ISSN: 2519 – 6138 (Print)
E-ISSN: 2663 – 8983(On Line)

TUJR
مجلة جامعة تكريت للحقوق
Tikrit University Journal for Rights

IRAQI Academic Scientific Journals
العراقية المجلات الاكاديمية العلمية

Tikrit University Journal for Rights
Journal Homepage : http://tujr.tu.edu.iq/index.php/t

كلية القانون
College of Law

Types of asset-backed securities

Prof. Dr. Amir Hassan Jassim

College of Law, Tikrit University, Salahaddin, Iraq

ameerhassan@tu.edu.iq

Maryam Abdul Khaliq Ahmed

College of Law, Tikrit University, Salahaddin, Iraq

Ma230072pla@st.tu.edu.iq

Article info.

Article history:
- **Received 22 March 2023**
- **Accepted 5 April 2023**
- **Available online 1 September 2026**

Keywords:

- Asset-backed securities
- Real estate assets
- Non-real estate assets
- Future cash flows.

Abstract: Securities backed by assets vary, they are not issued in one type, but in multiple types, some of which are supported by assets and these assets may be real estate represented by buildings and houses and allocated to loans that are intended to buy a property, or they may be movables represented by cars, credit cards and receivables, and the Egyptian legislator has introduced another type under the latest amendment to the Capital Market Law, as the legislator allowed the issuance of securities that are supported by cash flows. The future of those assets as the assets remain the property of the commercial enterprise.

© 2023 TUJR, College of Law, Tikrit University

أنواع الأوراق المالية المدعومة بأصول

أ.د أمير حسن جاسم
كلية القانون، جامعة تكريت، صلاح الدين، العراق
ameerhassan@tu.edu.iq

الباحثة. مريم عبد الخالق أحمد

كلية القانون، جامعة تكريت، صلاح الدين، العراق
Ma230072pla@st.tu.edu.iq

معلومات البحث :

تواريخ البحث:
- الاستلام : ٢٢ / اذار/ ٢٠٢٣
- القبول : ٥ / نيسان/ ٢٠٢٣
- النشر المباشر: ١/ايلول /٢٠٢٦

الكلمات المفتاحية :
- الأوراق المالية المدعومة بأصول
- الأصول العقارية
- الأصول غير العقارية
- التدفقات النقدية المستقبلية.

الخلاصة: تختلف الأوراق المالية المدعومة بأصول فهي لا تصدر بنوع واحد و إنما بأنواع متعددة, فمنها ما يكون مدعوم بأصول و هذه الأصول قد تكون عقارات تتمثل بالمباني و المنازل و تخصص للقروض التي يكون الغرض منها شراء عقار, أو قد تكون منقولات تتمثل بالسيارات و بطاقات الإئتمان و الذمم المدينة, و قد استحدث المشرع المصري نوع آخر بموجب آخر تعديل لقانون سوق رأس المال إذ سمح المشرع بإصدار أوراق مالية تكون مدعومة بالتدفقات النقدية المستقبلية لتلك الأصول إذ تبقى الأصول ملكاً للمؤسسة التجارية.

. © ٢٠٢٣, كلية القانون، جامعة تكريت

المقدمة : أولاً: التعريف بموضوع البحث

أولاً: التعريف بموضوع البحث

تصدر الشركة ذات الغرض الخاص أنواع متعددة و مختلفة من الأوراق المالية المدعومة بأصول, إذ يتحدد كل نوع حسب محفظة الأصول الداعمة له, و يصدر كل نوع بشكل يناسب حاجة فئة معينة من المستثمرين و حسب العائدات التي تدرها, إذ تتمتع الأوراق المالية المدعومة بأصول بعائدات كبيرة لا تتوفر في باقي أنواع الأوراق المالية الأخرى و هذا ما يدفع المستثمرين على الإكتتاب بها.

ثانياً: أهمية البحث

تعد أنواع الأوراق المالية المدعومة بأصول من المواضيع المهمة و التي تستحق البحث و الدراسة, بسبب قلة الدراسات التي تناولت هذا الموضوع بشكل مفصل.

ثالثاً: إشكالية البحث

تتمحور مشكلة البحث الأساسية على بيان أنواع الأوراق المالية المدعومة بأصول, و التركيز على موقف المشرع العراقي بإعتبارها من المواضيع التي لم تحضى بإهتمام المشرع العراقي, و بيان القصور الذي إعتراه و مقارنته بكل من قانون سوق رأس المال المصري و قانون التوريق البحريني و مشروع قانون الأوراق المالية المدعومة بأصول الإماراتي.

رابعاً: منهجية البحث

سنعتمد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي المقارن, من خلال بيان موقف المشرع العراقي من هذا النوع من الأوراق المالية و مقارنته مع قانون سوق رأس المال المصري و قانون التوريق البحريني و مشروع قانون الأوراق المالية المدعومة بأصول الإماراتي.

خامساً: هيكلية البحث

تم تقسيم هذا البحث الى مطلبين بينا في المطلب الأول الأوراق المالية المدعومة بأصول و في الثاني وضحنا الأوراق المالية المدعومة بالتدفقات النقدية المستقبلية.

المبحث الأول

أنواع الأوراق المالية المدعومة بأصول

لقد تفننت الهندسة المالية في تصميم الأوراق المالية المدعومة بأصول بالشكل الذي جعل الإستثمار فيها يتسم بالثقة و الأمان كما تتسم بدرجة عالية من السيولة, إذ تصدر الأوراق المالية المدعومة بأصول بأنواع متعددة حسب نوع محفظة الديون التي تدعمها, و هذه المحفظة أما تكون محفظة ديون عقارية يترتب عليها إصدار أوراق مالية مدعومة بأصول عقارية أو تكون مدعومة بمحفظة ديون غير عقارية يترتب عليها إصدار أوراق مالية مدعومة بأصول غير عقارية, لذا فأن نوع الأوراق المالية المدعومة بأصول يتحدد بنوع المحفظة الضامنة لها حتى من حيث المخاطر التي تحيط بها أو مدة السداد أو العائدات و الفوائد التي تدرها و بالإستناد الى نوع محافظ الديون, إضافة الى ظهور نوع آخر من هذه الأوراق المالية الا أنه يكون مدعوم بالتدفقات النقدية المستقبلية و ليس بأصول, و بناء على ذلك سنقسم هذا المبحث على مطلبين و على النحو الآتي:

المطلب الأول: الأوراق المالية المدعومة بأصول عقارية و غير عقارية.

المطلب الثاني: الأوراق المالية المدعومة بالتدفقات النقدية المستقبلية.

المطلب الأول

الأوراق المالية المدعومة بأصول عقارية و غير عقارية

تقسم الأوراق المالية المدعومة بأصول الى نوعين, أوراق مالية مدعومة بأصول عقارية و أوراق مالية مدعومة بأصول غير عقارية, و من أجل توضيح كلا النوعين سنقسم هذا المطلب على فرعين و بالشكل الآتي:

الفرع الأول: الأوراق المالية المدعومة بأصول عقارية.

الفرع الثاني: الأوراق المالية المدعومة بأصول غير عقارية.

الفرع الأول

الأوراق المالية المدعومة بأصول عقارية

تعد الأوراق المالية المدعومة بضمانات عقارية أول نوع تم التعامل به عند توريق الديون, فهذه الأوراق المالية تكون مدعومة بمجموعة من القروض العقارية التي منحتها المؤسسة المنشئة للمقترضين مقابل تقديم ضمانات عقارية من قبلهم للمؤسسة المنشئة للقرض إذ تقوم الأخيرة بحشد هذه القروض العقارية بمحفظة ديون واحدة و بيعها على شركة تجارية متخصصة يكون الغرض من إنشاؤها هو شراء تلك الديون بضماناتها و إصدار مقابلها أوراق مالية مدعومة بتلك المحفظة من خلال طرح تلك الأوراق المالية للإكتتاب بها من قبل جمهور المستثمرين, و في حال تسديد المقترضين أقساط ديونهم فأن الشركة ذات الغرض الخاص تتولى مهمة تسليم حملة الأوراق المالية المدعومة بأصول عائدات تلك الأوراق المالية, و تتفرع عن الأوراق المالية المدعومة بضمانات عقارية عدة أنواع لا بد من ذكرها و توضيحها على النحو الآتي:

أ_ الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية

إن هذا النوع من الأوراق المالية المدعومة بضمانات عقارية عبارة عن أوراق مالية تم إستحداثها لتحسين سيولة سوق القروض العقارية و لتشجيع صغار المستثمرين على التعامل بها لصعوبة التعامل بها من قبلهم, و قد سمي هذا النوع من الأوراق المالية المدعومة بضمانات عقارية بأسم الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية ذلك أن المؤسسة المالية البائعة لمحفظة الديون تكون وكيلة عن الشركة "ذات الغرض الخاص" إذ تتولى مهمة تحصيل الديون و فوائدها من المقترضين و التي تكون بالأصل من مهمة الشركة ذات الغرض الخاص و تحولها مباشرة الى حملة الأوراق المالية المدعومة بأصول بعد خصم رسوم خدمة التحصيل وفق نسبة الملكية الخاصة بكل مستثمر, إذ يعد حامل هذه الأوراق المالية مالكاً لحصة شائعة في محفظة الديون العقارية.

و تتميز الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية بأن القروض المكونة للمحفظة الداعمة لها تحمل سعر الفائدة ذاته المقرر على السندات التي تم توريقها منها, كما أن تاريخ إستحقاقها

يجب أن يكون ذاته تاريخ إستحقاق القروض المكونة للمحفظة إذا كانت كلها بتاريخ استحقاق واحد أما إذا تباينت تواريخ استحقاق القروض داخل المحفظة عندها ينبغي أن يكون أقصر تاريخ إستحقاق لتلك القروض أطول من تاريخ إستحقاق الأوراق المالية التي تم توريقها.

و في هذا النوع من الأوراق المالية تنتقل جميع مخاطر السداد المبكر من الجهة المصدرة الى حامل الأوراق المالية المدعومة بأصول, إذ تكاد تنحصر المخاطر التي تحيط بهذا النوع من الأوراق المالية بخطر السداد المبكر للقروض و الذي يتكون عندما يتوقف بعض المقترضين عن الوفاء بأقساط ديونهم, كما يحصل عند إنخفاض سعر الفائدة الأمر الذي يشجع بعض المقترضين على الوفاء المبكر لقروضهم ذات الفوائد المرتفعة.

ب_ الأوراق المالية المدفوع من خلالها التدفقات النقدية

تعد الأوراق المالية المدفوع من خلالها التدفقات النقدية خليطاً من الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية و الأوراق المالية المدعومة بضمانات عقارية فهي تحمل سمات كلا النوعين, فقد تم إصدار هذا النوع من الأوراق المالية نتيجة القصور الذي اعترى كلا النوعين السابقين عن تلبية متطلبات السوق.

و تتشابه الأوراق المالية المدفوع من خلالها التدفقات النقدية بالأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية من حيث أن كلاهما تصدر بدعم محفظة قروض عقارية و تمثل صكوك مديونية تبقى ديناً على الجهة التي أصدرتها, كما تتشابه تلك الأوراق المالية مع الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية في أن كلاهما تنقل التدفقات النقدية التي تمثل أصل المبلغ و الفوائد الى المستثمر بشكل دفعات دورية كما أن كلاهما ينقلان المخاطر الإئتمانية الى المستثمر.

و تصدر الأوراق المالية المدفوع من خلالها التدفقات النقدية مدعومة بحزمة من الأصول و حامل هذا النوع من الأوراق المالية لا يعد مالكاً لحصة شائعة في محفظة الديون العقارية كما هو الحال في النوع السابق و إنما يعد مستثمر في صكوك مديونية و تبقى الجهة المصدرة لها مدينة بها, و تقسم هذه الأوراق المالية الى شرائح تتباين من حيث توزيع الايرادات و التدفقات النقدية الناتجة عن الأصول و تتباين تبعاً لذلك آجالها كما تتباين فيما بينها من حيث تعرض كل شريحة منها لمخاطر الدفع مقدماً و الذي يفوت عليها فرصة الحصول على هذه

الإيـرادات, أمـا درجـة التعـرض لمخـاطر الإئتمـان فتتسـاوى جميـع الشـرائح فـي تعرضـها للمخـاطر الائتمانية لكونها مدعومة بذات الأصول.

ج_ السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة

لقد ظهر هذا النوع من الأوراق المالية لتلافي عيوب النوع السابق إذ أصبح المستثمرون يعرضون عن التعامل بها بسبب تلك العيوب, و تمثل هذه الأوراق المالية صكوك مديونية و بقاء الأصول ملكاً للشركة ذات الغرض الخاص, كما يقع على عاتق المستثمرين تحمل مخاطر السداد المبكر فهذا النوع لا يمحي هذا الخطر نهائياً و إنما جاء ليخفف من هذه المخاطر, إذ يتم تقسيم هذه السندات المصدرة الى فئات متباينة لا تصدر بنفس النمط بل تختلف من الأعلى الى الأدنى و كل فئة لها تدفقات نقدية "من حيث إشتمالها على الفوائد أو أصل الإصدار أو مزيج منهما", و مدة مختلفة عن الأخرى كما يمتد هذا الأختلاف ليشمل المخاطر التي تتعرض لها و حتى آجال إستحقاقها بشكل يلائم أذواق المستثمرين فلا تتشابه جميع فئاتها في تعرضها للمخاطر فالتي تتعرض للمخاطر عادة ما تكون ذات التدفقات و الفوائد الأعلى من نظيرتها, و للمستثمر الخيار في هذه الفئات و لكل أختيار ثمن معين.

الفرع الثاني

الأوراق المالية المدعومة بأصول غير عقارية

لم يتوقف إصدار الأوراق المالية المدعومة بأصول على نوع واحد و إنما إمتد ليتجاوز فكرة النشاط في المجال العقاري و يتعداها الى معالجة القروض المضمونة بأصول في مجالات أخرى إذ إمتد ليشمل إصدار أوراق مالية مدعومة بضمانات أخرى غير عقارية و هي كثيرة و متنوعة و تتمثل في أوراق مالية تعتمد مدفوعات دخلها و مدفوعات سداد مبلغها الأصلي على مجموعة أصول إذ يمكن ضمان هذه الأوراق المالية بأصول مختلفة كقروض السيارات أو قروض الطلاب أو غيرها من الضمانات الأخرى غير العقارية و ذلك من خلال تحويل تلك الأصول غير السائلة الى أوراق مالية قابلة للتداول, لذا سنوضح بعضاً من هذا النوع من الأوراق المالية المدعومة بأصول على النحو الآتي:

أ_ الأوراق المالية المدعومة بقروض السيارات

يعد هذا النوع من الأوراق المالية المدعومة بضمانات غير عقارية أول نوع تم إنتاجه و تداوله في السوق, إذ ظهرت هذه الأوراق المالية نتيجة تقديم قروض الى مشتري السيارات من قبل مؤسسات بيع

السيارات أو مصانع السيارات أو المصارف التجارية أو أي شركة متخصصة في تقديم القروض لمشتري السيارات, و تختلف هذه الأوراق المالية عن تلك المدعومة بضمانات عقارية بأنها قصيرة الأجل على خلاف تلك المدعومة بضمانات عقارية إذ عادةً ما تكون طويلة الأجل و قد تصل مدتها الى ٣٠ عاماً, كما تكون الأوراق المالية المدعومة بمحفظة قروض السيارات ذات تقييم مرتفع من قبل مؤسسات التقييم.

ب_ الأوراق المالية المدعومة بقروض الطلاب

و عادةً ما تصدر هذه الأوراق المالية من قبل المؤسسات التي لا تهدف الى تحقيق الربح كالمؤسسات الخيرية أو المؤسسات الحكومية إذ تقوم هذه المؤسسات بإقراضهم بقروض مضمونة و تقوم ببيع هذه القروض في السوق مقابل تدفقات نقدية , و تقسم هذه التدفقات النقدية الى ثلاث مراحل و هي مرحلة الدراسة و لا يتم سداد مدفوعات عنها و تسمى مدة التأجيل, و مرحلة بعد التخرج بمدة ستة أشهر أيضاً لا يتم التسديد خلالها و تسمى مدة السماح و في المرحلة الثالثة يتم التسديد.

إن أهم ما يدفع المستثمرين على الإستثمار بهذه الأوراق المالية بالرغم من عدم تسلم المدفوعات مباشرة بعد الشراء هو إعفاء الأرباح المتحققة من الضرائب.

أما عن موقف القوانين المقارنة من أنواع الأوراق المالية المدعومة بأصول, فعند تتبع نصوص قانون سوق رأس المال المصري رقم "٩٥" لسنة "١٩٩٢" لم نجد نصاً يوضح أو يبين أنواع الأوراق المالية المدعومة بأصول التي تصدرها شركات التوريق لا في هذا القانون و لا في لائحته التنفيذية, و لكن جاء قانون التمويل العقاري رقم "١٤٨" لسنة "٢٠٠١" بنصوص قانونية نصت على عملية التوريق و الأوراق المالية المدعومة بأصول عقارية, إذ بين بأنه يمكن للمقرض أن يقوم بحوالة محفظة من الديون الناتجة عن إتفاق التمويل العقاري الى جهة أخرى مرخص لها مزاولة نشاط التوريق كي تقوم هذه الجهة بإصدار أوراق مالية يتم تداولها في السوق و تكون تلك الأوراق المالية مدعومة بشكل مباشر بالعقارات المرهونة وفقاً لإتفاق التمويل العقاري التي تمت بموجبه إحالة الحقوق الناشئة عنها.

و كذلك القانون البحريني فمن خلال تتبع نصوص قانون التوريق البحريني لسنة "٢٠١٤" نجد أن الأخير لم يتطرق الى أنواع الأوراق المالية المدعومة بأصول.

أما مشرع قانون الأوراق المالية المدعومة بأصول الإماراتي غير النافذ لسنة "٢٠٢٣" فمن خلال تتبع نصوصه لم يبين المشروع نوع الأوراق المالية المدعومة بأصول التي تصدرها الشركة ذات الغرض

الخاص و لكن يمكن أن نستنتج من نص المادة "١٦١٧" من هذا المشروع أنه أجاز إصدار أوراق مالية مدعومة بأصول عقارية و غير عقارية ذلك أن هذه المادة الخاصة بتقديم طلب التوريق أوجب المشرع فيها أن تتضمن تقرير تقييم يكون صادر من مثمنين مستقلين و مسجلين في حال كانت الأصول محل التوريق تشمل أصول عقارية, فبناء على ذلك يتضح لنا بأن محفظة الأصول أساساً تتكون من أصول غير عقارية و في حال إشتملت تلك المحفظة على أصول عقارية أوجب المشرع أن يقدم في طلب التوريق تقرير تقييم, و بما أن المحفظة تحتوي على أصول عقارية و غير عقارية فأن الأوراق المالية التي تصدرها ستشمل كلا النوعين أوراق مالية مدعومة بأصول عقارية و أوراق مالية مدعومة بأصول غير عقارية ذلك أن نوع الأوراق المالية المدعومة بأصول يتحدد وفق الأصول التي تكون داعمة لها و تشتريها الشركة المصدرة.

و يؤخذ على المشروع الإماراتي غير النافذ في هذه المادة أنه أخفق في صياغتها فقد صاغها بشكل جعل فيه محفظة الأصول تحتوي على أصول عقارية و غير عقارية في آن واحد و هذا يعد من المفاهيم الخاطئة و التي تتنافى مع ما جاءت به المادة "٣١١" و المادة "٦١٢" من مشروع نظام الأوراق المالية المدعومة بأصول الإماراتي لسنة "٢٠٢٣" ذلك أن من شروط الأصول بموجب المادة "٣١١" هو أن تكون ذات طبيعة متجانسة و التجانس يعني تماثل الأصول من حيث الطبيعة أي تكون جميعها من نوع واحد و تماثلها من حيث المدة و مخاطر عجز المدينين عن الوفاء و التماثل أيضاً من حيث شخصية المدين فيما إذا كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً, أما المادة "٦١٢" فقد إشترطت أن تؤسس الشركة ذات الغرض الخاص لعملية إصدار أوراق مالية مدعومة بأصول واحدة فقط و من المعلوم إن عملية الإصدار تعني أن يقابل كل عملية محفظة أصول واحدة فقط و هذه المحفظة أما أن تتضمن أصول عقارية أو غير عقارية إذ لا يجوز أن تتكون من كلا النوعين.

و ما قادنا الى هذا التحليل هو إحتواء نص المادة "١٦١٧" على مصطلح "تشمل" إذ جعل هذا المصطلح النص مرن و يحتمل أكثر من معنى بحيث جعل المعنى القريب من الذهن هو أن محفظة الأصول تشمل أصول عقارية و غير عقارية علماً أن المشرع الإماراتي قد سبقها بمصطلح (يجب) في بداية النص القانوني و التي جعلت منه نص آمر إلا أنه أردفها بمصطلح (تشتمل) في الفقرة السابعة من هذه المادة و الذي أضفى مرونة على النص, فلو أنه أستبدلها بمصطلح (هي) لكان النص آمر و لا يحتمل التأويل و لا التحليل ليكون النص كالآتي: **تقديم تقرير تقييم صادر من مثمنين مستقلين و مسجلين في حالة كانت الأصول محل التوريق هي أصول عقارية** فوفقاً لهذه الصياغة سيكون هنالك فصل فيما

بين الحالتين و يكون النص واضح و لا يحتمل الخلط ما بين المعنيين أي أن تقرير التقييم الصادر من المثمنين سيتم تقديمة في حال كانت المحفظة تحتوي على أصول عقارية أما إذا إحتوت على أصول غير عقارية فلن تكون هنالك أي حاجة لتقديم التقرير.

و ندعوا المشرع العراقي عند النص على الأوراق المالية المدعومة بأصول أن يجيز للشركة ذات الغرض الخاص إصدار أوراق مالية مدعومة بضمانات عقارية و أوراق مالية مدعومة بضمانات غير عقارية لتوفير التمويل اللازم في الأسواق التجارية و توفير السيولة النقدية للمؤسسة المقرضة و البائعة لمحفظة الديون و خلق أدوات إقراض جديدة في سوق الأوراق المالية لها تدفقات نقدية و يتم تداولها في السوق ليكون النص كالآتي: **للشركة ذات الغرض الخاص إصدار أوراق مالية مدعومة بضمانات عقارية و أوراق مالية مدعومة بضمانات غير عقارية تتمتع بتدفقات نقدية و يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية.**

المطلب الثاني

الأوراق المالية المدعومة بالتدفقات النقدية المستقبلية

هناك تعديلات و ضوابط طرأت على الأوراق المالية المدعومة بأصول, فقد تم تعديل قانون سوق رأس المال المصري رقم "٩٥" لسنة "١٩٩٢" بموجب القانون رقم "١٣" لسنة "٢٠٢٢" و القرار الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية المنفذ له رقم "١١٥" لسنة "٢٠٢٢" إذ سمح هذا التعديل للشركة ذات الغرض الخاص بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول توجه حصيلتها لتمويل الأشخاص الإعتبارية العامة أو الخاصة على أن تكون تلك الأوراق المالية مدعومة بالتدفقات النقدية المستقبلية التي تحصل عليها الأشخاص الإعتبارية العامة أو الخاصة, لذا سنوضح تفاصيلها و شروطها في هذا المطلب من خلال تقسيمه على ثلاثة فروع و بالشكل الآتي:

الفرع الأول: ضوابط الأوراق المالية المدعومة بتدفقات نقدية مستقبلية بموجب القرار رقم "١١٥" لسنة "٢٠٢٢".

الفرع الثاني: الأوراق المالية المدعومة بالتدفقات النقدية المستقبلية.

الفرع الثالث: الهدف من إصدار الأوراق المالية المدعومة بتدفقات نقدية مستقبلية.

الفرع الأول

ضوابط الأوراق المالية المدعومة بتدفقات نقدية مستقبلية بموجب القرار رقم "١١٥" لسنة "٢٠٢٢"

لقد إستحدث المشرع المصري بموجب التعديل رقم "١٣" لسنة "٢٠٢٢" الذي طرأ على قانون سوق رأس المال المصري رقم "٩٥" لسنة "١٩٩٢" أوراق مالية مدعومة بتدفقات نقدية مستقبلية كأداة تمويل للأشخاص الإعتبارية العامة أو الخاصة بعد موافقة السلطة المختصة بها, إذ سمح هذا التعديل بإيجاد أداة تمويل قابلة للتداول مقابل حوالة محفظة حقوق مالية مستقبلية متوقعة بعد إن كان المشرع المصري قبل هذا التعديل قد نظم أداة التمويل ذاتها مقابل حوالة محفظة حقوق مالية و مستحقات آجلة الدفع, أي أن هذه الأداة أو هذا النوع من الأوراق المالية قبل التعديل كان مدعوماً بأصول "ديون" تملكها المؤسسة المنشئة للمحفظة و المحيلة لها في الوقت ذاته أما بعد التعديل فأن المشرع قد سمح لهذا النوع من الأوراق المالية بأن يكون مدعوماً بالتدفقات النقدية الناتجة عن هذه الأصول و هذا يعني بأن المؤسسة المنشئة تحتفظ بأصولها ملكاً لها و تنشئ محفظة تتكون من التدفقات النقدية الناتجة عن أصولها و تحيلها الى الشركة ذات الغرض الخاص لتقوم الأخيرة بإصدار أوراق مالية مدعومة بتلك التدفقات النقدية على أن تكون هذه التدفقات النقدية مستقبلية أي متوقع دخولها في المستقبل في ذمة المحيل وفقاً للمجرى العادي للأمور.

و قد سعى المشرع المصري الى هذا التعديل لتطوير أدوات التمويل و إيجاد أداة تمويل جديدة توفر مصدراً تمويلياً يسهم في تحسين المرافق و الخدمات العامة المقدمة للجمهور, و جعل المشروعات تتغلب على عقبة توفير التمويل و ذلك مقابل التدفقات النقدية المتوقعة التي سترد إليها في المستقبل, لكون تلك المشروعات أضحت من متطلبات الحياة المعتادة بسبب إقبال الجمهور عليها.

و بما أن الأوراق المالية المدعومة بأصول هي ثمرة أو نتيجة توريق الحقوق و المستحقات آجلة الدفع فإن الأوراق المالية المدعومة بالتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة هي ثمرة أو نتيجة توريق الحقوق و المستحقات المالية المستقبلية المتوقعة, إذ أن الجهات التي يمكن أن تستفيد من توريق حقوقها المالية المستقبلية المتوقعة هي جهات حددها المشرع بموجب الضوابط التي صدرت بالقرار رقم "١١٥" لسنة "٢٠٢٢" و التي نضمت القانون رقم "١٣" لسنة

"٢٠٢٢" و تتمثل بقطاع الكهرباء, و قطاع الغاز, و قطاع المياه, و قطاع الاتصالات و قطاع الطرق, و قطاع نقل الركاب و البضائع سواء برياً أو بحرياً أو جوياً بما في ذلك رسوم بوابات الطرق و مترو الأنفاق و شبكة السكك الحديدية , و قطاع الصحة, و قطاع التعليم, و قطاع الإسكان.

الفرع الثاني

الأوراق المالية المدعومة بالتدفقات النقدية المستقبلية

تعد الأوراق المالية المدعومة بتدفقات نقدية مستقبلية عبارة عن أوراق مالية تصدرها الشركة ذات الغرض الخاص المرخص لها ممارسة هذا النشاط من قبل الهيئة العامة, إذ يخصص لسدادها و العائد عليها نسبة مستقلة من التدفقات النقدية المستقبلية تدعى "محفظة الحقوق" و توجه حصيلتها لتمويل الأشخاص الإعتبارية العامة و الخاصة بعد موافقة السلطة المختصة بها مقابل ما ينشأ لصالح تلك الجهات من تدفقات نقدية متوقع دخولها في المستقبل في ذمة المحيل.

و قد جعلت الهيئة العامة للرقابة المالية حصيلة هذه الأوراق المالية موجهة لتمويل الأشخاص الإعتبارية العامة أو الخاصة, بينما لم نجد هذا التحديد في حصيلة الأوراق المالية المدعومة بأصول إذ لم يحدد المشرع فيما إذا كانت حصيلتها موجهة لتمويل الأشخاص الإعتبارية العامة أو الخاصة.

و يكون الضمان المقدم لإصدار هذا النوع من الأوراق المالية هو التدفقات النقدية المستقبلية المتمثلة بالفوائد المفروضة على القروض التي تمنحها المؤسسة (المرفق العام) و ليس (الأصل) إذ تكون هذه التدفقات حقاً لحامل الأوراق المالية المدعومة بالتدفقات النقدية المستقبلية و ليس الأصل علماً إن تلك التدفقات النقدية لم تتضمنها الميزانية العمومية للشركة بعد.

و بموجب هذه الضوابط وضعت الهيئة العامة للرقابة المالية شروط عدة لا بد من توافرها في التدفقات النقدية المستقبلية, فقد إشترطت الهيئة بأن لا تكون تلك التدفقات النقدية مقيدة أو

مشروطة, و إشترط بأن تكون ناشئة لصالح الأشخاص الإعتبارية العامة أو الخاصة, كما إشترط أن تكون خالية من أي حقوق حالية أو مستقبلية للغير.

و قد وضحت الضوابط كيفية حوالة التدفقات النقدية الى المحيل, إذ تتم الحوالة لنسبة من التدفقات النقدية المستقبلية لمشروع أو مشروعات محددة ناتجة عن أصل أو أكثر للمحيل خلال فترة محددة و يكون لحملة السندات حق إمتياز على محفظة التدفقات النقدية المستقبلية طول عمر الإصدار بما يضمن الوفاء بحقوقهم في هذه السندات, و يمكن للجهات المصدرة تقديم ضمانات إضافية يتم الرجوع عليها لسداد مستحقات حملة السندات.

و تتكون محفظة الحقوق الصادرة مقابل ما ينشأ عن التدفقات النقدية المستقبلية من بيان معتمد من المحيل يرفق به تقرير لمراقب الحسابات يتضمن صافي القيمة الحالية لمحفظة التدفقات النقدية المستقبلية و أسس تقييمها و معدلات التغيير أو عدم الإنتظام بالسداد بها و الضمانات الإضافية إن وجدت.

و هناك إلتزامات عدة تقع على عاتق محيل تلك التدفقات النقدية عند إصدار هذا النوع من السندات تتمثل هذه الإلتزامات بإعداد دراسة معتمدة من مراقب الحسابات توضح معدلات التشغيل و الإيرادات السابقة الخاصة بالمشروع إن وجدت, و كذلك التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة للمشروع طوال عمر الإصدار, و ما يفيد كفاية التدفقات النقدية المستقبلية المقابلة لمحفظة الحقوق لتسديد مستحقات حملة السندات في مواعيد إستحقاقها.

كما أن هنالك بيانات يتعين الإفصاح عنها بنشرة الإكتتاب أو مذكرة المعلومات فضلاً عن البيانات المنصوص عليها باللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الخاصة بالأوراق المالية المدعومة بأصول, و من ضمنها التصنيف الإئتماني لكل من المحيل و السندات و الذي ينبغي ألا يقل عن "_bbb" أو ما يعادلها, مع مراعاة تجديدهما سنوياً طوال عمر الإصدار, و يوضح في تلك البيانات أيضاً المخاطر التي قد يتحملها الحاملين و ما تم إتخاذه من تدابير أو ضمانات للحد من تلك المخاطر.

و جدير بالذكر إن هذه الأوراق المالية تختلف عن الأوراق المالية المدعومة بأصول المعتادة من حيث إنها تعتمد على تحصيل عائدات مستقبلية بدلاً من العائدات الحالية التي تعتمد على

إلتزام قائم بالفعل, ففي الأوراق المالية المدعومة بأصول نجد أن الشركة تقوم ببيع أوراق مالية بضمان تعاقدات تمت بالفعل و ستدر عائدات بشكل أقساط مثل عقود التمويل العقاري, بينما في الأوراق المالية المدعومة بتدفقات نقدية مستقبلية تتمكن الشركة المصدرة من إصدار سندات بضمان عائدات مستقبلية متوقعة بناء على نشاطها السابق الأمر الذي سيترتب عليه إعادة هيكلة المؤسسات التمويلية للدولة لتوليد إيرادات من مشروعاتها, إذ نجد من خلال هذه الأداة دخول أموال المستثمرين لتمويل المشروعات العامة في الدولة مقابل ما ينشأ من تدفقات نقدية مستقبلية لا يتم ربطها بالأصول الحالية, فهي و إن صح القول إداة مالية مستحدثة لإيجاد تعاون مشترك فيما بين المشروعات العامة و شركات القطاع الخاص.

الفرع الثالث

الهدف من إصدار الأوراق المالية المدعومة بتدفقات نقدية مستقبلية

لقد تم إضافة مواد قانونية منظمة لهذا النوع من الأوراق المالية الى قانون سوق رأس المال المصري رقم "٩٥" لسنة "١٩٩٢", و تعد هذه الأوراق المالية حلول تمويلية أضافها المشرع الى القانون لتمكين المؤسسات العامة من توفير السيولة اللازمة و تطوير و تنمية أعمالها و الرفع من جودة خدماتها المقدمة للمواطنين, إذ يتركز الهدف من إضافة المشرع لهذا النوع من الأوراق المالية الى القانون هو السماح للجهات العامة الحصول على التمويل اللازم مع إحتفاظها بأصول و مقدرات الدولة للأجيال القادمة.

و قد جاء الهدف من إصدار هذا النوع من الأوراق المالية لتلبية ضروريات تحكمها هذه المرحلة الاقتصادية التي تمر بها مصر, لذا أصبح من الضروري إستحداث أدوات للتمويل و إجراء تغييرات هيكلية و تشريعية, ذلك أن السياسات التقليدية للتمويل لم تعد كافية لوحدها لتوفير السيولة أو ملائمة من الناحيتين الفنية و القانونية لدعم خطة الدولة, لذا أجرت الهيئة العامة للرقابة المالية تعديل تشريعي على قانون سوق رأس المال المصري يسمح بإصدار أوراق مالية مدعومة بتدفقات نقدية مستقبلية متوقعة لغرض إيجاد صيغة جديدة فيما بين القطاعين العام و الخاص بما يفيد السماح للجهات القائمة على المشروعات العامة بالحصول على التمويل اللازم لها بضمان التدفقات النقدية المتوقعة التي سترد إليها في المستقبل من خلال إصدار أوراق مالية بضمان تلك التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة, الأمر الذي سيتيح

إمكانة توفير أموال سائلة دون أن يترتب على ذلك زيادة في الذمة المالية المدينة للدولة المصرية و بما لا يؤسس لحقوق ملكية لأصول مملوكة للدولة.

و تساعد هذه الأداة المالية على تمويل المشروعات العامة و تحقيق عائدات للمواطنين, إذ تتيح لمشروعات المرافق العامة الحصول على التمويل بضمان التدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن تقديمها للخدمات العامة أي إصدار سندات للمواطنين بضمان إيرادات المرافق العامة, فمن أجل تقديم الخدمات من قبل مشروعات المرافق العامة بجودة عالية و كفائة و ضمان إستمراريتها في الوفاء بمتطلبات أوجه الإستخدام لا بد من توفير السيولة الكافية التي تتيح لهذه المشروعات تنمية و تطوير أنشطتها بشكل يمكنها من المنافسة و متابعة تقديم خدماتها و مزاولة أنشطتها بالشكل الأمثل.

كما تعد هذه الأداة من الأدوات التي تساعد على سرعة إنشاء البنية التحتية للدولة, ذلك أن التمويل و التدفقات النقدية المتجمعة ستساعد على سرعة إنجاز المشاريع العامة على العكس فيما لو كان إنجازها مقيداً بالموازنة العامة للدولة, إذ تمكن هذه الأداة المشروعات العامة من الحصول على التمويل اللازم مع الإحتفاظ بأصول و مقدرات الدولة للأجيال القادمة فأهم المزايا التي توفرها هذه الأداة هو حصول الجهة على تمويل نقدي سريع بضمان التدفقات النقدية المتوقعة مع الحفاظ على أصولها و مقدرات الدولة و المرافق العامة و عدم المساس بها و ذلك بعدم الرجوع على أصول الجهة المحيلة أي منشئة محفظة الحقوق المالية المستقبلية في حال التعثر في السداد و لكن يمكن الرجوع على الضمانات المقدمة المتمثلة في وثائق التأمين أو ضمانات وزارة المالية في حال توفرها.

و يكون التمويل الذي توفره هذه الأداة طويل الأجل ذلك أن الحقوق المالية المستقبلية الناتجة عن الإستهلاكات الشهرية للخدمات تكون ممتدة مدى الحياة و لا تنتهي فهي خدمات أساسية للإستهلاك اليومي و من متطلبات الحياة اليومية و الشائعة الأمر الذي يؤكد إستمرارية إقبال المواطنين عليها بحيث تشكل ضمانة قوية للأوراق المالية المصدرة مع مراعاة المخاطر المرتبطة بها.

وبالتالي يمكن القول بأن الأوراق المالية المدعومة بأصول أو تدفقات نقدية مستقبلية هي أداة تمويل حديثة تم إستحداثها لإيجاد حلول لمشاكل التمويل التي تواجه أغلب المشروعات سواء

العامة أو الخاصة لذا يمكن للمشرع العراقي أن يستعين بهذه الأداة أسوةً بالمشرع المصري من خلال النص عليها فإذا ما تم تطبيقها في البيئة التجارية العراقية فإنها ستسهم في تطوير هذه البيئة من خلال التعامل مع أطراف أخرى و عملاء يمكن أن يكونوا خارج الحدود الجغرافية للشركة المنشئة و المصدرة و ستجد حلول تمويلية لمشاكل مالية قد تواجه المشروعات العامة و الخاصة على حد سواء و ستوجه حصيلة هذه الأوراق المالية لخدمة و تطوير المرافق العامة و البنى التحتية للدولة من خلال التمويل العاجل الذي يترتب عليها هذا فيما إذا كانت مدعومة بتدفقات نقدية مستقبلية أما إذا كانت مدعومة بأصول فأنها ستساعد المؤسسة المنشئة من الحصول على التمويل اللازم و زج أداة تمويل في السوق ذات تدفقات نقدية منتظمة و مخاطر قليلة أو تكاد تكون معدومة و إقبال جمهور المستثمرين على الإستثمار فيها مما يخلق حركة في السوق فهي تؤدي الى زيادة الأدوات المالية في السوق و تنوعها و إيجاد بدائل إستثمارية حديثة أمام المستثمرين, و بما أن هذه الأداة التمويلة تربط الأسواق التجارية بسوق الأوراق المالية لذا فإن وجودها يعد مهم جداً لتطوير البيئة التجارية و سوق الأوراق المالية العراقية.

الخاتمة

بعد أن إنتهينا من دراسة موضوع "أنواع الأوراق المالية المدعومة بأصول" و موقف التشريع العراقي منها و مقارنته بكل من قانون سوق رأس المال المصري و قانون التوريق البحريني و مشروع نظام الأوراق المالية المدعومة بأصول الإماراتي توصلنا الى مجموعة نتائج و توصيات تتمثل بالآتي:

أولاً: النتائج

١_ تصدر الشركة ذات الغرض الخاص أنواع متعددة من الأوراق المالية المدعومة بأصول و لا تتوقف على نوع واحد, إذ يصدر كل نوع بحسب محفظة الأصول التي تدعمه.

٢_ لم ينظم المشرع العراقي الأوراق المالية المدعومة بأصول و لم يتم الإشارة إليها في قانون الشركات الحالي رقم (٢١) لسنة (١٩٩٧).

ثانياً: التوصيات

١_ ندعوا المشرع العراقي أن يتلافى النقص الذي إعترى موقفه من خلال النص على الأوراق المالية المدعومة بأصول في قانون الشركات العراقي الحالي ليكون النص كالآتي: **للشركة ذات الغرض الخاص إصدار أوراق مالية مدعومة بضمانات عقارية و أوراق مالية مدعومة بضمانات غير عقارية تتمتع بتدفقات نقدية و يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية.**