



التسديد

يناير 2011

## الفهرس

3	المقدمة.....
4	I- تعريف و جذور عملية التسنيد.....
5	II- تصور عملية التسنيد.....
5	1.2 المتدخلون في عملية التسنيد.....
6	2.2 آلية التسنيد.....
9	3.2 الخاصيات الرئيسية لعملية التسنيد.....
13	4.2 مزايا عملية التسنيد.....
14	5.2 المخاطر المرتبطة بعملية التسنيد.....
15	6.2 أنواع التدفقات المالية بهيئة التسنيد.....
16	7.2 تقييم الأصول و تصنيفها.....
19	III- التسنيد في العالم.....
19	1.3 التطور التنظيمي.....
21	2.3 أوروبا مقارنة مع الولايات المتحدة.....
24	3.3 التسنيد مصدر لجميع الأضرار.....
30	IV- التسنيد بالمغرب.....
30	1.4 ظهور التسنيد بالمغرب.....
30	2.4 إصلاح القطاع القانوني.....
34	3.4 تقويت الديون.....
34	4.4 تحصيل الديون.....
34	5.4 المراقبة.....
34	6.4 جرد للحالات الراهنة.....
35	7.4 المعايير المحاسبية المطبقة على تسنيد الديون الرهنية.....
37	8.4 الجباية المطبقة على صناديق التوظيف الجماعي للتسنيد FPCT.....
39	9.4 فرص جديدة مناسبة و فئات جديدة للأصول محل العقد.....
40	الخلاصة.....

## المقدمة

عرف النظام المالي الدولي عدة تحولات عميقة أسفرت عن الثورة في المجال المالي. فالعديد من هذه التغيرات كانت ناجمة بالأساس، عن التكنولوجيات الجديدة و تحرير التجارة و الأعمال من القيود التنظيمية (إزالة التقنين).

و في الواقع، كان اللجوء المتنامي للأصول المالية في مجال الأنشطة المالية، تحت الضغط القوي للامتثال للمعايير المحاسبية (IAS – IFRS) و تطوير الهندسة المالية، كانوا بمثابة تحفيز على الابتكار و خلق نماذج جديدة تضاعفت بالتالي بها طرق التمويل.

فعملية التسديد، ظاهرة حديثة نسبيا، تندرج من بين أهم الابتكارات المالية المعروفة بالأسواق المالية. تنتمي عملية التسديد إلى مجموعة التمويلات المهيكلية و تسمح بذلك للمستثمرين بالحصول على حلول استثمارية مصممة خصيصا لكل مستثمر.

يعكس حجم هذه السوق و النمو المستمر منذ ثلاثين سنة النجاح و الفائدة من هذه التقنية. و مع ذلك، على الرغم من هذه المزايا العديدة من حيث السيولة و توزيع المخاطر، أصبحت هذه التقنية المسؤولة بالدرجة الأولى عن الأزمة المالية 2007-2008 التي قلبت بشكل كبير الأوضاع بالأسواق المالية الدولية، مما تسبب في أزمة الائتمان و السيولة حيث كانت العواقب جسيمة. و قد أجريت العديد من الدراسات و التحليلات لتوضيح هذه الاضطرابات المالية بينما وجهت عدة تفسيرات و مؤاخذات عن تقنية التسديد التي كانت وراء هذه الأزمة المالية.

تتكون هذه الدراسة من أربعة أجزاء. يتمحور الجزء الأول و الثاني حول تعريف عملية التسديد و كيفية تصورها و آلية التسديد و الفائدة منها. يخصص الجزء الثالث للتطور الذي عرفه تقنين عملية التسديد عبر العالم. ثم يضع الجزء الرابع من هذه الدراسة جردا للحالات الراهنة لهذه التقنية بالمغرب و إطارها التنظيمي و الفائدة منها في القطاع المغربي.

## I- تعريف و جذور عملية التسديد

عملية التسديد تركيبية مالية تسمح للمقاول أو البنك أو مؤسسة مالية (المفوت) إعادة تنظيم أصولها المالية بتفويت محفظة الأصول غير السائلة نسبيا وتحويلها إلى سندات قابلة للتداول في السوق المالية. فأصل هذه التقنية التي تندرج في إطار التمويلات المهيكلة من الولايات المتحدة. فقد كانت بدايتها في السبعينيات مع نمو السوق الرهنية و عرفت نموا قويا في أوروبا منذ نهاية التسعينات. و امتدت بعد ذلك إلى عدة أنواع من الديون، بما فيها قروض الاستهلاك و القروض التجارية.

وقبل السبعينات، انحصرت مهام البنوك في نشاط الوساطة المالية. وكانت تمنح القروض إلى زبائنها و تحتفظ بالمحفظة الجارية مع أصولها المالية إلى غاية حلول استحقاقاتها أو تسديدها، بتمويلها من خلال الودائع و/أو الدين القائم مابين الأبنك. وبعد الحرب العالمية الثانية ومع الارتفاع الصاروخي لطلب الائتمان، كانت الأبنك مجبرة للبحث عن مصادر جديدة للتمويل، وهذا ما يوضح اللجوء إلى عملية التسديد.

بدأت أول عملية للتسديد تحت وصاية ثلاث وكالات متخصصة تتوفر على ضمانات الدولة<sup>1</sup>. و يتعلق الأمر بالجمعية الفيدرالية للرهن العقاري الوطني المعروفة باسم مؤسسة "قاني ماي" و مؤسسة رهن المنازل العقارية الفيدرالية المعروفة بـ "فريدي ماك" وجمعية التمويل العقاري الوطنية و الحكومة المعروفة باسم "جيني ماي"<sup>2</sup>. توفر هذه الوكالات السلامة بالسوق الثانوية للقروض الرهنية إضافة إلى إعادة تمويل و ضمان الرهن العقاري البنكي.

تعلقت في البداية أول عملية للتسديد بالقروض الرهنية<sup>3</sup>، لكن سريعا ما أصبحت تطبق على الأنواع الأخرى من الأصول : قروض الاستهلاك، القروض لاقتناء السيارات و قروض مخصصة للطلبة و جاري بطاقة الائتمان. فالابتكار المستمر في مجال التسديد أدى إلى تعقيد متزايد للتقنيات و الأدوات المستعملة.

و مع تطور الأسواق المالية، أخذ تعريف التسديد جانبا أكثر تقنية و نوعية. و حديثا، أصبح هذا المصطلح يرتبط أكثر فأكثر بالتمويلات المهيكلة، و يعني جميع الأنشطة و المنتجات الموضوععة لتوفير أساليب جديدة للتمويل مناسبة أكثر لاحتياجات المستثمرين مع الحد من المخاطر.

و يمكن بالتالي تعريف التسديد كتركيبية مالية تسمح بخلق أدوات مالية تؤدي إلى حلول للتمويل مصممة خصيصا للمستثمرين. فهي في الواقع، معاملة تتيح للمقاول أو للمؤسسة المالية إمكانية نقل المخاطر و/أو تمويلها بإخراج الأصول من حصيلتها و بيعها على شكل قيم منقولة.

<sup>1</sup> الوكالات التي ترعاها الحكومة = وكالات اتحادية

<sup>2</sup> بعد مرور عام على الأزمة، وجدت هذه الوكالات الاتحادية الثلاث أنفسها في وسط أزمة ثقة واسعة النطاق الأمر الذي أدى إلى إسقاط وزارة الخزانة الأمريكية لخطة إنقاذ ب25 مليار دولار.

<sup>3</sup> سندات مالية مدعومة بأصل محل العقد

### 1.2 المتدخلون في عملية التسديد

تساهم في عملية التسديد مجموعة من الجهات الفاعلة تسند إليها أدوار محددة بنصوص تنظيمية :

- **المبادر** : أو المفوت، المؤسسة التي ترغب في التنازل عن مجموعة من الديون كلياً أو جزئياً في إطار عملية للتسديد. تضع عموماً، سلطات الرقابة قائمة للمؤسسات التي يرخص لها بالقيام بعملية التسديد.
- **المنظم** : عادة ما يكون بنك الأعمال / الاستثمار، أو اختصاصي في التسديد و الذي يقوم بدعوة المفوتين المحتملين و يتكلف في أغلب الأحيان بعملية التوظيف لدى نقابة التوظيف أو التوظيف الخاص للسندات المصدرة.
- **الصندوق المشترك للتسديد** : أو (SPV) في الساحات أنجلوسكسونية. فهي ملكية مشتركة لا تتوفر عموماً على الشخصية الاعتبارية<sup>4</sup> و ينحصر الهدف منها في تملك الديون من مبادر أو مجموعة من المبادرين. يتم تمويل هذا الاقتناء عن طريق إصدار سندات الصندوق المشترك للتسديد لدى العموم.
- **مؤسسة التدبير** : كل شخص اعتباري مكلف بتدبير الصندوق المشترك لتسديد الديون. يسند لشركة التدبير دور الوكيل و المتصرف. فهي تقوم بتدبير الصندوق و تمثل مصالح المستثمرين.
- **مؤسسة الإيداع** : تكون عموماً إلى جانب مؤسسة التدبير، فمؤسسة الإيداع مؤسس مساعد لصندوق تسديد الديون. تتكلف هذه المؤسسة بحفظ أصول صندوق التسديد<sup>5</sup> و قسيمة التقويت و كل مستند يضمن صلاحية الأصول.
- **وكالة التصنيف** : تكمن مهمتها الرئيسية في تقييم المخاطر المرتبطة بتركيبة الصندوق المشترك لتسديد الديون و السندات المفوتة / المصدرة. يجرى التقييم أثناء إصدار الحصص من قبل الصندوق المشترك لتسديد الديون. و على العموم، خارج عملية التسديد، يعكس التصنيف قدرة الهيئة على الوفاء بتعهداتها من حيث مدفوعاتها. فبالنسبة للتسديد، يتعلق الأمر بالتصنيف بالنسبة للصندوق و ليس المفوت. يعود تصنيف الصندوق إلى تحديد مستوى المخاطر النهائية التي تتعرض لها الحصص المصدرة من قبل هذا الصندوق و إلى تقدير ما إذا كانت الأساليب المستعملة لرفع الائتمان كافية لاحترام التزاماته من حيث مدفوعاته وفق جدولته الزمني التعاقدية و لتخفيض المخاطر النهائية. و يتعلق الأمر إذن نظراً لمخاطر التخلف عن الدفع بتحديد مبلغ الضمانات المطابقة لها<sup>6</sup>.
- **المستثمر** : قد تكون مؤسسات مالية، صناديق الاستثمار، شركات التأمين، مفاوضات عمومية، خواص... الخ.
- **هيئة السوق** : يختلف دورها من بلد إلى آخر لكن وجودها يتمثل في مزاولة الرقابة و ترخيص هذا النوع من المعاملات.

<sup>4</sup> يمكن أن تختلف حسب القواعد. في فرنسا مثلاً، للصندوق المشترك للتسديد الخيار في تملك الشخصية الاعتبارية أو لا  
<sup>5</sup> قد تعين المؤسسة المكلفة بتحصيل الديون من طرف المبادر وتكون مسؤولة عن الحفاظ على الديون. و مع ذلك تحفظ مؤسسة الإيداع قسيمة التقويت  
<sup>6</sup> التسديد : مبادئ عامة، ايروان كيرودي.

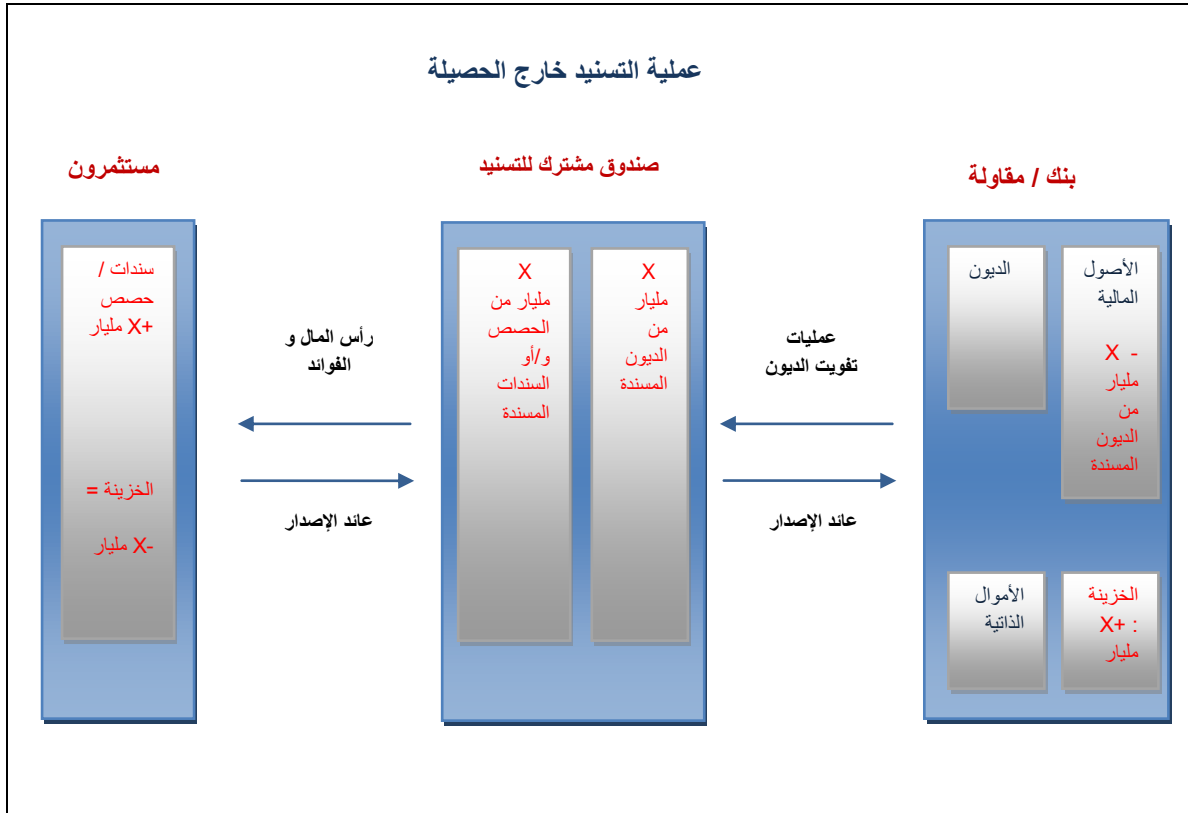
## 2.2 آلية التسديد

عملياً، يوجه المبادر إلى هيئة التسديد كتلة متجانسة نسبياً من الديون. هذه الهيئة تدعى بصندوق مشترك للتسديد<sup>7</sup>، فهي هيئة قانونية متخصصة يتم تدبيرها من قبل مؤسسة التدبير. فهذا الصندوق مماثل لصندوق الاستثمار الذي يقوم بتمويل شراء الأصول المفوتة بإصدار السندات. و مع ذلك، تدعم السندات المصدرة من قبل هذه الهيئة للتسديد بالأصول المفوتة، و تدعى عموماً بـ "السندات المالية المدعومة بالأصول ABS". يتم فيما بعد توظيف هذه الأصول لدى مستثمرين سددف لهم مكافأتهم مباشرة من خلال مداخيل الديون التي اشتراها الصندوق المشترك لتسديد الديون.

فكأى أداة للتمويل المهيكّل، تم إعداد عملية التسديد بطريقة تجعل المخاطر التي تتعرض لها الأصول محل العقد تتغير أو يمكن إعادة توزيعها. و من المهم أن نلاحظ أن المخاطر لن تختفي، لكن يتم توزيعها على عدة فئات من المستثمرين، وفق هيكلية محددة. قد تكون عدة أنواع من المخاطر مرتبطة بالأصول محل العقد، و على سبيل المثال : مخاطر الائتمان، مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر السيولة، مخاطر التخلف عن الدفع... الخ. فعلمية التسديد معنية عموماً بالتنفيذ/اللجوء إلى الأصول المالية في مجال الأنشطة المالية، بحيث تكون المخاطر على العموم مرتبطة مباشرة بتسديدها و ليس بالأداء الذي ينجزه المفوت. يجوز أن تكون الأصول المفوتة من قبل المبادر أصولاً موجودة حالياً أو مستقبلية. و بخصوص هذه الفئة الأخيرة من الأصول، يمكننا أن نجد ديوناً تتعلق بصداقات النفط و إتاوات الغاز، أو تتعلق بتذاكر الخطوط الجوية و الديون المتعلقة بالإيرادات الضريبية.

يمكننا أن نميز بين نوعين من عمليات التسديد : عملية التسديد التقليدية و عملية التسديد التركيبية.

<sup>7</sup> يسمى الصندوق المشترك لتسديد الديون في المغرب بصندوق التوظيف الجماعي للتسديد : صندوق التوظيف الجماعي للتسديد يعرف عموماً في العالم الأنجلوسكسون بـ SVT



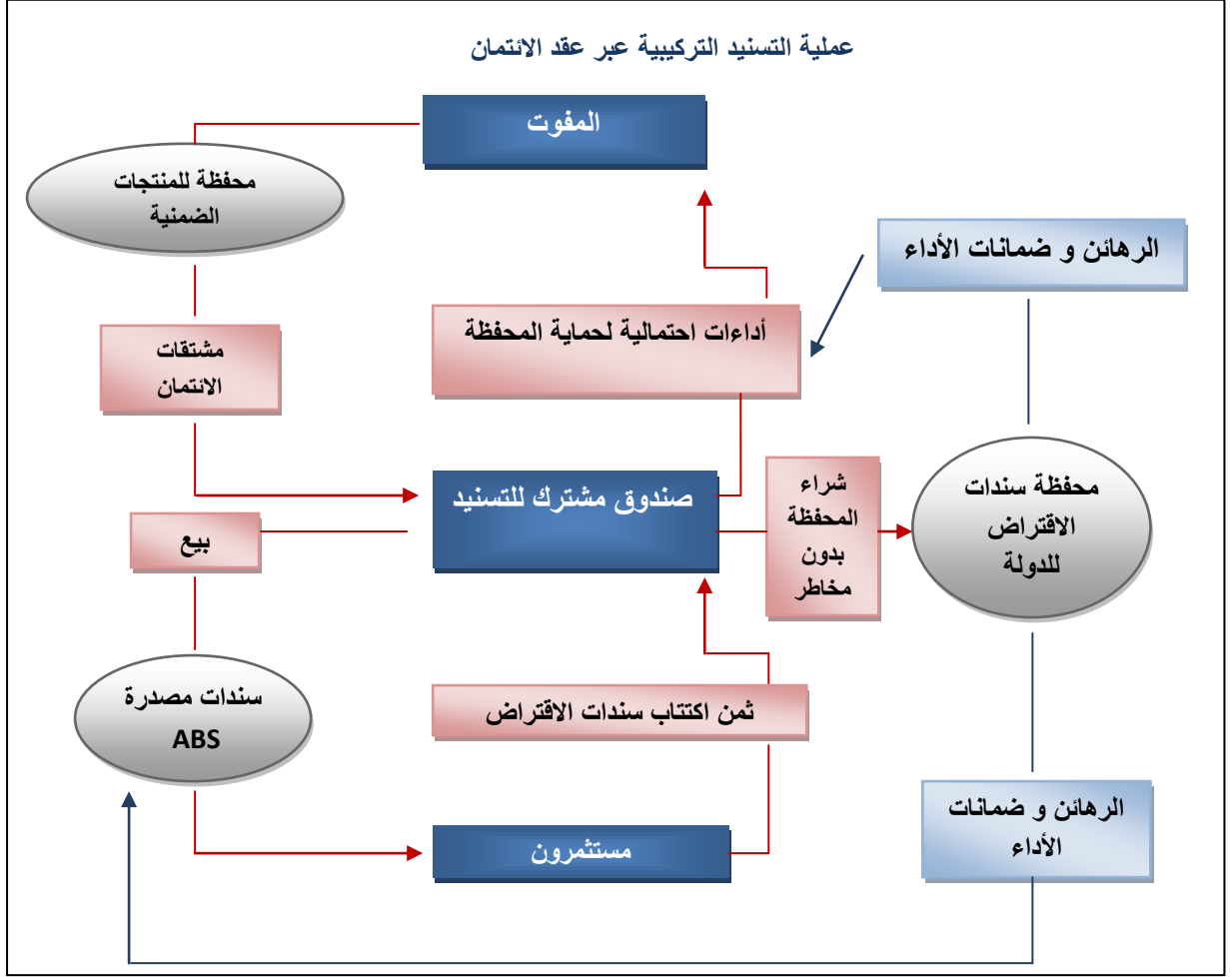
**خارج الحصيلة :** هي شائعة أكثر بالنسبة للعمليات، و تستخدم بالطريقة التالية :

1. المبادرة الذي يرغب في جمع الأموال يجمع حصة أو مجموعة من الأصول متجانسة نسبيا و يقوم بتفويتها للصندوق المشترك لتسديد الديون إضافة إلى جميع الحقوق المرتبطة بها.
2. يصنف الصندوق المشترك للتسديد هذه الأصول المفوتة في شرائح معينة وفق المخاطر التي تتعرض لها و يصدر سندات الاقتراض و/أو حصص و يقوم بتوظيفها لدى المستثمرين الذين سيتم صرف لهم مكافأة (الفوائد و رأس المال) من خلال التدفقات المالية للديون المفوتة.
3. بناء على نتائج إصدار السندات، يسدد الصندوق المشترك لتسديد الديون مبلغ محفظة الديون المتملكة.

للمستثمر حصانة ضد المخاطر المرتبطة بالمبادر، لأنه من الناحية القانونية لا توجد أي علاقة بينهم. ففرق الفائدة الموجود بين فائدة أصحاب الحق في الديون الرهنية و هؤلاء الذين سيؤدى لهم على إثر إصدارات السندات سيستخدم لتزويد تدريجيا أموال الاحتياط.

فالفائدة بالنسبة للمبادر هي تخفيف حصيلته مع الحصول على قدرة جديدة للتمويل و تحسين استغلالها مع نقل المخاطر ذات الصلة بالديون المفوتة.

## 2.2.2 عملية التسديد التركيبية



تدعى هذه العملية كذلك "بداخل الحصيلة" لأنه لم يتم إزالة الأصول بحصيلة المؤسسة المبادرة. و يتعلق الأمر بنقل المخاطر المرتبطة بالأصول محل العقد للمستثمرين دون اللجوء إلى التفويت المادي للأصل. فهذه التقنية تستخدم مشتقات الائتمان باعتبارها أدوات للحماية (التغطية). فالمبادر تكون له تغطية ضد مخاطر التخلف عن الدفع مرتبطة بالأصول المالية الموجودة في محفظته من خلال شراء الحماية التي يتم بيعها من قبل هيئة التسديد. توجد عدة أشكال بتعقيدات مختلفة بالنسبة لهذا النوع من التركيبات. ويبين الرسم البياني التالي مثال مبسط لعملية التسديد التركيبية :

- يشتري المبادر الحماية من الصندوق المشترك لتسديد الديون بدفع مكافأة؛
- يصدر الصندوق المشترك لتسديد الديون سندات (غالبا سندات الاقتراض) بقيمة محفظة الأصل محل العقد (محفظة ذات تغطية)؛
- عائدات إصدار السندات تستعمل لتملك سندات خالية من المخاطر نذكر على سبيل المثال، سندات الاقتراض المصدرة من قبل الدولة التي سيتم توظيفها باسم الصندوق المشترك لتسديد الديون طوال مدة العملية، و تكون مرهونة بالحيازة لفائدة مشتري الحماية و سندات الاقتراض؛

- إذا لم يقع أي حدث ائتماني خلال فترة العملية، سيتم بيع سندات الاقتراض المصدرة من قبل الدولة و سيتم نقل تدفقات هذه العملية للبيع إلى المستثمرين (مشتري سندات الصندوق المشترك لتسديد الديون) ؛
- ومع ذلك، في حالة حدوث خسارة في قيمة المحفظة المحمية، سيتم بيع جزء من السندات لدفع المبلغ المستحق لمشتري الحماية (المبادر)؛
- يتعرض بالتالي المستثمرون الذين يرتبط مبلغ تسديدهم بمبلغ تسديد مشتري الحماية إلى مخاطر عدم الدفع الذي يصبح ملموسا جدا في الحالة التي تكون فيها خسائر قيمة محفظة الأصل محل العقد مرتفعة.

و على عكس عملية التسديد التقليدية، ليس الهدف من هذا النوع من المونتاغ جمع الأموال، فهو لا يسمح بتمويل المبادر. فالمقاولات أو مؤسسات الائتمان التي تختار عملية التسديد التركيبية لديها هدف رئيسي يكمن في تدبير المخاطر: و بالتالي، التحصين ضد مخاطر الائتمان /طرف مقابل. فهذه العملية تقدم بدورها العديد من المزايا خاصة بالنسبة للمؤسسات أو المقاولات التي لا تحتاج التمويل أو تشمل محفظة الأصل محل العقد التي تمتلكها شروط تعاقدية لا تسمح بتفويت حقيقي. كما أن هذه العملية أقل تكلفة، يمكن هيكلتها ببساطة و يمكن انجازها بمبالغ أعلى. بالنسبة للمستثمر، تكمن الفائدة في تملك بطريقة تركيبية، جزء من المخاطر المرتبطة بالديون تسمح بدفع مكافأة تفوق العائدات التقليدية و بهيكل أكثر تشاركية للمخاطر.

## 3.2 الخصائص الرئيسية لعملية التسديد

### 1.3.2 الأصل محل العقد

تمثل الأصول محل العقد المادة الخام للمونتاغ. فالتدفقات المالية التي يمكن أن تنتج عنها الأصل محل العقد إضافة إلى خصائصه للائتمان تحدد أداء السندات التي سيتم إصدارها في ما بعد و هيكله الصندوق المشترك لتسديد الديون. حاليا في الساحات المالية الكبرى، كل أصل يمكن "تسديده" شريطة أن ينتج عنه تدفق دوري للخزينة، متوقع و يمكن تقدير كميا المخاطر التي يتعرض لها. و من المهم أيضا أن يتوفر الأصل على معطيات تاريخية تسمح بحساب أدائه.

عمليا، نجد الأصول محل العقد الأكثر شيوعا في القروض العقارية و قروض الاستهلاك و القروض المخصصة للمقاولات، و المبالغ الجارية لبطاقة الائتمان و معدات التجهيز (تمويل القطارات، الطائرات...الخ).

### 2.3.2 السندات المصدرة

تعتمد السندات المصدرة من قبل الصندوق المشترك لتسديد الديون على العموم على الأصول محل العقد. يمكننا أن نرتبها وفق أربع فئات رئيسية (أنظر الرسم البياني أدناه) :

- ABS سندات مالية مدعومة بالأصول : خارج القروض الرهنية. (قروض الاستهلاك، جاري بطاقة الائتمان...الخ)؛

● MBS سندات مالية مدعومة بأصل محل العقد على شكل قرض رهني : ونميز بين RMBS عندما يكون الأصل محل عقد رهني لعقار سكني و CMBS عندما يتعلق الأمر بأصل محل عقد تجاري لمقولة (محل تجاري، مكاتب...الخ)؛

● CDO يراد بها سندات الاقتراض مدعومة بالديون : فهو نوع من ABS يكون فيها الأصل محل العقد على شكل محفظة غير متجانسة من الأدوات المالية (سندات : عملية التسديد من الدرجة الثانية). فالاختلافات الرئيسية بين ABS و CDO هي عدم تجانس محفظة الأصل محل العقد هذا النوع الأخير، حجم الأصل محل العقد كثيرا ما يكون جسيما، إضافة إلى نوع الأصل محل العقد: أداة مالية (السند). نميز بالتالي بين :

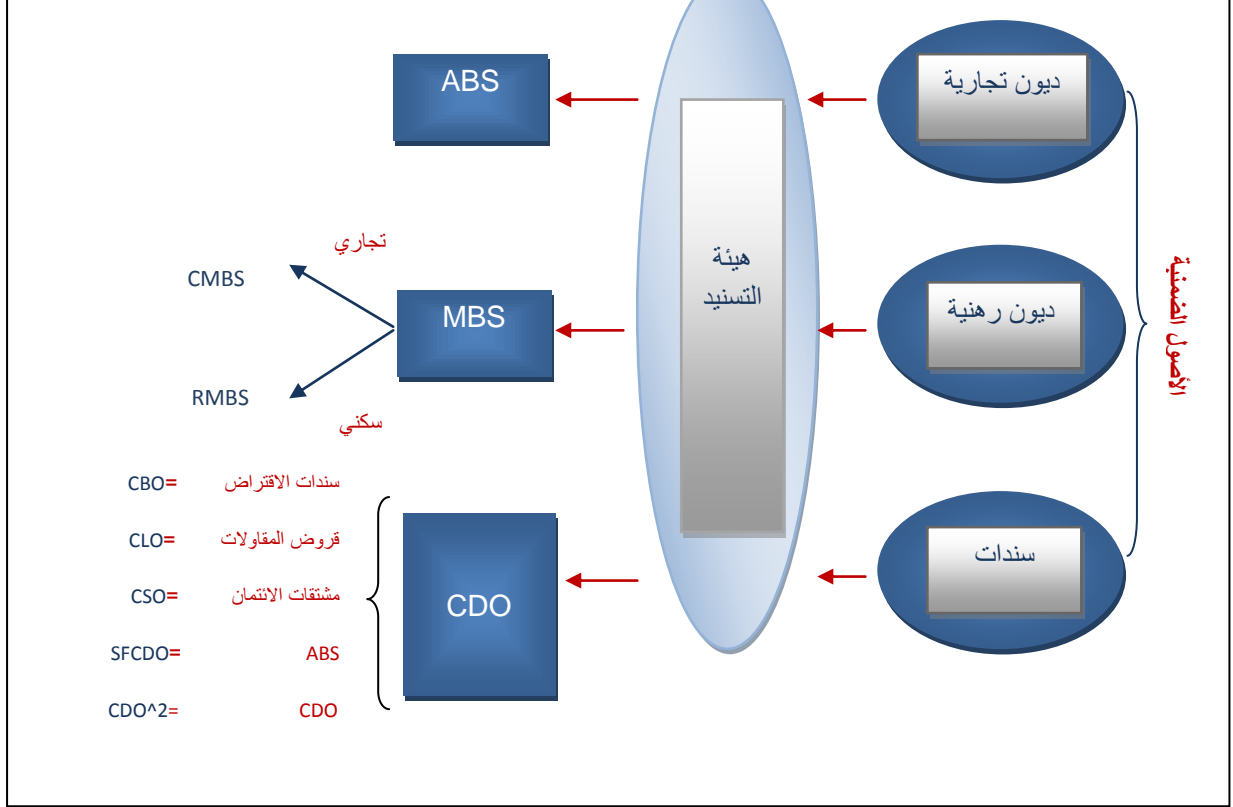
➤ CBO : عندما يكون الأصل محل العقد مركب من سندات الاقتراض،

➤ CLO : عندما يكون الأصل محل العقد مركب من قروض برفع مالي مخصصة للمقاولات،

➤ CSO : عندما يكون الأصل محل العقد مركب من مشتقات الائتمان،

➤ SFCD0 : عندما يكون الأصل محل العقد مركب من منتجات مهيكلة من نوع ABS.

### مختلف أنواع السندات المصدرة حسب نوع الأصول محل العقد



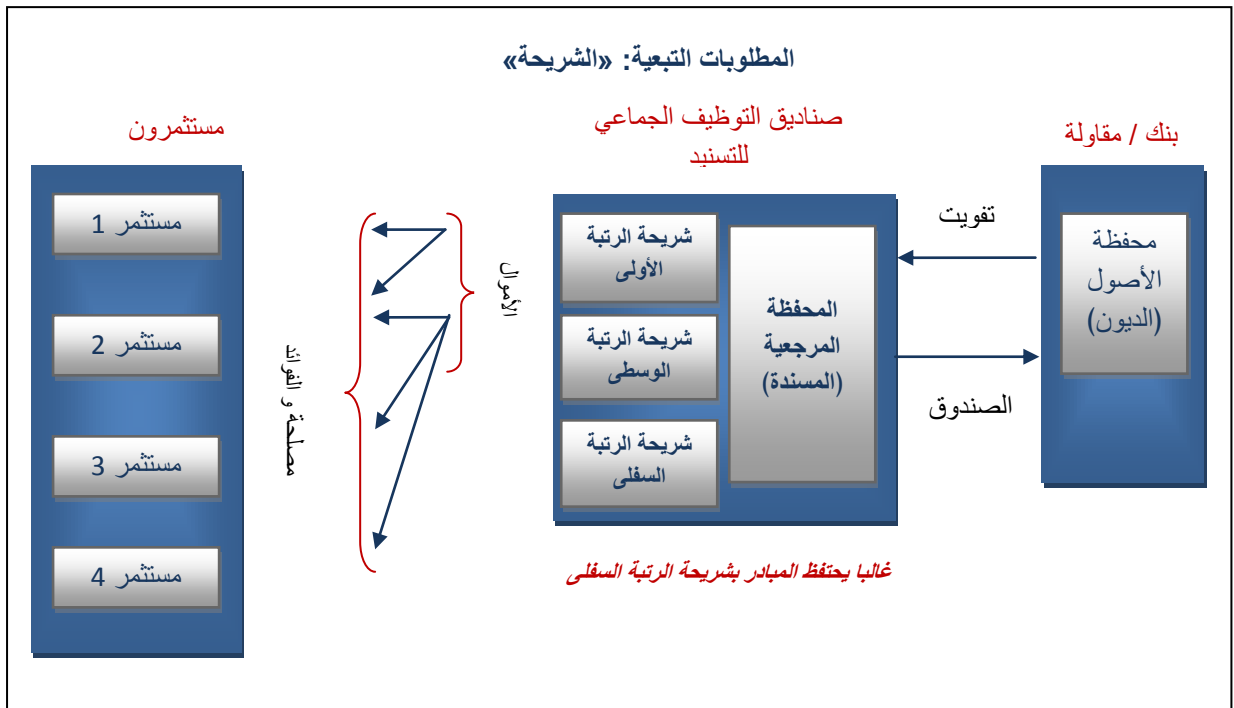
### 3.3.2 رفع مبلغ الائتمان :

تعتبر هذه التقنية ضرورية أثناء مونتاج نوعي لعملية التسديد. و قد تم تطويرها أصلا في إطار عمليات إعادة هيكلة الديون السيادية. تتمثل هذه التقنية في تأمين أو حماية السندات المصدرة من قبل الصندوق المشترك لتسديد الديون لاحتمال أداء ضعيف للأصل محل العقد و يرمى، بالتالي، إلى تغطية ضد مخاطر الائتمان. هناك عدة طرق لرفع مبلغ الائتمان تسمح بتخفيض المخاطر التي يتعرض لها الأصل محل العقد.

- ودائع الضمان : يقوم المبادر بإيداع ضمانات لدى الصندوق المشترك لتسديد الديون
- الهامش للائتمان المفرط : متوسط أسعار الفائدة للأصل محل العقد يفوق أسعار الفائدة للسندات المصدرة من قبل الصندوق المشترك لتسديد الديون.
- التأمين أحادي الخط : يتم تقديم هذه الضمانات من قبل شركة التأمين أحادي الخط (تأمين منتج واحد). ثم تطوير هذا النشاط بالولايات المتحدة. تقوم شركة التأمين بتحليل مالي للأصل محل العقد و حسب المخاطر التي يتعرض لها هذا الأخير، تحدد الشركة مستوى الضمانة المالية التي يتعين منحها.

- **التزويد المفرط :** في الواقع يتعلق الأمر بتضخيم حجم الصناديق المشتركة للديون الرهنية للحصول على تصنيف أفضل للسندات المصدرة. يجب أن يكون التقييم الشامل للسندات المصدرة من قبل الصندوق المشترك لتسنيده الديون أقل من القيمة الأصلية للأصل محل العقد. ينبغي حصر هذا الفرق في مستوى كاف (غالبا 5% - 15%) لضمان المستوى المتفق عليه لرفع مبلغ الائتمان. ينبغي تعيين حد أدنى أثناء مونتاج العملية و في حالة بلوغه، يجب على مقدم رفع مبلغ الائتمان (المؤسسة المسيرة) أن يقدم ضمانات جديدة
- **مشتقات الائتمان :** يمكن كذلك تغطية المخاطر المرتبطة بالأصل محل العقد وذلك باللجوء إلى المنتجات الاشتقاقية، بما فيها مشتقات الائتمان (CDS)
- **التبعية :** تعتبر بمثابة أهم تقنيات رفع مبلغ الائتمان و المستخدمة بشكل متكرر. و يتعلق الأمر بالتمييز بين السندات المصدرة من قبل الصندوق المشترك لتسنيده الديون و توزيعها على شرائح متتالية وفق سلم تراتبي حسب درجات المخاطر التي تتعرض لها، أو بتعبير أدق جودة الائتمان الخاصة بها. سيتم استخدام التدفقات النقدية لتسديد الشرائح المرتبة في الأعلى، وسيتم ضمانة مخاطر التخلف عن الدفع في أول الأمر من الشرائح التبعية وفق تقنية الدفع المسلسل من الأعلى (أو waterfall) ، يمكن أن نميز بين ثلاث أنواع رئيسية للشرائح :
  - **شريحة أعلى رتبة :** مضمونة أكثر على العموم، بتسديد شبه مؤكد. في حالة وجود حدث ائتماني، يتم تسديد هذه الفئة أولا.
  - **شريحة الرتبة الوسطى :** مضمونة بشكل أقل من الأولى، ويتم تسديدها في المرتبة الثانية.
  - **شريحة الرتبة السفلى :** (شريحة الأسهم أو الخسائر الأولى) يشترط في تسديدها تسديدات الشريحتين الأخرى، و يمكن اعتبارها بمثابة الشريحة المعرضة أكثر للمخاطر.

يمكننا أن نجد شرائح ضمن كل واحدة من هذه الفئات. و طبيعيا، كل ما كانت الشريحة في رتبة عالية كلما كان تسديدها مؤكدا. وعمليا، غالبا ما يحتفظ المبادر بالشريحة المعرضة أكثر للمخاطر في الشريحة السفلى تدعى "الأسهم" و لا يوظفها بشكل عام لدى المستثمرين.



## 4.2 مزايا عملية التسنيـد

ينبغي أن لا يفاجأ النمو الذي حققه سوق التسنيـد، بسبب المزايا العديدة التي تقدم هذه العملية. فهي تقدم العديد من المزايا بالنسبة للمبادر و للمستثمرين من حيث التمويل ؛ تدبير الحصيلة و التتويج.

### 1.4.2 بالنسبة للمبادر

تقدم عملية التسنيـد للمبادر مصدرا إضافيا للتمويل و قد تستخدم في الغالب عوض التمويلات التقليدية خاصة عندما لا تكون هذه الأخيرة غير قابلة لتحقيقها لأسباب متعددة، و على سبيل المثال : أ) – ينسوب استئانة المبادر مرتفعا جدا أو قدرته على التمويل ضعيفة، ب) – سعر سهم المبادر منخفض، ج) – لا يكون الطالب عنها في أسواق الرساميل و هي غير قادرة على تلقي دعوة الجمهور لادخار التي يقوم بها المبادر ح) – يكون المبادر غير مسموح له بجمع الأموال...الخ.

يمكن الفصل بين الدوافع التي يمكن أن تدفع المؤسسات المالية أو المقاولات إلى اللجوء إلى عملية التسنيـد إلى ثلاث فئات رئيسية : تدبير الحصيلة، إعادة التمويل/المردودية ونقل المخاطر.

#### • تدبير الحصيلة :

تمثل عملية التسنيـد أداة قوية لتدبير الحصيلة، بما في ذلك تدبير الأصول. فهي بالتالي تسمح بتخفيف الحصيلة إذا تبين أنها مضخمة و تسهل احترام القواعد الاحترازية المفروضة من قبل هيئات تنظيم الأسواق البنكية. يسمح نقل الديون للمفوت إمكانية عدم حيازة الأموال الذاتية المعنية وفق متطلبات البنوك المركزية أو متطلبات بازل II، و على وجه الخصوص ينسوب كوك أو بالتحديد ينسوب Mc Donough<sup>8</sup>.

و هذا يسمح للمبادرين بتوسيع أنشطتهم باستبدال الأصول المفوتة بالسيولة يكون مبلغ ترجيحا صفر وفق المعايير الاحترازية، و بتحسين يناسبهم للملاءة و السيولة.

#### • التمويل :

تقليديا، يكون التمويل على الأسواق القائمة بين الأبنك أو بدعوة الجمهور إلى الادخار (أسواق سندات الاقتراض). لكن تظل هذه الفرص المناسبة للتمويل محدودة خصوصا عندما تكون الأسواق قليلة السيولة ووجود عدد قليل من المتدخلين في الساحات المالية. فقد مكنت عملية التسنيـد من اللجوء على نطاق واسع من المستثمرين في سوق أكثر سيولة. فإذا كانت نوعية ائتمان الأصول المسندة أفضل من تلك التي يقدمها المبادر و بفضل كفيات رفع مبلغ الائتمان، يمكن للمفوت الحصول على تمويل أقل كلفة مقارنة مع التمويل التقليدي (قرض أو إصدار سندي).

<sup>8</sup> يضع ينسوب Mc Donough، أو ينسوب الملاءة البنكي، حدا على القروض غير المسددة المرجحة من قبل مؤسسة مالية بناء على أسهمها الخاصة. وبالتالي فإن مستوى مشاركة البنوك محدودة بسبب القوة المالية الخاصة بهم. فهو هو أرق من ينسوب كوك الذي ينجح لأنه يأخذ في الاعتبار مخاطر القروض أكثر أو أقل ارتفاعا لمختلف القروض الممنوحة.

فبيع محفظة الديون، يمكن للمبادر اللجوء إلى تمويل أسرع و بأقل كلفة نظرا لعدم وجود أي تأثير على الأموال الذاتية و أن السندات المصدرة من قبل هيئة التسديد ستكون بجودة أفضل بالنسبة للائتمان مقارنة مع الديون المفوتة.

#### • نقل المخاطر :

أحد أهم جوانب عملية التسديد هو نقل المخاطر. فالمخاطر المرتبطة بالديون المفوتة يتم توزيعها و تقسيمها على مجموعة واسعة من المستثمرين داخل المجال البنكي أو خارجه. فهذه المخاطر تنتقل إلى المستثمرين، الذين تصرف لهم بالطبع مكافآت حسب نوع المخاطر المكتتبين فيها. وقد تسمح كفيات رفع مبلغ الائتمان، و خاصة تبعية الشرائح المصدرة من مزج أفضل للمخاطر. ويتعلق الأمر بمخاطر الخسارة التي تتعرض لها الديون (مخاطر التخلف عن الدفع) ؛ مخاطر أسعار الفائدة و مخاطر السيولة. ومع ذلك، فمن المهم ملاحظة أن مجمل المخاطر لم يتم نقلها إلى المستثمرين ؛ فالرتبة السفلى للمخاطر (شريحة الأسهم) هي الشريحة المعرضة أكثر للمخاطر، و غالبا ما يحتفظ بها المبادر.

#### 2.4.2 بالنسبة للمستثمرين :

تسمح عملية التسديد للمستثمرين باللجوء إلى مجموعة واسعة من المنتجات الجديدة بنوعيات مختلفة للمخاطر، و باستحقاقات و كفيات التسديد متنوعة تقدم بالتالي إمكانيات متعددة للتنويع.

تتيح عملية التسديد للمستثمرين غير المصرفيين اللجوء إلى أسواق الائتمان بالسماح لهم بتجاوز إكراهات السوق السندية الخاصة و على وجه الخصوص، وجود حدود من حيث الحجم و التنويع، خاصة في أوروبا حيث يظل نشاط الوساطة البنكية مهيمنا<sup>9</sup>. و بعملية التسديد، للمستثمرين الحق في اختيار الاستثمار في محفظات بتركيبات مختلفة و إمكانية التعرض لمخاطر الائتمان التي كانت تنحصر من قبل في تسجيلها في الحصيلات.

إضافة إلى ذلك، يمكن أن تكون السندات مصدرة خصيصا و مهيكلة بطريقة تلبي مختلف احتياجات المستثمرين وتستفيد عموما من جودة أفضل للائتمان، و توفر سيولة إضافية للأسواق الثانوية. كما تسمح أيضا عملية التسديد للمستثمرين بالتجرد من المخاطر / فصل المخاطر المرتبطة بالمفوتين (مخاطر الإفلاس، السيولة...الخ).

#### 5.2 المخاطر المرتبطة بعملية التسديد

##### • الدفع المسبق

تعتبر مخاطر الدفع المسبق من بين المخاطر التي يتم تحديدها عند إقامة السندات المالية المدعومة بالأصول (ABS). يتعرض أي حائز على ديون لمخاطر الدفع المسبق. لكن في ما يتعلق بعملية التسديد، قد يكون لهذا الاحتمال تأثير مهم جدا على نوعيات تسديدات السندات. وقد تصبح هذه المخاطر ملموسة بشكل أكبر في سياق انخفاض أسعار الفائدة بسبب ارتفاع كلفة الفرصة المناسبة بالنسبة للمقترضين بسعر ثابت.

<sup>9</sup> المصدر : بنك فرنسا

## • مخاطر التقصير من قبل المدينين

تخضع الديون المفوتة إلى صندوق التسييد إلى مخاطر التقصير التي قد تكون مماثلة لمخاطر الائتمان لكنها مرتبطة أيضا بشروط متغيرة للسوق و بشأنها أن تكون كذلك كمخاطر نظامية في حالة صعوبات كبيرة في الأسواق.

## • مخاطر التقييم

يمكن أن تتراوح المنتجات المصدرة بعملية التسييد من سندات مالية مدعومة بالأصول ABS إلى سندات الاقتراض مدعومة بالديون (CDO) إلى سندات الاقتراض مدعومة بالديون مضاعفة (CDO<sup>2</sup>). و مع الابتكار الذي يعرفه عالم التمويلات المهيكلة، فبالإمكان خلق مجموعة واسعة النطاق للمنتجات و متغيرة باستمرار. و يترتب عن ذلك كون المنتجات المصدرة قد تكون متعقدة بشكل كبير لاستيعابها و فهمها فهذا الغموض يجعل تقييمها و تسعيرها مهمة معقدة جدا بالنسبة لوكالات التصنيف و بالنسبة للمستثمرين.

## 6.2 أنواع التدفقات المالية بهيئة التسييد

هناك ثلاثة أنواع من عمليات التسييد من حيث التدفقات المالية :

- **دين مضمون** : مماثل لقرض مدعوم بالأصول (مضمونة بالأصول). يجمع مالك الأصول المالية (المبادر) الأموال بإصدار سندات الاقتراض التي ستكون مضمونة من خلال محفظة الأصول الموجودة في حصيلته. تقدر هذه الأصول حسب قيمتها السوقية أو حسب التدفقات المستقبلية التي من شأنها أن نتج عنها تسديدها احتماليا. فسندات الاقتراض المؤمنة مماثلة جدا لسندات الاقتراض التقليدية مع فارق أساسي يكمن في اللجوء إلى مجموعة من الأصول محل العقد تغطي أداة الدين اذا أصبح المبادر غير قادر على التسديد.
- **عملية التسييد Pass-through** : و هي أبسط وسيلة لهيكله عملية التسييد. يمتلك المستثمرون مساهمة مباشرة في محفظة السندات الرهنية و بالتالي يتم دفع لهم مكافأتهم بشكل منتظم و مباشرة من خلال التدفقات التي تترتب عن المحفظة. يلعب المبادر فقط دور الوسيط.
- **عملية التسييد Pay-through** : في هذه الحالة، لن يمتلك المستثمر مساهمة بل أداة للدين. و كما هو الشأن بالنسبة لعملية التسييد Pass-through، تؤدي للمستثمرين مكافأتهم من التدفقات الناتجة عن الأصول محل العقد، لكنهم ليست بملكيتهم و ليست لهم المساهمة المباشرة في المحفظة الرهنية، فهم فقط استمروا في أداة الدين مدعومة بمجموعة من الأصول. فالتدفقات آتية من الأصول محل العقد إلى صندوق التسييد الذي يقوم بهيكلتها و توزيعها على المكتتبين.

## 7.2 تقييم الأصول و تصنيفها

### 1.7.2 وكالات التصنيف

تتكلف وكالة التصنيف أساسا بإصدار إشعار حول جودة الائتمان بالنسبة لمصدر الدين أو لأداة مالية. يكون هذا الإشعار على شكل نقطة أو « ترتيب » يشير للمستثمرين على قدرة المصدر على الوفاء بالتزاماته و على مستوى المخاطر المرتبطة بالأداة المالية التي اكتبوا فيها.

فهذه النقط ترتب المصدرين و المنتجة حسب نوع المخاطر التي يتعرضون إليها في فئتين رئيسيتين : درجة صالحة (مخاطر منخفضة) و درجة المضاربة (مخاطر مرتفعة).

فيتش ريتينغ (Fitch Rating)	استاندارد و پورز (Standard & Poors)	موديز (Moody's)		درجة صالحة للاستثمار
AAA	AAA	Aaa	المكافأة : سلامة قصوى	
AA+	AA+	Aa1	الاستثمار / درجة عالية : جودة عالية	
AA	AA	Aa2		
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1	درجة متوسطة : جودة متوسطة	
A	A	A2		
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baa1	درجة سفلى : جودة أقل	
BBB	BBB	Baa2		
BBB-	BBB-	Baa3		
B+	BB+	Ba1	لا الاستثمار / درجة المضاربة	
BB	BB	Ba2		
B-	BB-	Ba3		
B+	B+	B1		درجة لا للاستثمار
B	B	B2		
B-	B-	B3		
CCC	CCC+	Caa		
	CCC	Ca		
	CCC-	C		

عند ظهورها خلال سنوات العشرينيات، كانت لوكالات التصنيف نشاطا يشبه بشكل كبير نشاط المحللين و المستشارين الماليين في مجال الاستثمار. ومع ذلك، أصبح دورها بعد أزمة 1929، يركز أكثر على تحليل احتمال التخلف عن الدفع من قبل المصدرين بناء على تحليل محاسبي و اقتصادي للأنشطة التي يزاولونها.

لم تكن أبدا النقطة الممنوحة لأحد المصدرين من قبل وكالة للتصنيف أداة لتوقع التخلف عن الدفع ولكن احتمال حدوثه. فهذا التصنيف يتطور مع مرور الوقت وفق الظروف المالية و الاقتصادية و الماكرواقتصادية التي يواجهها المصدرون. فانخفاض في درجة التصنيف هو في الغالب تأكيد لمعلومات معروفة في السوق و لا ينبغي أن تفاجئ المستثمرين. لكن في حالة اضطرابات الأسواق المالية، قد تفاجئ وكالات التصنيف المستثمرين من خلال مراجعة نحو الانخفاض تصنيفها لبعض المنتجات أو المصدرين و هذا من شأنه أن يحدث ارتفاع هوامش الائتمان (spread) للمصدرين، و بالتالي يمكن أن يؤدي إلى التخلف عن الدفع.

تمثل النقطة الممنوحة لأحد المصدرين توقيع عن توافق بين المحللين حول احتمال التخلف عن الدفع. وقد يتطور هذا التصنيف مع مرور الوقت وفق الظروف المالية للمصدر.

## **2.7.2 تصنيف المنتجات المهيكلة**

كان نشاط وكالات التصنيف في الأصل يتركز على منتجات الديون التقليدية (سندات الاقتراض)، لكن هذا الاتجاه تغير مع الارتفاع القوي إصدارات السندات الناتجة عن عمليات التسديد : ABS و CDO.

تصنف السندات الناجمة عن عملية التسديد ضمن شرائح لها خصائص مختلفة وفق نوعيات المخاطر التي تتعرض لها. فالمستثمرون يكتفون في حصص أو يشترون سندات ضمن هذه الشرائح وهي بالتالي تتعرض لجزء من المخاطر الناتجة عن التخلف عن الدفع في محفظة الأصول محل العقد، ولتعويضهم يحصلون على قسائم مقابل الاكتتاب. تسمى الشريحة السفلى والتبعية أكثر «أسهم Equity» بالنظر إلى هيكل رأس مال المقابلة. وقد تتعرض هذه الشريحة للخسائر الأولى التي تعرفها محفظة الأصول محل العقد.

كلما كانت الشريحة التي يكتتب فيها المستثمر في مرتبة سفلى كلما كانت القسيمة مرتفعة للتعويض عن مبلغ المخاطر. تتدخل وكالة التصنيف لكي يستطيع المستثمر مقارنة القسيمة التي يستلمها مع سندات الاقتراض التقليدية ذات خصائص مماثلة وذلك بمنح نقاط للائتمان بالنسبة لكل شريحة في هيكل التسديد.

فالمنتجات المهيكلة المتطورة جدا تجعل انجاز التصنيف المالي مهمة صعبة أكثر فأكثر. و يرجع ذلك لتوزيع المخاطر وتأثير الرفع المالي الناتجين عن هيكل الشرائح، فتتقيد المنتج المهيكل لا يمكن في أي حال من الأحوال أن يكون فقط متوسط نقط سندات محفظة الأصول محل العقد.

فالنماذج المستخدمة من قبل وكالات التصنيف تأخذ بعين الاعتبار جميع خصائص المنتجات و عدة مراحل التحليل. فاحتمال حدوث التخلف عن الدفع بالنسبة لكل سند بمحفظة الأصل محل العقد يؤخذ بعين الاعتبار إضافة إلى ارتباطه بالسندات الأخرى المكونة للمحفظة. هناك تمثيل عدد كبير من سيناريوهات التخلف عن الدفع من أجل تقييم احتمال تعرض كل شريحة للمخاطر و متوسط الخسائر المسجلة للشريحة. يتم احتساب احتمال حدوث الخسائر أو معدلها و يتم مقارنتها بعد ذلك مع سندات الاقتراض بنفس مدة الاستحقاق.

فالنقطة الممنوحة هي نقطة سندات الاقتراض التي لها أعلى احتمال حدوث التخلف عن الدفع أو تعادل تصنيف الشريحة. عادة ما يكون للشريحة العليا في أعلى هيكل الترتيب تصنيف AAA، و ذلك لأنها لن

تتأثر بالخسارات التي تعرفها محفظة الأصول محل العقد إلا بعد مسح جميع الشرائح التابعة لها وهذا غير محتمل.

ومع ذلك لا يأخذ التصنيف بعين الاعتبار جميع أنواع المخاطر التي من شأنها أن تظهر. في الواقع، فهي لا تعكس سوى معدل أو احتمال حدوث خسارة في أداة مالية بسبب التخلف عن الدفع بالنسبة لمحفظة الأصول محل العقد، إلا أن المنتجات المهيكلة تتعرض لأنواع أخرى من المخاطر كمثل مخاطر السيولة و مخاطر الدفع المسبق و مخاطر التقلبات.

#### 1.3 التطور التنظيمي

##### • الولايات المتحدة

تنظم عملية التسييد الأمريكية من خلال قوانين و أنظمة تضمن بها حسن سير هذه المعاملات و ترمي إلى حماية المستثمرين. يجب على الصناديق المشتركة للتسييد (SPV) أن لا تزاوّل أي نشاط خارج نطاق عملية التسييد و يجب عليها أن تكون مطابقة لعدة معايير. يجب أن تقوم هذه الصناديق بالتسيير الذاتي، و أن تزاوّل نشاطها فقط في إطار نظام التسيير الذي تضعه. يتم عزل الأصول الرهنية بطريقة قانونية و لم تعد لا في ملك المفوت و لا دائنيه.

##### • فرنسا

ظهرت عملية التسييد بفرنسا بعد إصدار قانون 23 ديسمبر 1988 المتعلق بإحداث الصناديق المشتركة للديون الرهنية. فهذا القانون يعطي للبنوك إمكانية تفويت ديونهم إلى صندوق مشترك لتسييد الديون، يكمن الهدف منه في توظيف الحصص التي تتم إنشاؤها في السوق. فهذه المقترضات كانت مصاحبة بقانون الهيئة المكلفة بالعمليات المصفقية (COB)، التي تحدد كيفية اعتماد و سير الصناديق المشتركة لتسييد الديون و كذلك كيفية إنشاءها. كما أدخلت بشكل منتظم عدة إصلاحات لتسهيل النظام القانوني لعملية التسييد.

غير قانون سلامة العمليات المالية الصادر في فاتح غشت 2003 النظام المطبق على الهيئات المتخصصة في عمليات التسييد و قد كان يرمي بالأساس، إلى السماح للصندوق المشترك لتسييد الديون بإصدار سندات الديون و هيكله عمليات التسييد التركيبية و توفير الأمان لآليات تحصيل الديون. من أبرز المستجدات لهذا القانون<sup>10</sup> :

- إصدار سندات الديون : سندات الاقتراض و سندات الديون القابلة للتداول؛
- عملية التسييد التركيبية : إمكانية إبرام عقود آجلة باسم الطرف المقابل لتغطية شخص ثالث ضد مخاطر الائتمان التي يتعرض لها؛
- توسيع تأثيرات تفويت الديون : توسيع شروط التملك من قبل الصندوق المشترك لتسييد الديون (FCC) بالنسبة لديون غير مستحقة أو سقط أجلها؛
- مؤسسة الإيداع : توسيع لائحة مؤسسات الإيداع للصندوق المشترك لتسييد الديون (FCC) إلى فروع مؤسسات الائتمان بفرنسا المستفيدين من جواز السفر الأوروبي. يسمح قانون التسييد للمفوت أو القابض بالاحتفاظ بالسندات المتعلقة بالديون بدل مؤسسة الإيداع للصندوق المشترك لتسييد الديون (FCC)؛
- نقل ملكية الأصول خلال تحقيق الضمانات : يوضح القانون على أن الصندوق المشترك لتسييد الديون (FCC) هو المالك للأصول عندما يتم تحقيق الضمانات.

<sup>10</sup> الأورو للتسييد؛ المادة 48-214 L للقانون النقدي و المالي

بعد فرنسا، اختارت عدة بلدان أوروبية التصويت على القوانين المنظمة للتسديد و خاصة منها بلجيكا (1991) و اسبانيا (1993) و ايطاليا (1999) و البرتغال (1999) و اليونان (2003).

### • اليابان

بدأت عملية التسديد في اليابان في وقت متأخر نسبيا رغم التجربة التي اكتسبها المستثمرون اليابانيون و الطلب القوي على الأصول لنوع السندات المالية المدعومة بالأصول (ABS) و السندات المالية المدعومة بأصل محل العقد على شكل قرض رهني (MBS). و يعود هذا التأخر بالأساس إلى مخاوف إزالة الوساطة البنكية، لكونها أهم خصائص النظام المالي الياباني. كما أن قانون تبادل السندات لم يكن معترف بالمنتجات لنوع السندات المالية المدعومة بالأصول (ABS) و أن القانون المدني يتطلب أثناء نقل الأصول، أن يتم تبليغ المقترض الفردي. و ابتداء من التسعينات، شرعت السلطات اليابانية في إعادة إصلاح النظام القانوني<sup>11</sup> :

- 1990 : منح إذن للبنوك بنقل بعض الديون
- 1991-1992 : ثم الاعتراف بالمنتجات مصادرة خلال عملية التسديد و توسيع لائحة الديون المؤهلة بالنسبة للتسديد.
- 1993 : حذف واجب المفوت لإعلام المستثمرين
- 2001 : تخفيض الحد الأدنى لرأس المال لإجراء عمليات التسديد و تسهيل قواعد سير هيئات التسديد.

### • الدول الناشئة :

**الصين** : عرف انطلاق عملية التسديد في الصين تأخرا كبيرا بالنسبة للدول الأخرى بسبب مقتضى ضريبي غير مناسب و غياب مقدمي القروض الرهنية. عدة إصلاحات ثم وضعها بغية تسهيل إطلاق هذه التقنية.

**جنوب إفريقيا** : يعد هذا البلد من البلدان الأولى في إفريقيا الذي التجأ إلى التسديد كانت أول عملية بتاريخ 1989 من طرف الاتحاد البنكي بجنوب إفريقيا United Bank Of South Africa ليتمد بإصدار السندات المالية المدعومة بأصل محل العقد على شكل قرض رهني (MBS) في حدود 250 مليون راند. تنص القوانين و الأنظمة في جنوب إفريقيا على النقل التام للديون بجميع حقوقها وعلى المخاطر التي يتعرض لها و كذلك المزايا التي تقدمها. يجب أن تكون الأصول الرهنية متجانسة فيما بينها، كما تتطلب كل عملية الموافقة عليها من طرف البنك الاحتياطي لجنوب إفريقيا (SARB) يجب أن تكون الأصول المكونة للمحفظة المفوتة من نفس النوع و متجانسة فيما بينها<sup>12</sup>.

**تونس** : ظهرت عملية التسديد في المشهد المالي التونسي مع تطبيق القانون رقم 83-2001 الصادر في 24 يوليو 2001 المتعلق بصدور قانون هيئات التوظيف الجماعي. كما أن قانون التسديد أعطى نفس

<sup>11</sup> المسائل القانونية المتعلقة بتسديد الأصول في اليابان بتاريخ 8 نونبر 1999  
<sup>12</sup> تلخص المذكرة رقم 153 ل 03 يناير 1993 و المذكرة رقم 2172 ل 14 جينبر 1994 الأنظمة في جنوب إفريقيا

جديد للسكن في الجزائر و أدى إلى الزيادة في القروض بالنسبة للأسر لتملك الأراضي والسكن و تهيئ العقار السكني.

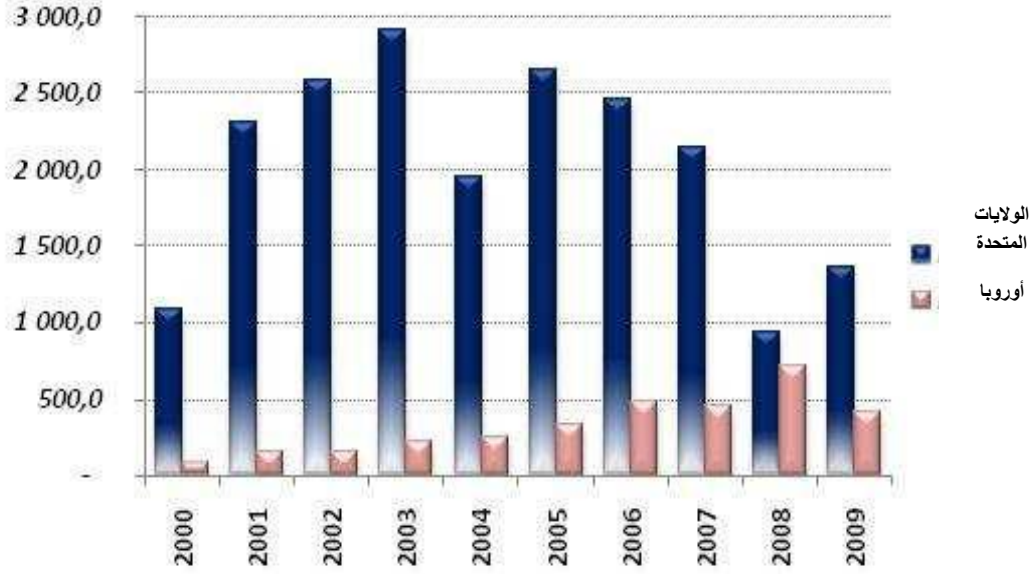
### 2.3 أوروبا مقارنة مع الولايات المتحدة

عرفت عملية التسنيد بأوروبا تطورا قويا خلال السنوات الأخيرة بمبلغ إجمالي للإصدارات في سنة 2006 في حدود 452 مليار أورو مقابل فقط 78 مليار أورو في سنة 2000. فهناك تباين هام في أحجام الأصول المسندة في أوروبا و في الولايات المتحدة و كذلك في اختيارات الأصول الضمنية و المنتجات المصدرة.

فبالنسبة لأوروبا، هناك كيفيتين اثنتين لعملية التسنيد : الكيفية الأولى تركيبية (ضمن الحصيلة) و هي منتشرة بشكل واسع في ألمانيا و الدانمرك. فهذه السندات (غالبا سندات اقتراض مغطاة / سندات الاقتراض العقارية) يكمن الهدف الوحيد منها في تحسين سيولة الحصيلة. يتم تسديد مكافأة المستثمرين على شكل قسيمات و تسديد نهائي من التدفقات الآتية من الديون. يتم على العموم فصل السندات المصدرة على شكل شريحتات وفق مستوياتها للمخاطر التي تتعرض لها.

الكيفية الثانية بالتأكيد، أكثر كلفة و معقدة، لكنها مستخدمة بشكل كبير في الساحات المالية. و يتعلق الأمر بعملية التسنيد خارج الحصيلة (التسنيد التقليدي). و مع ذلك، فإن السوق الأوروبية بعيدة جدا وراء السوق الأمريكية. و في 2009، تبين من خلال منتدى التسنيد الأوروبي (ESF)، أن مستوى إصدارات السندات الرهنية كان في حدود 414 مليار أورو مقارنة مع 1359 مليار أورو في الولايات المتحدة، يعزى بالأساس هذا الفارق الهام إلى غياب منظومات مماثلة لتلك التي تتوفر عليها الوكالات الحكومية الأمريكية إضافة إلى نبدة تاريخية عن وجود ادخار مفرط في المشهد الأوروبي.

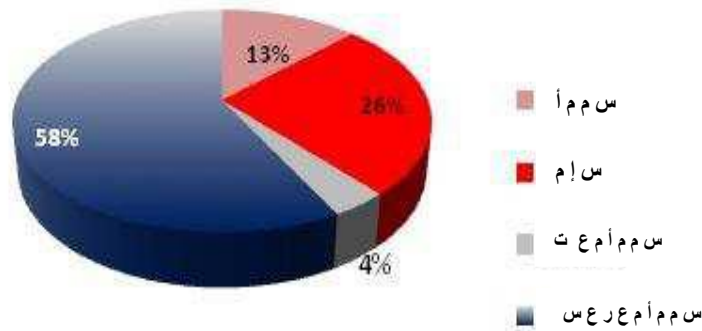
### حجم إصدارات السندات الرهنية (أوروبا و الولايات المتحدة) ب مليار أورو



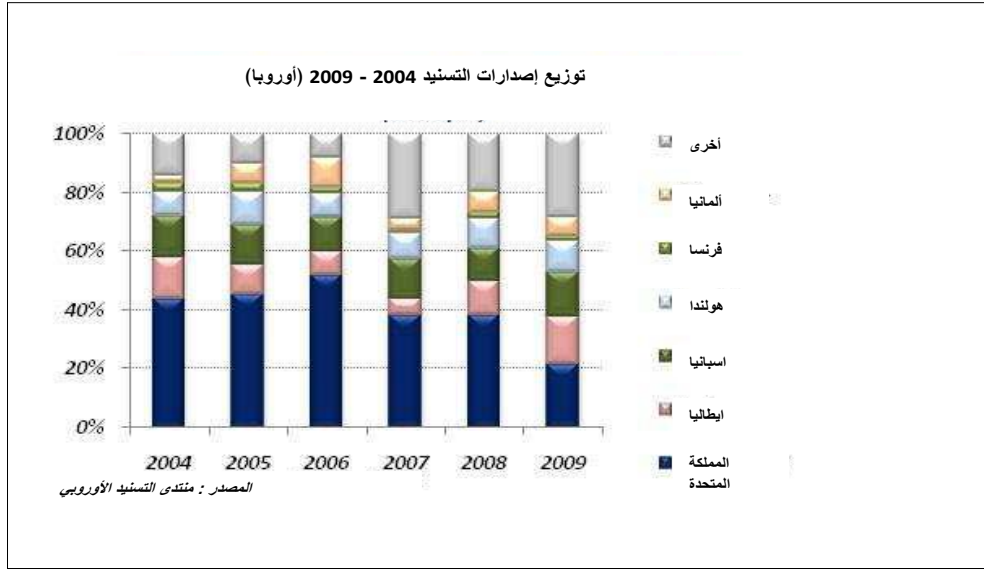
المصدر : منتدى التسييد الأوروبي

على الرغم من النمو القوي الذي عرفه سوق التسييد الأوروبي، يظل المبلغ الإجمالي للإصدارات منخفض إلى حد كبير مقارنة مع الولايات المتحدة، و هذا إلى غاية الثلاث سنوات الأخيرة، حيث بفعل الأزمة المالية، كانت عمليات التسييد الأمريكية بطيئة جدا خاصة المتعلقة بالديون الرهنية. في 2009، و حسب منتدى التسييد الأوروبي (ESF) كانت السوق الأوروبية مهيمنة بالإصدارات البريطانية و التي تمثل 21% من حصة السوق تليها إيطاليا في الدرجة الثانية وبعدها إسبانيا و هولندا.

### توزيع الإصدارات بأوروبا - 2009

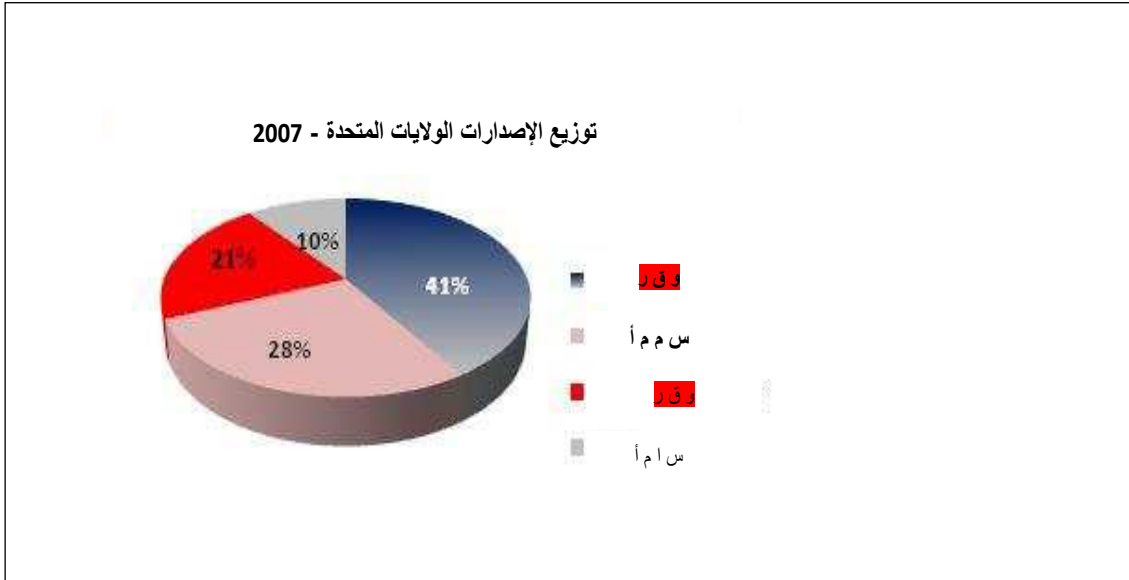
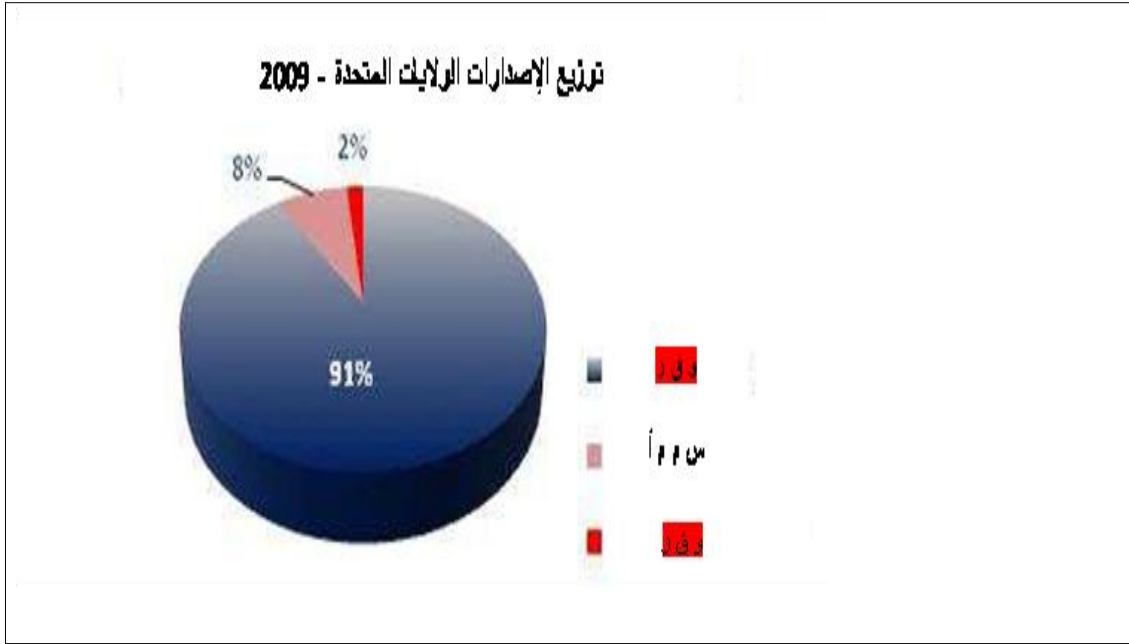


المصدر : منتدى التسييد الأوروبي



تغير بشكل جذري توزيع السوق الأمريكية للتسنيد بعد الأزمة المالية لسوبرام subprimes. وحسب منتدى التسنيد الأوروبي (ESF). فالسندات المالية المدعومة بأصل محل عقد على شكل قرض رهنى (MBS) المصدرة من قبل الوكالات الفيدرالية (فاني ماي، فريدي ماك و جنين ماي) في 2007، تمثل حوالي 41% من مجموع الإصدارات، بينما السندات المالية المدعومة بأصل محل عقد على شكل قرض رهنى (MBS) المصدرة من قبل مؤسسات خاصة، بما في ذلك البنوك الاستثمارية، تمثل 28% من حصة السوق، تليها سندات الاقتراض المدعمة (CDO) و السندات المالية المدعومة بالأصول (ABS) و التي تمثل على التوالي 21% و 10%. ومع ذلك تغير هذا الاتجاه بعد الأزمة، حيث نلاحظ في سنة 2009، عدم وجود سندات الاقتراض المدعمة (CDO) و التي أصبحت لا تمثل سوى 0.1% من حصة السوق. فهذا الأخير أصبح مهيمنا بشكل كبير بإصدارات السندات المالية المدعومة (MBS) المصدرة من قبل الوكالات الفيدرالية (91% من حصة السوق).

يعرف هذا القطاع مؤخرا انتعاش النشاط بشكل تدريجي، و ذلك بإجراء عدة عمليات راجعة لاحتياجات التمويل و تحسين الظروف الاقتصادية و كذلك عودة ثقة المستثمرين تدريجيا.



### 3.3 التسنيد مصدر لجميع الأضرار

شهدت الساحة المالية في الآونة الأخيرة إحدى أهم الأزمات المالية العالمية. فالاضطراب الذي ابتدأ في 2007 بالولايات المتحدة بانهيار القروض الرهنية المتعرضة للمخاطر والتي تدعى "بأزمة الرهن العقاري". فهذه القروض كانت في الأصل ترمي إلى السماح للزبناء الذين لم يتمكنوا من الاكتتاب في القروض التقليدية من اللجوء إلى السكن ؛ ويتعلق الأمر بالزبناء الذين يثم على العموم رفض منحهم الائتمان بسبب وضعيتهم المالية و الملاءة الهشة التي يقدمونها. فقد كان توزيع القروض على أساس

يناسب مبلغ القرض/قيمة المادة يناسب مرتفعة (متجاوزة 85%<sup>13</sup>) و ذلك بأسعار غالبا ما تكون قابلة للتغيير بعد الفترة الأصلية بسنتين أو ثلاث سنوات.

فالانطلاق القوي لقروض الرهن العقاري راجع في الأول إلى توزيعها عبر الهيئات غير البنكية و التي لا تخضع إلى يناسب الملاءة و السيولة المطبقة على الأبنك. فإكراهات منح القروض تم تسهيلها بشكل كبير لكون هذه الهيئات لديها إمكانية تقويت عبر صناديق التسييد جزء كبير من الديون تتواجد في حصيلتها، و بالتالي نقل المخاطر المرتبطة بالديون المذكورة.

فانهيار هذه السوق التي لا يزال حجمها محدودا نسبيا على مستوى العالم، كان له تأثير ليس فقط على أغلبية الساحات المالية المتطورة و الناشئة، بل كان له تأثير حتى على ترتيبات الأصول بما فيها الأصول التي كانت في السابق تعرف تقلبات منخفضة جدا. فيعزى بالأساس انتشار هذه الأزمة التي تبين فيما بعد أنها أيضا أزمة اقتصادية لمناخ كان يطبعه الشك و الارتباك الذي ساد في الأسواق المالية لمدة سنتين تقريبا، و بالتالي، أدى إلى خسارة كبيرة بثقة المستثمرين كان لها تأثير مباشر على تقلبات الأسواق. وضع التسييد في طليعة المتهمين بالأزمة. فهذه الممارسة سمحت بنشر فئة من الأصول السامة للأبنك و مؤسسات الائتمان الأمريكية في النظام المالي العالمي برمته.

وقد أجريت العديد من الأبحاث و الدراسات لتسليط الضوء على الاضطرابات المالية الحديثة و يبدو أن هناك عدة عوامل ساهمت في الاضطرابات التي عرفتها الأسواق خلال هذه السنوات الأخيرة :

- انفجار فقاعة العقار الأمريكي، عزز تشكيلها وجود سيولة مفرطة في الأسواق المالية. و تعزى بالأساس هذه السيولة الفائضة إلى أسعار الفائدة التاريخية المنخفضة للأبنك. أدى انفجار فقاعة العقار إلى انهيار القطاع العقاري الأمريكي و إلى الارتفاع المتزايد لأسعار التخلف عن الدفع بالنسبة لقروض العقار الرهنية و التي أدت إلى خسائر كبيرة بالنسبة للمستثمرين المعرضين للمخاطر من خلال عملية التسييد في هذا الجانب من السوق.

- لعب التسييد دورا في تضخيم الأزمة من خلال استخدامه المفرط و غير المنضبط. فإمكانية تسييد الديون عبر هيئات خصوصية، دون اللجوء إلى الوكالات الثلاث الفيدرالية (جيني مايو فريدي ماك و فاني ماي) التي لم تقبل سوى القروض الجيدة شجع مؤسسات الائتمان على نقص في متطلباته و تقليل مستوى اليقظة من حيث نوعية الزبون. كما تغيرت أيضا المتطلبات الأساسية التي تستند عليها عملية التسييد. ولم يعد القيام بعملية التسييد من أجل إعادة التمويل و تدبير الحصيلة و إنما للزيادة في نمو النشاط على حساب الجودة.

- كما تم انتقاد وكالات التصنيف و توريطهم في الأزمة المالية. فسوق التسييد يعتمد كليا على قدرة الوكالات على منح تصنيف موثوق فيه للسندات المصدرة و على الثقة التي يضع المستثمرون في التصنيفات، لأنهم لا يتوفرون على موارد ضرورية تسمح لهم بحساب الأداءات و احتمال حدوث التخلف عن السداد بالنسبة لمحفظات الأصول محل العقد. فالتعقيد المتزايد للمنتجات المهيكلية و أثر الرفع المالي و الغموض الذي يطبعها تجعل تقييمها الكمي مهمة حساسة و متقلبة.

<sup>13</sup> داخل التمويل العقاري

ترتكز الانتقادات بالأساس على الطريقة التي تمت بها تصنيف المنتجات المهيكلة المعقدة بشكل كبير و خاصة منها سندات الاقتراض المدعومة بالأصول (CDO).

- التباين في المعلومات و المخاطر الأخلاقية المميزة عادة للعلاقة بين المدين/و المقترض تم نشرها في الأسواق ما أنشأ موجة من الشكوك و تعزيز النفور من المخاطر و ذلك بشكل متزايد. أدى ذلك إلى انسحاب سريع للمستثمرين من الاستثمار في أي منتج له علاقة بالتسنييد بما في ذلك المنتجات التي تتعرض بشكل منخفض جدا للمخاطر و التي كانت فيها نوعية الأصول محل العقد لا عيب فيها.

- أشار رئيس بنك فرنسا في التقرير الذي أصدره بتاريخ 22 أكتوبر 2007، إلى وجود بعض أوجه الهشاشة في النموذج الحالي للتسنييد في الأسواق المالية. و يستحضر التعقيد المتزايد للأدوات التي تجمع بين اللجوء المكثف إلى المنتجات الاشتقاقية، مما يجعل اكتساب القيمة و تقييم المخاطر شيء صعب. و يشير أيضا إلى كيفية هيكله صناديق التوظيف خارج الحصيلة مع الإشارة إلى هشاشتها و عدم قدرتها على استيعاب الصدمات.

## يلخص هذا الرسم البياني العوامل وراء اندلاع الأزمة المالية



فمزيج جميع هذه العوامل غير المتجانسة بالأساس، إضافة إلى المخاطرة المفرطة المصاحبة بتأثيرات الرفع المالي المكثفة، ساهم ذلك كله في حدوث اضطرابات متزايدة عرفتها الأسواق المالية هذه السنوات الأخيرة. فمصدر الأزمة في الفترة ما بين 2007-2008 لم تكن جراء عمليات التسنييد بل يعود ذلك لكيفية استخدامها.

تبين بعد هذه الاضطرابات على أن نموذج الإنشاء و التوزيع الذي يستند عليه عدد كبير من الأبنك و مؤسسات الائتمان الأمريكية أظهر نقاط الضعف الأمريكية بشكل متزايد و أصبح من الممكن اندلاع الأزمة. فهذا النموذج الذي يقوم من خلاله المبادرون بتفويت معظم قروض السندات الرهنية الخاصة بهم عبر عملية التسنييد بغية إعادة تمويلهم و إصدار سندات جديدة، رفع بالتأكيد النمو الاقتصادي لكن أيضا جعل من الممكن اندلاع هذه الأزمة.

و في نفس الخطاب، الذي قدمه رئيس بنك فرنسا يشير إلى أن نظام التسييد الفعال يجب أن يستوفي خاصيتين: (1) إعادة تحديد و بشكل دائم موقع التعرض للمخاطر بين المتدخلين في السوق حسب تفضيلاتهم و ترقباتهم و كذلك النفور من المخاطر (2) منح الولوج بصفة دائمة إلى السيولة في النظام المالي برمته.

و علاوة على ذلك، رغم الاضطرابات الحديثة، فالحاجة إلى عمليات التسييد لا تزال حقيقية. أثار في يونيو 2010، جون غونزلز بارامو J.M Gonzalez-Paramo أحد أعضاء الإدارة الجماعية للبنك المركزي الأوروبي في خطاب ألقاه في لندن، أن استئناف سير سوق كان التسييد أمرا حاسما لتعزيز حاجيات إعادة تمويل الأبنك و تخصيص الائتمان للاقتصاد الحقيقي. فهو يشجع على تطوير السندات التي تطبعها الشفافية و تكون أقل تعقيدا و تعرف رقابة أفضل. و في نفس السياق، تتعدد البحوث و الدراسات لتسليط الضوء على الوسائل الأكثر فعالية من شأنها أن تسمح بتفادي مثل هذه الأزمة في المستقبل. هناك عدة إجراءات ممكنة :

- تشجيع أو إلزام المؤسسات الائتمانية للحفاظ على حصة الديون المتعرضة أكثر للمخاطر المسجلة في حصيلتهم.
- تجنب الغموض بالنسبة للمنتجات المصدرة للتسييد و ذلك بتحسين الرؤيا للمستثمرين حول تركيبة محفظة الأصل محل العقد و المخاطر و تعرض المؤسسة المبادرة لها.
- تولي وكالات التصنيف تأطيرا أفضل من أجل تفادي أي تعارض المصالح و الفصل بين وظائفهم التحليلية و التجارية. هناك عدة آراء تشجع سلم مختلف للتصنيف بالنسبة للمنتجات الناتجة عن عمليات التسييد. و في حالة عدم اللجوء إلى تصنيف مستقل، لهيئات التنظيم المالي الحق و واجب الحرص، بشكل مستمر، على أن تتميز الديون الرهنية بالجودة و على أن تظل متطابقة مع ما تم إخبار به سابقا للمستثمرين.
- تحسين جودة الإعلام المالي للأبنك و مؤسسات الائتمان. و في هذا السياق، أعدت لجنة البازل، بعد أن حددت أنواع التقارير التي يجب أن يقدمها البنوك من حيث التعهدات خارج الحصيلة الخاصة بهم (2009) البازل III مع وضع جدول زمني تدريجي للتطبيق يسرى من 2013/01/01 إلى 2019/01/01.
- تنظيم أفضل بالنسبة لجميع الجهات الفاعلة في الساحة المالية بما في ذلك، تلك التي كانت تفلت سابقا من المراقبة : صناديق التحوط و صناديق الاستثمار الخاصة و الصناديق المشتركة لتسييد الديون و ا لمؤسسات التي لجأت إلى تأثيرات الرفع المالي المكثفة و بالتالي وجدت نفسها تتعرض بشكل قوي للمخاطر في حالة اضطرابات للسوق.

## الحالات الأخيرة لعملية التسديد :

- إصدار 519 مليون أورو من قبل فولزفانغ Volkswagen leasing GmbH، الشركة التابعة ل Volkswagen المتخصصة في تأجير السيارات. كان التوظيف بسعر ثابت في أعلى مستوى للشريحة المقترحة مما يعكس ثقة المستثمرين. فهذه القروض مدعومة بنحو 40000 عقد لقرض إيجاري بمبلغ إجمالي للوحدة 12500 أورو.
- فالبنك البريطاني رويال بنك أوف سكولتد Royal Bank of Scotland المملوك بأزيد من 80% من طرف الدولة، يستعد للعودة إلى سوق السندات الرهنية، حيث سيحاول جمع أكثر من 4 مليار جنيه مقابل الديون العقارية الرهنية، وذلك حسب الصحافة اللندنية. ووفق فينانشل تايم Financial Times ووكالة دون جون نيوزوير Dow Jones Newswire، شرع البنك البريطاني رويال بنك أوف سكولتد (RBS) في سلسلة من اللقاءات مع المستثمرين لتحويل المحفظات المكونة من الائتمانات العقارية إلى سندات مالية في حدود 4.65 مليار جنيه (حوالي 5.6 مليار أورو). فهذه العملية ستكون الأولى من نوعها بالنسبة للبنك البريطاني رويال بنك أوف سكولتد (RBS) منذ الأزمة المالية التي كادت أن تؤدي إلى إفلاسها في سنة 2008 قبل انقائها من قبل الدولة.

### 1.4 ظهور التسييد بالمغرب

عرف التسييد بالمغرب الانطلاقة في غشت 1999 تاريخ صدور القانون رقم 98-10 الذي كان الهدف منه تحسين قطاع السكن و ديناميكيته. كان تاريخ تنفيذ هذا القانون في شهر يناير 2002 في إطار قانوني بسيط مماثل بشكل قوي لنظيره الفرنسي (القانون 88، المتعلق بتسييد الديون بفرنسا)، مع مجال للتطبيق يقتصر على الديون الرهنية بالدرجة الأولى الموجودة بحوزة مؤسسات الائتمان. كان التطور في هذا الصدد غير واضح إذ أجريت عمليتين اثنتين بقيمة قدرها مليار و نصف درهم ما بين 2002 و 2003، توالتها فترة من الركود دامت أربع سنوات و يعزى ذلك بالأساس إلى وجود فائض مفرط من السيولة على مستوى الأبنك. و قد تغيرت الظرفية الاقتصادية مع تجدد الاهتمام بخصوص هذا النوع من المعاملات و التي أصبحت واقعا من خلال إجراء عملية جديدة في ديسمبر 2008 بمبلغ يناهز مليار و نصف درهم.

### 2.4 إصلاح القطاع القانوني

أصدر المغرب في أكتوبر 2008 القانون رقم 06-33 المتعلق بتسييد الديون الذي يغير و يتم القانون المتعلق ببعض سندات الديون القابلة للتداول و القانون المتعلق بعمليات الإستحفاض. ينص هذا القانون الجديد، على النظام القانوني المطبق في إطار عمليات تسييد الديون بواسطة صناديق التوظيف الجماعي للتسييد والذي يطلق عليها صناديق التوظيف الجماعي للتسييد FPCT.

و مع إصلاح الإطار القانوني، بدأت عملية التسييد بالمغرب تطبق على نطاق واسع على مجموعة من أنواع الديون. و تم توسيع مجال الأهلية و قد يشمل الآن الديون الحالية أو المستقبلية الموجودة في حوزة مؤسسات الائتمان و المؤسسات العمومية و الشركات التابعة للدولة، و شركات التأمين و إعادة التأمين إضافة إلى الشركات المنتدبة و المستفيدين من رخص الخدمات العمومية.

#### 1.2.4 مجال الأصول المؤهلة للتسييد

يمكن لصندوق التوظيف الجماعي للتسييد في إطار عملية التسييد، تملك كليا أو جزئيا أي نوع من الديون كيفما كانت :

- الديون الرهنية؛
- ديون مؤسسات الائتمان و المؤسسات المماثلة؛
- ديون مؤسسات الدولة و شركة الدولة و الشركات العمومية التابعة لها؛
- ديون الأشخاص المعنوية المنتدبة أو الحاصلة على تراخيص الاستغلال بالنسبة للخدمات العمومية، مع مراعات الموافقة المسبقة للسلطة المنتدبة؛
- ديون في حوزة المقاولات المنظمة بموجب القانون المتعلق بمدونة التأمين.

بالإضافة إلى ذلك، ينص القانون الجديد أيضا على الإمكانية بالنسبة لصندوق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT لتملك سندات الديون بما في ذلك سندات الديون القابلة للتداول، باستثناء السندات التي تعطي الحق في المشاركة مباشرة أو غير مباشرة في رأس مال الشركة.

#### **2.2.4 هيكلة و سير صندوق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT**

صندوق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT ملكية مشتركة ينحصر الهدف منها في تملك الديون من مؤسسة أو عدة مؤسسات مبادرة عن طريق إصدار حصص أو سندات الديون. ليس للصندوق الشخصية المعنوية و يعود إنشاؤه إلى مبادرة مشتركة بين مؤسسة التدبير و مؤسسة الإيداع.

ولتفادي أي تعارض في المصالح، لا يجوز للمؤسسة المبادرة و الشركات التابعة لها أو أي شركة تملك فيها مساهمة، حيازة أكثر من 1/3 ناقص سهم واحد من الأسهم أو حصص الشركة بالنسبة لمؤسسة التدبير. وفي الواقع، كل علاقة أو مساهمة بين المبادر و مؤسسة التدبير ينبغي وجوبا التنصيص على ذلك بنظام التسيير و ببيان المعلومات.

يتم إعداد نظام تسيير صندوق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT بمبادرة مشتركة بين مؤسسة التدبير و مؤسسة الإيداع. ومع ذلك، و حتى قبل إنشاء الصندوق، وإذا تمت دعوة الجمهور إلى الادخار، فمشروع نظام تسيير الصندوق يجب أن يعرض على مجلس القيم المنقولة لأجل الحصول على اعتماده. إذا لم يتم الصندوق بدعوة الجمهور إلى الادخار، تكون مؤسسة التدبير ملزمة بعرض على مجلس القيم المنقولة نسخة من مشروع نظام التسيير الذي أعدته للحصول على رأيه.

يسمح القانون الجديد لصندوق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT، بتعزيز الاستثمار وبالتالي، تملك ديون جديدة و إصدار فيما بعد حصص جديدة و/أو سندات الديون شريطة أن ينص نظام تسيير صندوق التوظيف الجماعي للتسديد على ذلك وأن لا تؤدي هذه الإقتناءات الجديدة إلى تدهور مستوى السلامة التي تم عرضها على حاملي الحصص و/أو سندات الديون المصدرة من قبل.

كما يسمح هذا القانون أيضا بإجراءات رفع مبلغ الانتماء، المشار إليها في القسم الأول من هذه الدراسة بما في ذلك تضخم حجم الصندوق، الضمانات و التأمينات و قسم ترتيب صندوق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT (التبعية) إضافة إلى الضمانات الخارجية.

ومع ذلك، لا يسمح القانون لصندوق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT بتقويت الديون التي يملكها و ليست مستحقة أو سقط أجلها إلا إذا تبين أنها منذ تملكها، كانت غير مطابقة لنظام تسيير الصندوق. إلا أنه، تم التنصيص على حالة الاستثناء وإمكانية تقويت الديون في مرة واحدة بأكملها، إذا :

- نص نظام التسيير على ذلك ؛
- قيمة الديون أقل من 10% من الحد الأقصى للقيمة الذي تم معاينته منذ إنشاء صندوق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT؛
- الحصص غير موجودة فقط في حوزة حامل حصص واحد و بطلب منه؛
- في حالة تصفية صندوق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT.

تشمل المطلوبات لصندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي على الأقل على حصتين. ويترتب عن واحدة منها أو عن مجموعة منها العناصر التالية :

- حصص مصدرة من قبل صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي FPCT؛
- سندات الديون مصدرة من قبل صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي FPCT؛
- القروض النقدية التي يمكن استخدامها لتمويل احتياج مؤقت من السيولة في حدود سقف يتم تحديده من خلال القوانين و الأنظمة.

سيولات صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي FPCT يمكن توظيفها في القيم التالية :

- القيم المصدرة من قبل خزينة الدولة و سندات الديون التي تضمنها الدولة؛
- الودائع مقامة لدى مؤسسات الائتمان المعتمدة؛
- سندات الديون القابلة للتداول؛
- حصص صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي FPCT باستثناء الحصص الخاصة به؛
- حصص أو سندات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، السندية أو النقدية.

#### **3.2.4 واجبات صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي**

حسب القانون الجديد، لصندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي FPCT واجبان أساسيان : واجبات الإخبار و الإلزامات المحاسبية

(أ) - الإخبار :

قبل إنشاء صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي و عند إصدار الحصص و سندات الديون للصندوق، تلزم أي مؤسسة للتدبير بعرض بيان للمعلومات المتعلقة بصندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي على مجلس القيم المنقولة للحصول على رأيه. وذلك وفق نموذج نوعي يعده مجلس القيم المنقولة. يجب أن يحدد هذا المستند جميع العناصر الضرورية لإخبار المكتتبين في حصص و سندات الديون بما في ذلك المميزات الخاصة بصندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي وتلك الخاصة بالحصص و السندات المصدرة إلى جانب كفيات تقييمها. يجب أن يقدم بيان المعلومات بالتفصيل تركيبة الأصول و إلى إجراءات و شروط الاكتتاب. بالإضافة إلى ذلك، عندما يقوم صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي FPCT بدعوة الجمهور إلى الاكتتاب، يجب أن يؤشر مجلس القيم المنقولة على بيان المعلومات وأن يتم نشره في إحدى جرائد الإعلانات القانونية و أن يوضع رهن إشارة الجمهور.

(ب) - الإلزامات المحاسبية :

يحدد نظام تسيير صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي FPCT فترات السنوات المالية المحاسبية. تخضع هيئة التسنيدي إلى القواعد المحاسبية المحددة من قبل الإدارة بناء على اقتراح من المجلس الوطني للمحاسبة.

كل قسم يترتب فيه صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي يكون موضوع محاسبة مستقلة ضمن محاسبة الصندوق.

#### 4.2.4 مؤسسة التدبير و الإيداع

##### أ- مؤسسة التدبير

حسب القانون الجديد المتعلق بالتسديد، لا يمكن أن تمارس مهمة مؤسسة تدبير صندوق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT إلا الشركات التجارية المستوفية للشروط التالية :

- أن يكون مقرها الاجتماعي بالمغرب؛
- أن تكون معتمدة من قبل الإدارة بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة؛
- أن يقتصر غرضها حصرا على انجاز عمليات التسديد و تدبير صندوق أو مجموعة صناديق توظيف جماعي للتسديد FPCT؛
- أن يكون رأس مال الشركة محررا بكامله عند تأسيسها وأن لا يقل مبلغه عن مليون درهم؛
- أن تتوفر على قدرة مستقلة تمكنها من تقييم تطور الديون التي تمتلكها صناديق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT، و تمكنها من تنفيذ الضمانات الممنوحة للصندوق؛
- أن تقدم الضمانات الكافية فيما يخص تنظيمها و إمكانيتها التقنية و البشرية و التجربة المهنية لمسيرها.

فهذه المؤسسة، معتمدة من قبل وزارة المالية، تقوم من بين جملة الأمور، بتنفيذ تفويت الديون لحساب صندوق التوظيف الجماعي للتسديد، وتأخذ حيازة أي سند أو مستند ممثل أو مكون للديون المذكورة. فهي تتكلف بإصدار حصص و/أو سندات الديون و تدفع للمبادر مبلغ متفق عليه مقابل ذلك بعد التفويت. تدبر مؤسسة تدبير الصندوق حصريا لمصلحة حملة الحصص و سندات الديون (المستثمرين).

إضافة إلى ذلك، تكون مؤسسة التدبير ملزمة بوضع جرد للأصول الموجودة في حوزة صندوق التوظيف الجماعي للتسديد، وفق النموذج و الفترات المحددة من قبل مجلس القيم المنقولة والتي يجب أن تكون مصادق عليها من قبل مؤسسة الإيداع.

##### ب- مؤسسة الإيداع

تكمن مهمة مؤسسة الإيداع في حفظ أصول صندوق التوظيف الجماعي للتسديد<sup>14</sup>. تتولى المؤسسة المحافظة على هذه الأصول و على مستندات التفويت و كل مستند آخر يضمن صحة الأصول المذكورة. فهي تمسك حسابات الأداء المفتوحة باسم صندوق التوظيف الجماعي لتسديد الديون بالإضافة إلى إعداد كشف زمني للعمليات المنجزة لحساب الصندوق<sup>15</sup>.

لا يحق مزاوله مهام مؤسسة الإيداع إلا للبنوك المعتمدة و صندوق الإيداع و التدبير. يجوز للمؤسسات التي يتمثل غرضها في عمليات الإيداع و الائتمان و الضمان و تدبير الأموال أو عمليات التأمين و إعادة التأمين و التي يكون مقرها في المغرب شريطة أن تكون هذه المؤسسات مدرجة في قائمة تحصرها الإدارة بعد استطلاع مجلس القيم المنقولة.

<sup>14</sup> يجب أن يسند حفظ أصول صندوق التوظيف الجماعي للتسديد لمؤسسة إيداع واحدة

<sup>15</sup> يمكن للمبادر ضمان حفظ الديون شريطة أن يكون مستند التفويت محفوظ من طرف مؤسسة الإيداع و وضع إجراءات الحفظ موثقة. إضافة إلى ذلك يجب توقيع اتفاقية بين المبادر و المؤسسة المكلفة بتحصيل الديون، مؤسسة الإيداع و التدبير (البيان هو جزء من الاتفاقية).

### 3.4 تفويت الديون

يسمح القانون المغربي بتفويت تام للأصول (عمليات التسديد خارج الحصيلة) و التي تتم بمجرد تسليم مستند إلى مؤسسة التدبير يوقع عليه المفوت. فهذا المستند، الذي يوقع عليه كذلك المسير أثناء تسليمه، والذي يجب أن يتضمن تسمية وعنوان كل من المؤسسة المبادرة و مؤسسة التدبير و مؤسسة الإيداع. يجب كذلك أن يتضمن المستند جميع المعلومات المتعلقة بالديون المفوتة الكفيلة بتميز كل واحد عن غيره. وبالإضافة إلى ذلك، يتم المستند باتفاقية التفويت، تنص من بين جملة من الأمور على البيانات المتضمنة بالمستند المذكور، و تسليم إلى مؤسسة الإيداع المستندات و السندات الممثلة أو المكونة للديون المفوتة و المستندات المتعلقة بتوابعها من ضمانات و كفالات و رهون حيازية.

### 4.4 تحصيل الديون

ينص القانون الجديد على أن المؤسسة المبادرة تستمر تحت مراقبة مؤسسة التدبير في القيام بتحصيل التدفقات المترتبة عن الديون المفوتة، و العمل بالضمانات أو الضمانات التابعة الأخرى عند الاقتضاء و رفع اليد عنها وتنفيذها.

عندما تتوقف لأي سبب من الأسباب المؤسسة المبادرة عن ممارسة مهامها أثناء مدة قيام صندوق التوظيف الجماعي للتسديد، تتكف مؤسسة التدبير بعمليات تحصيل التدفقات أو يجوز لها أن تفوض لهذا الغرض أي مؤسسة أخرى مؤهلة لتكون بمثابة المؤسسة المبادرة.

### 5.4 المراقبة

تخضع مؤسسات التدبير و مؤسسات الإيداع و المؤسسات المبادرة و صندوق التوظيف الجماعي للتسديد و المؤسسات ماسكات الحسابات لمراقبة دائمة من قبل مجلس القيم المنقولة، الذي هو مؤهل للقيام بعمليات التحقيق لدى هذه المؤسسات.

يتم تعيين منتدب للحسابات من قبل مؤسسة التدبير. تطبق على صندوق التوظيف الجماعي للتسديد مقتضيات القانون رقم 95-17 المتعلق بشركات المساهمة الخاصة بشروط تعيين منتدبين للحسابات. فمنتدب الحسابات ملزم بإخبار في الحال مسيري مؤسسة التدبير و مجلس القيم المنقولة بالخروقات و البيانات الغير الصحيحة التي يلاحظها أثناء القيام بمهامه.

### 6.4 جرد للحالات الراهنة

تظل حاليا حصيلة عمليات التسديد في المغرب طفيفة نظرا للتاريخ الحديث لهذا النوع من المعاملات في المشهد المغربي. ومنذ ظهور عمليات التسديد سنة 1999، تم انجاز فقط ثلاث عمليات من قبل المغربية للتسديد تتعلق بالديون الرهنية الموجودة في حوزة مجموعة القرض العقاري و السياحي. كان الهدف من هذه العمليات الثلاث هو تنويع وسائل تمويل القرض العقاري و السياحي وتحسين اليناسيب الاحترافية التنظيمية (ينسوب السيولة و الملاءة). فالعملية الأخيرة التي يعود تاريخها إلى شهر ديسمبر 2008، تتمثل في إحداث صندوق كريديلوغ III بمبادرة مشتركة للمغربية للتسديد (مؤسسة تدبير و إيداع) و القرض العقاري و السياحي (مؤسسة مبادرة).

كريدلوج III	كريدلوج II	كريدلوج I	
1 500 000 000	1 000 000 000	500 000 000	مبلغ الإصدار بملايين الدرهم
0,58 مقابل 1	0,55 مقابل 0,75	0,73 مقابل 0,85	معدل الفرق بصندوق التوظيف الجماعي للتسديد مقارنة مع معدل الفرق بالسوق
0,0038%	0,95%	0,63%	نسبة الديون غير المسددة
130%	272%	500%	نسبة تغطية الديون الرهنية
11%	45%	50%	نسبة التغطية المالية للحصص/سندات الاقتراض ذات أولوية
0%	0%	0%	نسبة الحصص غير المسددة/سندات الاقتراض

## 7.4 المعايير المحاسبية المطبقة على تسديد الديون الرهنية

### 1.7.4 المعايير المحاسبية المطبقة على صندوق التوظيف الجماعي للتسديد :

تتم حالياً، المعالجة المحاسبية لعمليات تسديد الديون الرهنية بموجب قرار وزير الاقتصاد و المالية و الخوصصة و السياحة رقم 351-01 الصادر في 9 فبراير 2001. يحدد هذا القرار المعايير المحاسبية المطبقة على تسديد الديون الرهنية.

تتكون بالأساس موجودات الحصيلة لدى صندوق التوظيف الجماعي للتسديد من سندات الديون الرهنية. تسجل هذه الأخيرة بقيمتها الاسمية. فالفارق بين القيمة الاسمية و ثمن الشراء يشكل قيمة سعرية أقل أو أكثر مسجلة بموجودات الحصيلة. فهي تكون موضوع تمديد حسب الكيفيات المحددة في نظام تسديد صندوق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT. فالكيفية الموصى بها بالنسبة لهذا التمديد هي الكيفية المعتمدة لمعدل الاكتوارية التي يجب أن يعاد النظر في وجاهتها عند إقفال كل سنة محاسبية حسب أوجه القصور المعينة. فناقص القيمة الناتج عن تضخم الحجم المفرط يسجل في المطلوبات المالية.

تتم معاينة نقصان القيمة بمجرد أن يصبح عدم التحصيل الكلي أو الجزئي للدين محقق عبر إنشاء مؤونة لمواجهة المخاطر و التكاليف. يتم تعديل هذا النقصان للقيمة على أساس كل إقفال للسنة المحاسبية. و عندما يصبح الدين غير قابل للتحصيل، يدرج مبلغه ضمن التكاليف.

تسجل حصص و سندات الاقتراض المصدرة من قبل صندوق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT بقيمتها الاسمية و تدرج بوضوح في المطلوبات الحصيلة. يدرج الفرق مقارنة مع سعر الإصدار في الحصيلة في ركن «فارق الإصدار» وتسجل تكاليف الإصدار التي يتحملها صندوق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT في موجودات الحصيلة في ركن «المصاريف التمهيدية». تسدد هذه التكاليف خطيا طوال مدة نشاط صندوق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT. يتم تقييد التسبيقات التي أخذها صندوق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT من طرف المؤسسة المكلفة بالتحصيل في الحسابات على شكل ديون الخزينة.

وعلاوة على ذلك، بعد الإصلاح الأخير الذي عرفه الإطار القانوني للتسديد، هناك مشروع يتعلق بالمعايير المحاسبية الجديدة المطبقة على التسديد في طور التحضير داخل المجلس الوطني للمحاسبة (C.N.C).

يهدف هذا المشروع إلى توسيع الإطار المحاسبي الحالي لمراعات المستندات التي أدخلت بموجب القانون رقم 06-33 المتعلق بالتسديد، و تحديدا :

- إمكانية اللجوء إلى الاقتراض ؛
- توسيع نطاق الديون المؤهلة (الديون المشكوك في تحصيلها، ديون التأجير، الديون الآجلة... ) ؛
- إمكانية تفويت ديون تحت شروط معينة ؛
- إمكانية إنشاء أقسام ضمن الصندوق.

#### **2.7.4 القواعد المحاسبية المطبقة على المؤسسات المبادرة:**

من الناحية القانونية و المحاسبية، يمكن تحليل التسديد كتفويت، و بالتالي، فالديون المفوتة تختفي من حصيللة المفوت بمجرد تسليم مستند التفويت.

ومع ذلك، تقترح المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية تحليلا على عدة مراحل، لتحديد ما إذا كان الأصل المالي يجب إدراجه في المحاسبة أولا بعد عملية التفويت. فالمراحل الأكثر أهمية هي :

- تحديد ما إذا تم نقل الأصل كليا ؛
- النظر في ما إذا كانت الحقوق في الحصول على أغلبية التدفقات المالية للأصول المنقولة و المزايا المرتبطة بها تم نقلها مع الأصول المفوتة ؛
- تحديد ما إذا تم أيضا نقل تقريبا كافة المخاطر المرتبطة بالأصول ؛
- تحديد ما إذا تم نقل المراقبة ذات الصلة بالأصول.

عندما تكون هذه الشروط مجتمعة، بإمكان الهيئة المفوتة إزالة تقييد الأصول المنقولة من الحسابات. ومن حيث قواعد التوطيد، يجب على الشركة المبادرة مراعات بعض المقاييس لتحديد ما إذا كانت هيئة التسديد يجب إدراجها في محيط التوطيد التي تعتمد، وفي هذه الحالة، ستظهر في حصيلتها الموطدة الأصول الرهنية.

وفي الواقع، تنص معايير المحاسبة الدولية ISA 27 واللجنة الدائمة لتفسير المعايير SIC 12 التي تتعلق بها على دمج هيئة التسديد في محيط التوطيد عندما يدل جوهر العلاقة بين الشركة الموطدة و الصندوق المشترك للديون الرهنية على أن هذا الأخير تمت مراقبته من قبل المفوت، حتى و لم يوجد بحوزته غالبية حقوق التصويت و أن التأثير تم بوسيلة أخرى<sup>16</sup>.

يحدد تفسير اللجنة الدائمة لتفسير المعايير SIC 12 عدة عوامل تسمح بتحديد ما إذا كانت الشركة المبادرة تتوفر على سلطة مراقبة هيئة التسديد و الأصول التي قامت بنقلها :

<sup>16</sup> [www.iasplus/interps/sic012.htm](http://www.iasplus/interps/sic012.htm)

- يمكن للمفوت الحصول على معظم أرباح هيئة التسديد و بالتالي، يمكن أن يتعرض للمخاطر التي تواجهها الشركة في مزاوله نشاطها ؛
- يمتلك المفوت أغلبية المخاطر المتبقية أو المرتبطة بالملكية المتعلقة بالصندوق المشترك للديون الرهنية أو لأصوله، من أجل الحصول على الأرباح الناتجة عن نشاطه ؛
- تجرى أنشطة الصندوق المشترك للتسديد لحساب المفوت وفق الحاجيات العملية الخاصة به بطريقة تجعل هذا الأخير يحصل على مزايا نشاط الصندوق ؛
- للمفوت صلاحيات اتخاذ القرار للحصول على غالبية مزايا أنشطة الصندوق المشترك للتسديد.

وعلى العموم، تقوم أغلبية هيئات التسديد بالتسيير الذاتي بمعنى أنه لا يتم فعلا اتخاذ أي قرار عملياتي، لأن تدبير الهيئة خلال مدة مزاوله نشاطها يتم من خلال نظام التسيير الذي أعد عند إنشاء الهيئة. لهذا السبب، فإن مفهوم المراقبة عندما يتعلق الأمر بالصندوق المشترك للتسديد يتم تحديده بالإشارة إلى أصحاب المخاطر المرتبطة بالصندوق المشترك للتسديد FCC.

فتحليل المخاطر و المزايا المرتبطة بوجود الصندوق المشترك للتسديد FCC يجب أن يأخذ بعين الاعتبار الضمانات أو تدابير أخرى لرفع مبلغ الائتمان الذي يستفيد منه الصندوق المشترك للتسديد<sup>17</sup> FCC.

#### **8.4 الجباية المطبقة على صناديق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT**

تعفى صناديق التوظيف الجماعي للتسديد من الضريبة على الشركات. تم إقامة هذه الشفافية وفقا للمادة 6 من المدونة العامة للضرائب، في ما يخص الأرباح المنجزة في إطار غرض الشركة.

بالنسبة لإجراءات تأسيس صناديق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT، وتملك الأصول و إصدار و تفويت سندات الاقتراض و الحصاص، و تغيير أنظمة التسيير و إجراءات أخرى متعلقة بالتسيير فهي تعفى من واجبات التسجيل المادة (129) من المدونة العامة للضرائب.

#### **1.8.4 الجباية المطبقة على حاملي الحصاص :**

تخضع الأشخاص الذاتية و المعنوية التي أنجزت عمليات شراء وبيع حصص صناديق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT إلى ضريبتين :

- الضريبة على الحاصلات من التوظيفات المالية ذات الدخل الثابت المتعلقة بالحصيلات الناتجة عن أصول صناديق التوظيف الجماعي للتسديد FPCT ؛
- الضريبة على الأرباح (فائض القيمة).

يعفى من الضريبة على فائض القيمة، الأشخاص الذاتيين المقيمين أو غير المقيمين (المادة 68 من المدونة العامة للضرائب) :

- في حالة، الهبة بين الأصول و الفروع و بين الأزواج و الإخوة والأخوات ؛

<sup>17</sup> تطبيق المعايير المحاسبية IAS 32، IAS 39، و IFRS 7، الطبعة الجديدة، الدفتر المالية ؛ ب. كولمانت، ج. ف. هيبين.

- في حالة الربح أو كسر الربح المتعلق بعمليات التقويت المنجزة خلال السنة المالية إذا كانت لا تتجاوز حدود ثلاثين ألف (30.000) درهم.

تكون الحصص و سندات الديون المصدرة في إطار عملية التسنيد مماثلة لقيم منقولة (المادة 6 من الظهير رقم 95-08-1)

يفصل الجدول أدناه المحورين المشار إليهما أعلاه حسب فئة المالكين

الأشخاص المعنوية				
الأرباح		المداهيل		
فائض القيمة		الافتطاع من المنبع		
غير مقيمين	مقيمون	غير مقيمين	مقيمين خاضعين للضريبة على الشركات	مقيمين خاضعين للضريبة على الدخل
		10%	20%	20%
تفرض الضريبة على الشركات غير المتوفرة على مقر بالمغرب بالنسبة للمبالغ الإجمالية التي تحصل عليها لقاء أشغال تنجزها أو خدمات تقدمها بالمغرب (المادة 5) من المدونة العامة للضريبة	يخضعون حسب الحالة، إلى الضريبة على الدخل بمعدل تصاعدي، أو إلى الضريبة على الشركات بنسبة 30% أو 37% بالنسبة لمؤسسات الائتمان و شركات التأمين.	مع مراعاة تطبيق مقتضيات الاتفاقيات الدولية لتفادي الازدواج الضريبي.	تخضع من حصة الضريبة على الشركات.	تخضع من حصة الضريبة على الدخل مع الحق في الاستيراد
تعفى الشركات غير المقيمة برسم مبالغ فائض القيمة المنجزة من خلال عمليات تقويت قيم منقولة مسعرة في بورصة القيم بالمغرب.				

الأشخاص الذاتيين			
الأرباح		المداهيل	
فائض القيمة		الافتطاع من المنبع	
غير مقيمين	مقيمون	غير مقيمين	مقيمين خاضعين للضريبة على الدخل
	20%	10%	20%
تفرض عليهم الضريبة على الدخل على مجموع المداهيل و الأرباح ذات المنشأ المغربي	الأرباح الناتجة عن تقويت حصص صناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي خاضعين للضريبة على الدخل بنسبة 20%	مع مراعاة تطبيق مقتضيات الاتفاقيات الدولية لتفادي الازدواج الضريبي.	تخضع من حصة الضريبة على الدخل مع الحق في الاستيراد بالنسبة للأشخاص الذاتيين الخاضعين للضريبة على الدخل وفق نظام النتيجة الصافية الحقيقية BSN أو نظام النتيجة الصافية المبسطة BSN.
			30%
			بالنسبة للمستفيدين أشخاص ذاتيين لا يخضعون للضريبة على الدخل وفق نظام النتيجة الصافية الحقيقية (BSN) أو لنظام النتيجة الصافية المبسطة (BSN)

## 9.4 فرص جديدة مناسبة و فئات جديدة للأصول محل العقد

رغم فتاوة سوق التسييد بالمغرب، فإن المرونة التي تطبع هذا القانون من شأنها أن تسهل ظهور فئات جديدة للأصول التي يمكن تسييدها على سبيل المثال :

- **عملية تسييد مشاريع المقاولات (WBS : Whole Business Securitization) المدعومة** بتدفقات الأنشطة التجارية أو الصناعية. و يتمثل ذلك في تفويت الأصول المرتبطة بأحد المشاريع؛
- **تسييد الديون التجارية** : يتعلق الأمر بعملية التسييد تخص الشركات من خلال أنشطة شراء الفواتير. وهذا يلزم على العموم، مونتاج تركيبي يسمح بإعادة تمويل الديون؛
- **تسييد الائتمان المتجدد** : فالإئتمانات المتجددة لها خاصيات تكمن في التوفر على مبلغ جاري يتقلب حسب التسييدات و تعزيز الاستثمار؛
- **تسييد الديون المستقبلية** : عمليات تفويت الديون أو الحقوق على فترة مستقبلية معينة. فهذا يتعلق بمشاريع تتعرض لمخاطر ضئيلة جدا. وقد يسمح هذا النوع من التسييد بتمويل هام مضمون بتدفقات نقدية مؤكدة و قليلة التقلبات.

وبصرف النظر عن هذه الأمثلة، ركزت مقدمة قانون المالية لميزانية سنة 2011 على خطة طموحة من حيث المشاريع المتعلقة بالبنية التحتية و التنمية تكمن أهدافها الرئيسية في تعزيز الاستثمارات و تنمية عدة قطاعات اقتصادية.

وبالتالي، بإمكاننا أن نتصور إحداث هيئات للتسييد تسمح بتمويل هذه المشاريع الكبرى. وفي الواقع، تجعل الظرفية الاقتصادية الحالية تمويل العقود الضخمة جدا على المدى الطويل أمرا أكثر صعوبة، لأن الأبنك تطلب مكافأة عالية أكثر و تقدم قروض بالنسبة لأحجام و فترات محدودة أكثر. إضافة إلى ذلك، هناك عينة واسعة النطاق من المستثمرين المؤسسيين يبحثون عن منتجات استثمارية آمنة و جذابة وذلك للتصدي لالتزاماتهم على المدى الطويل جدا.

و بطريقة مبسطة، يكون برنامج التمويل من قبل شركة خاصة لهذا الغرض كالتالي :

- يتم تعويض الشركة موضوع المشروع من خلال مبالغ الإيجار التي تدفعها لها المؤسسة العمومية ؛
- ابتداء من اللحظة التي تم فيها انجاز البنية التحتية أو المبنى، تصبح مبالغ الإيجار مؤكدة : فالشركة موضوع المشروع ستستلم بالتأكيد هذه المبالغ طوال مدة المشروع، بمجرد اعتبار المستأجر (على سبيل المثال : الدولة) لن يتعرض للمخاطر؛
- لتمويل انجاز المشروع، كان على الشركة الخاصة بهذا الغرض الاقتراض. و على سبيل الضمانة، فهي تقوم بتفويت الديون الموجودة في حوزتها اتجاه مستأجرها (مبالغ الإيجار الجارية طوال مدة العقد) إلى أحد الأبنك ؛
- يمكن للبنك بدور تفويت هذه الديون إلى مستثمرين مؤسسيين، الراغبين بتملكها بما أنها تعتبر بمثابة ديون غير متعرضة للمخاطر.

## الخلاصة

تبقى عملية التسييد أداة ضرورية و عنصر أساسي لتمويل الأبنك ومؤسسات الائتمان. فلها العديد من المزايا حيث أنها تسمح لهم بتحرير رؤوس الأموال الضرورية بغية توسيع قاعدة زبناءهم و جعل منح الائتمان سهل الولوج إليه.

فهذه العملية تفتح، بفضل التوقيع المتعدد الأطراف، أسواق سنديّة أقل تكلفة مقارنة مع الائتمان البنكي لفائدة الشركات التي ليس بإمكانها إصدار سندات بالنسبة لتوقعاتهم الفردية. فهي تسمح كذلك بتوزيع المخاطر المرتبطة بكل معاملة مالية على قاعدة واسعة النطاق من المستثمرين، الذين يبحثون بشكل مستمر على فرص استثمارية مناسبة و متنوعة.

فالتسييد هو النوع الأكثر نجاحا لعملية التمويل بدون وساطة للأصول. فبدافع قوي للإبتكار المالي بدون فائدة اقتصادية حقيقية، تحولت عملية التسييد من مقصودها الأصلي. فالإنزلاقات التي عرفتها الأسواق لم يكن سببها التسييد، الذي هو في النهاية سوى أداة لنقل الأصول، بل كانت الأصول نفسها وراء هذه الاضطرابات، مصحوبة بنموذج لتوزيع القروض الرهنية غير مبني على قدرة المقترض على التسييد، بل على أساس، المضاربة نحو الارتفاع في ما يخص أسعار الأصل محل العقد.

فالتسييد لديه مستقبل أمامه، ولم ينتهي تماما. فطبيعة مزايا التسييد لا جدال فيها و بالتالي، لا يمكن للأسواق المالية الاستغناء عنها. فالمغرب يتوفر على نظام بنكي سليم و على تنظيم صارم إلى حد ما من حيث اليناسيب الاحترازية ؛ و يبقى التعرض المفرط إلى المخاطر قليل الاحتمال.