك الإسلامية وأنواعها، دار التعليم الجامعي.

ثانياً: القوانين والقرارات:

- قانون رأس المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ وتعديلاته
- القانون ١٤٣ لعام ٢٠٠٤.
- القانون ١١٣ لعام ٢٠٢٢ بشأن توريق الحقوق المالية المستقبلية.
- القانون رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٧ بشأن الاستثمار.
- القانون ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ قانون التمويل العقاري
- القانون المدني رقم ١٣١ لسنة ١٩٤٨
- قانون الإشراف والرقابة على التأمين رقم ١٠ لسنة ١٩٨١.
- قانون التأجير التمويلي رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥.
- قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣.
- قانون التجارة ١٧ لسنة ١٩٩٩.
- القرار رقم ١١٥ لسنة ٢٠٢٢ بشأن الضوابط المنظمة لإصدار سندات توريق الحقوق المالية المستقبلية.
- قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٥٥ لسنة ٢٠١٤
- قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع بدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٢٢ لسنة ٢٠٢٣ بشأن تنظيم عمليات التوريق.
- قانون التسنييد المغربي رقم ٨٩-١٠ لعام ١٩٩٩.
- قانون توريق القروض الرهنية الجزائري رقم ٠٦-٠٥ لعام ٢٠٠٦

ثالثاً: المراجع الأجنبية:

- **Selene Nunes, Ricardo Nunes**,Securitization Of Public Debt: An Analysis Of Fiscal Impacts In The Context Of Financial Fragility Of The Public Sector, IOSR Journal of Humanities and Social Science, November 2023.

-**IFC Invests in PEPT's First** Securitization to Support Access to Electricity in Côte d'Ivoire 2023.

- **IRS Expands Favorable Tax Treatment** to Utility Securitizations That Use a State or Political Subdivision as Issuer, March 2024.

- **José Enrique Mendoza**, Financialization and the Road Sector in Mexico,2016.

-**Is asset securitization** an effective means of financing China's renewable energy enterprises? A systematic overview, Energy Reports Volume 9, December 2023.

-**Securitization:** Definition, Meaning, Types, and Example,2024.

<https://www.investopedia.com/ask/answers/07/securitization.as2024>

-MIGUEL SEGOVIANO, BRADLEY JONES, PETER LINDER AND JOHANNES

BLANKENHEIM; securitization "lessons learned and road ahead. working paper published in site; <http://www.imf.org/.../wp/3255pdf> as at November 2013.

- **The World Bank**, "Government Objectives: Benefits and Risks of PPPs," Public Private Partnership Legal Resource Center. Accessed September 30, 2022, <https://ppp.worldbank.org/public-privatepartnership/overview/ppp->

-GARY B. GORTON NICHOLAS S. SOULELES: special purpose vehicles and securitization, university of Chicago press, 2007. working paper published in site; <http://www.nber.org/chapters/c9619> as at january 2007.

- **Demirag, Istemi, Iqbal Khadaroo, Pamela Stapleton, and Caral Stevenson.** "Public private partnership financiers' perceptions of risks." Edinburgh: Institute of Chartered Accountants of Scotland 170 (2010).

Objectives.

- **OECD, "Public-Private Partnerships: In pursuit of risk sharing and value for money."** (2008). Accessed September 30, 2022.

https://www.oecd-ilibrary.org/governance/public-private-partnerships_9789264046733-en.

- **gorden woo, sepp blatter:** catastrophe risk securitization, second edition, 2012.

- **ANDREAS JOBST:** what is the securitization? back to basics Working paper published in site <https://www.imf.org/.../wp13255.pdf>, as at September 2008.

-**Securitization** as an innovative _refinancing mechanism and _an _effective _asset _management _tool _in _a _sustainable _development _environment.2020

<https://doi.org/10.1051/e3sconf/202016613029>

- **Zakharina, Oksana V., Volodymyr V. Korzhenko, Nataliia V. Kovalenko, Maryna V. Shashyna, Antonina V. Tomashevskaya, and Iryna V. Mosiichuk.** "Effective Public-Private Partnership Models and their Application in Public Policy Implementation". International Journal of

Economics & Business Administration (IJEBA) 8، no. Special 1 2020.

- **European Investment Bank.** What is a PPP. European PPP Expertise Center. Accessed September 8، 2022.

<https://www.eib.org/epec/>

- **European Commission.** "Guidelines for successful public-private partnerships." Regional policy Report، European Commission.

-Stephen B. Strauss Securitization Workshop Capital market Authority and Egypt Financial Services Project july B. 2005.

- Cairo & Alexandria stok exchange، asset backed securities 22/9/2011. Depuis le site web: 22/09/2011

www.egx.com.eg/pdf/Asset_backed_Securities.pdf.

- **Securitization as an innovative** refinancing mechanism and an effective asset management tool in a sustainable development environment,2020.

https://www.researchgate.net/publication/340833566_Securitization_as_an_innovative_refinancing_mechanism_and_an_effective_asset_management_tool_in_a_sustainable_development_environment.

- **La garantie personnelle d'emprunt des Etats au sein de la société économique internationale (exemples de quelques pays: France-Côte d'Ivoire- Bénin، thèse، Paris، 2000.**

- **Therry Granier & Couynne Jaffeux: la titrisation aspects juridique et Financière، 2e edition، Paris، ECONOMICA، 2004.**

-**Thierry Granier: la notion de titrisation la titrisation des actifs: regime et garanties، jun 2016.**

رابعاً: القوانين والقرارات الاجنبية:

-**Lio no 88- 1201 du 23 décembre 1988، relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilière et portant création des fonds communs de créances، J.O.R.F du 31 décembre 1988.**

<http://www.legifrance.gouv.fr>.

- **Décret d'application no 89- 158 du 9 Mars 1989، portant، l'application des articles 34 a 42 de la Lio no 88- 1201 du 23 décembre 1989 relatif aux fonds communs de créances، J.O.F.R de 11 Mars 1989.**

<http://www.legifrance.gouv.fr>.

- **Lio no 93-06** du 04 janvier 1993 relative aux sociétés civiles de placement immobilier, aux sociétés de crédit foncier et aux fonds communs de créances, J.O.F.R, no 3 du 04 janvier 1993.

<http://www.legifrance.gouv.fr>.

- **Lio no 2003- 706** du 1 août 2003, de sécurité financière, J.O.F.R, no j177 du 02 août 2003.

<http://www.legifrance.gouv.fr>.

خامساً: المواقع الإلكترونية:

-<https://pressroom.ifc.org/all/pages/PressDetail.aspx?ID=27853>

-<https://www.huntonak.com/services/Structured-Finance-and-Securitization/Public-Utility-Securitization>

-https://www.researchgate.net/publication/375889047_Securitization_Of_Public_Debt_An_Analysis_Of_Fiscal_Impacts_In_The_Context_Of_Financial_Fragility_Of_The_Public_Sector

-<https://www.probdes.iiec.unam.mx/index.php/pde/article/download/57217/62543?inline=1>

-<https://www.scirp.org/journal/paperinformation?paperid=96933>

%85%D8%AE%D8%A7%D8%B7%D8%B1%D8%AA
%D8%AD%D9%88%D9%8A%D9%84%D8%A7%D9%
84%D9%85%D8%AE%D8%A7%D8%B7%D8%B1%D
8%A5%D9%84%D9%89%D8%A3%D8%B5%D9%88%
D9%84%D9%82%D8%A7%D8%A8%D9%84%D8%A9
%D9%84%D9%84%D8%AA%D8%AF%D8%A7%D9
%88%D9%84%D9%84%D9%84%D8%AA%D9%85%
D9%88%D9%8A%D9%84.html#%D8%A7%D9%84%D
8%AA%D8%B7%D8%A8%D9%8A%D9%82%D8%A7
%D8%AA%D8%A7%D9%84%D9%86%D8%A7%D8%
AC%D8%AD%D8%A9%D9%84%D8%AA%D8%B3%
D9%86%D9%8A%D8%AF%D8%A7%D9%84%D9%85
%D8%AE%D8%A7%D8%B7%D8%B1%D9%81%D9%
8A%D9%85%D8%AE%D8%AA%D9%84%D9%81%D
8%A7%D9%84%D8%B5%D9%86%D8%A7%D8%B9
%D8%A7%D8%AA.

-[http://newcities.gov.eg/about/Decisions/dispdec.aspx?](http://newcities.gov.eg/about/Decisions/dispdec.aspx?ID=510)

ID=510

- <https://fra.gov.eg/>

- <https://www.alborsaanews.com/2022/10/24/1590143>

- <https://economyplusme.com/115262/>

-<https://www.midbank.com.eg/ar/news/midbank-celebrates-itsparticipation-in-issuing-securitization-bonds-worth-egp-100m/>

-https://taamir-sec.com/projects/topic_one/

-[https://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/overview/ppp-](https://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/overview/ppp-Objectives)

Objectives.

- <https://mail.almerja.com/reading.php?idm=190784> تاريخ

-[https://www.oecd-ilibrary.org/governance/public-private-partnerships_9789264046733-en.](https://www.oecd-ilibrary.org/governance/public-private-partnerships_9789264046733-en)

-http://www.dictionnaire_juridique.com/definition/affacturage.php

-www.salik.ae

-<https://www.shory.com/ar/blog/carinsurance/%D9%86%D8%B8%D8%A7%D9%85%D8%B3%D8%A7%D9%84%D9%83%D8%AF%D8%A8%D9%8A%D8%A7%D9%84%D8%A8%D9%88%D8%A7%D8%A8%D8%A7%D8%AA%D8%A7%D9%84%D8%B1%D8%B3%D9%88%D9%85%D8%A7%D9%84%D8%BA%D8%B1%D8%A7%D9%85%D8%A7%D8%AA%D9%83%D9%8>

4%D9%85%D8%A7%D8%AA%D8%B1%D9%8A%D8
%AF%D9%85%D8%B9%D8%B1%D9%81%D8%AA%
D9%87/

-[https://enterprise.news/egypt/ar/news/edition/pm/](https://enterprise.news/egypt/ar/news/edition/pm/5306770b-998b-47b7-b4cf-bae5ab083d40/%D9%83%D9%84%D9%85%D8%A7%D8%AA%D8%B1%D9%8A%D8%AF%D9%88%D9%86%D9%85%D8%B9%D8%B1%D9%81%D8%AA%D9%87%D8%B9%D9%86%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%8A%D9%82%D8%A7%D9%84%D8%AD%D9%82%D%88%D9%82%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B3%D8%AA%D9%82%D8%A8%D9%84%D9%8A%D8%A9)

5306770b-998b-47b7-b4cf-

bae5ab083d40/%D9%83%D9%84%D9%85%D8%A7%
D8%AA%D8%B1%D9%8A%D8%AF%D9%88%D9%8
6%D9%85%D8%B9%D8%B1%D9%81%D8%AA%D9
%87%D8%B9%D9%86%D8%AA%D9%88%D8%B1%
D9%8A%D9%82%D8%A7%D9%84%D8%AD%D9%8
2%D%88%D9%82%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%
A7%D9%84%D9%8A%D8%A9%D8%A7%D9%84%D
9%85%D8%B3%D8%AA%D9%82%D8%A8%D9%84
%D9%8A%D8%A9

-[https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/](https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/829596/)

829596/

-[https://www.linkedin.com/pulse/](https://www.linkedin.com/pulse/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%8A%D9%82%D9%88%D8%A7%D9%87%D9%85%D9%8A%D8%AA%D9%87%D9%84%D9%84%D8%B3%D9%88%D9%82%D8%A7%D9%84%D8%B9%D9%82)

%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%
8A%D9%82%D9%88%D8%A7%D9%87%D9%85%D9
%8A%D8%AA%D9%87%D9%84%D9%84%D8%B3%
D9%88%D9%82%D8%A7%D9%84%D8%B9%D9%82

D8%A7%D8%AA%D8%A7%D9%84%D9%82%D9%8
8%D9%85%D9%8A%D8%A9/5798440

-<https://fastercapital.com/arabpreneur/>

%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%
8A%D9%82-

%D8%AA%D8%AD%D9%88%D9%8A%D9%84%D8
%A7%D9%84%D9%85%D8%B4%D8%A7%D8%B1%
D9%83%D8%A9-%D9%81%D9%8A-

%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AE%D8%A7%D8%
B7%D8%B1%D9%81%D9%8A%D8%A7%D9%84%D
8%A3%D9%88%D8%B1%D8%A7%D9%82-

%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%
8A%D8%A9-

%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AF%D8%B9%D9%
88%D9%85%D8%A9-

%D8%A8%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B5%D9%
88%D9%84.html

- <https://moic.gov.eg/ar> الموقع الإلكتروني لوزارة التعاون الدولي

-<https://masrafeyoun.ebi.gov.eg/2024/03/28/%D8%AA>

%D9%88%D8%B1%D9%8A%D9%82%D8%A7%D9%

84%D8%A5%D9%8A%D8%B1%D8%A7%D8%AF%D
8%A7%D8%AA%D8%A7%D9%84%D8%AF%D9%88
%D9%84%D8%A7%D8%B1%D9%8A%D8%A9/

-www.egyptse.com

موقع البورصة الالكتروني