

دور هياكل التوريق وتعزيز الائتمان في تحديد المسار الدقيق لمعاملات السوق الثانوية

The role of securitization structures and credit enhancement in determining the Critical Path to Secondary Market Transactions

د. طالب عمر، جامعة باتنة 1 الحاج لخضر

د. خاطر طارق، جامعة باتنة 1 الحاج لخضر

ملخص:

ستكون تقنيات تعزيز الائتمان المستخدمة لأجل توريق قروض الدرجة الأولى غير فعالة إذا ما طبقت على قروض الدرجة الثانية، خصوصاً إذا تم استخدام التبعية باعتبارها الشكل الوحيد لدعم الائتمان، ولأجل هذا السبب تستخدم الهياكل مزيج من آليات تعزيز الائتمان في توريق القروض من الدرجة الثانية. إن الهدف من الهيكلة لا يكمن في تعظيم عدد فئات السند، بل الهدف الاقتصادي الوحيد من الهيكلة هو تعظيم العائد الإجمالي المتحصل عليه من بيع كل فئات السند المدعومة بواسطة مجمع أصول أو بدلاً من ذلك، بالنسبة لحجم تمويل معين، الهدف هو بلوغ أدنى متوسط تكلفة مرجح.

الكلمات المفتاحية: التوريق، المهيكلة، المتعهد بالالتزام، زيادة حجم التعزيز الائتماني، مخاطر سعر الأساس، تعزيز الائتمان.

Abstract:

The credit enhancement techniques used to securitizing prime loans would be inefficient if applied to subprime loans, especially if subordination is used as the only form of credit support. And for this reason that in securitizing subprime loans, structurers utilize a combination of the credit enhancement mechanisms. The sole economic goal of the structurer is to maximize the total proceeds received from the sale of all the bond classes that are backed by the asset pool. Or alternatively, for a given funding size, the goal is to attain the lowest weighted average cost.

Key words: securitization, Structurer, Obligor, Overcollateralization, Basis Risk, Credit Enhancement,

يعتبر التوريق أحد أهم وأعرق الابتكارات بروزاً في الأسواق المالية، حيث يعود ظهوره إلى سنوات الثلاثينات، أين غير وجه المالية الأمريكية والعالمية مما أحدث ثورة في الطريقة التي يتم بها تلبية الاحتياجات الائتمانية للمستهلكين والشركات. إن الاستخدام التاريخي للوسطاء الماليين في جمع الودائع وإعادة إقراضها إلى أولئك الذين ينشدون التمويل أصبح أمراً تكملياً، إن لم يتم استبداله بآلية التوريق التي تتجاوز الوساطة المالية التقليدية وتربط المقترضين مباشرة بالأموال وأسواق رأس المال.

يكمن العنصر الأساسي للتوريق في كون أن التزام جهة الإصدار بسداد المقرضين مدعوم بواسطة قيمة الأصل المالي أو تعزيز ائتمان مقدم من طرف ثالث إلى الصفقة. عندما نقول قيمة "الأصل المالي" فإننا نعني بذلك قرض أو حساب مقبوضات «Account receivable» أو أوراق قبض «Note receivable». لنضع في اعتبارنا أن القرض أو المقبوضات (المستحقات أو الذمم) هي أصل مالي للمقرض لكن التزام (دين) بالنسبة للمقترض. إذاً، يقوم المقرض في التوريق باستخدام مجمع قروض أو مستحقات يمتلكها كضمان لأجل أدوات دين يصدرها، حيث يشار إلى الأصول المالية المدرجة في الضمان لأجل عملية التوريق بالأصول المورقة. وللحصول على التصنيف الائتماني المرغوب، المنشود من قبل شركة لأجل الأوراق المالية المدعومة بأصول التي تم إنشاؤها في عملية توريق، فإن كلا من قيمة الأصول المالية وتعزيز ائتمان الطرف الثالث قد تكون مطلوبة على حد سواء.¹

بغض النظر عن نوعية الضمان أو مرونة الهيكل أو رغبات المستثمرين، فإن التوريق يحصل فقط عندما يختار مالك القروض فعل ذلك. إن مالك القروض من الناحية الفنية قد لا ينتهي به الأمر كجهة مصدرة قانونية للأوراق المالية، وفي معظم الحالات لا يقوم بذلك، إلا أن المالك وحده هو من يقرر ما إذا كان سيستخدم التوريق أو لا. أما فيما يتعلق بجانب هيكل الصفقة فإن هذه المسألة تعتبر واحدة من النقاط التي تتطلب دراسة متأنية في مرحلة مبكرة من الصفقة، فعادةً لا يمكن تغيير هيكل المعاملة بعد أن يتم إغلاق الصفقة. وعند النظر في هيكل الصفقة المقترح ينبغي البحث في التأثير الذي سيحدثه الهيكل على المجالات التالية:²

- تكلفة وضع هيكل خاص والحفاظ عليه على مدى فترة الصفقة.
- الآثار المترتبة على الضرائب (الترجمة إلى تكاليف واحتمالاً قيود أخرى).
- شهية المستثمرين لهياكل معينة.

- التنظيم (مثل بازل 3 وما ترضه من بعض القيود على هياكل الصفقة واستخدام شرائح متعددة).

- إعداد الأداة ذات الغرض الخاص (داخلية/ خارجية/ أمانة استثمار، ... الخ).

I. استعمال مشتقات أسعار الفائدة في معاملات التوريق:

تستخدم مشتقات أسعار الفائدة في معاملات التوريق بغرض التحوط وتعزيز العائد، فهناك ثلاث أنواع من مشتقات أسعار الفائدة التي يتم التعامل بها خارج السوق الرسمية والتي تستخدم عادةً في عمليات التوريق، هي: مبادلات أسعار الفائدة «Interest Rate Swaps» وعقود مبادلة الأوراق المالية ذات سعر الفائدة المتغير غير المقيّد «Interest Rate Caps» وخيارات السقف والقاع «Interest Rate Corridors». ولأنها أدوات غير مدرجة في السوق الرسمية، فإنها تعرض أمانة الاستثمار «The Trust» (أداة الغرض الخاص «SPV») إلى مخاطر الطرف المقابل.

أولاً: مبادلات أسعار الفائدة

يمكن استخدام مبادلة أسعار الفائدة لغرض تغيير خصائص التدفق النقدي للأصول (الخصوم) كي تتناسب مع خصائص الخصوم (الأصول). على سبيل المثال، نفترض معاملة تحتوي على مجمع مدفوعات قروض بمعدل ثابت، لكن فئات السند التي هي مدعومة بواسطة الضمان لها خصائص دفع شهري بمعدل متغير. يمكن استخدام مبادلة عامة أو بسيطة من أجل تحويل التدفق النقدي الشهري بمعدل ثابت إلى تدفق نقدي شهري بمعدل متغير على أساس سعر فائدة مرجعي وهامش مستحق إلى الفئات المغطاة من السندات. في بعض عمليات التوريق تسدّد أمانة الاستثمار معدل ثابت إلى الطرف المقابل في مقابل معدل متغير. وفي عمليات توريق أخرى يتم عكس المدفوعات، بحيث تسدّد أمانة الاستثمار معدل متغير إلى الطرف المقابل في مقابل معدل ثابت.³

ثانياً: أسعار الفائدة «Caps» و«Corridors»

يمكن استخدام سعر الفائدة «Cap» للتحوط ضد ارتفاع أسعار الفائدة، حيث يدفع مشتري عقد «Cap» للبايع علاوة مقدماً لأجل هذا الحق عند الإقفال. سعر الفائدة «Corridor» هو سعر فائدة «Cap» أين يكون التزام البايع مقتصر على معدل أقصى محدد (سقف) وبطبيعة الحال التكلفة على المشتري يتم خفضها وفقاً لذلك، وكما هو الحال مع سعر الفائدة «Cap» يتم تعويض البايع بعمولة منفردة مقدماً.

هناك استعمال آخر لأسعار الفائدة «Cap» أو «Corridor» يتمثل في صيانة العائد* «Yield Maintenance»، أين يلاحظ ذلك في كثير من الأحيان في معاملات صافي هامش الفائدة «Net Interest Margin (NIM)» للأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBS». الأوراق المالية ذات صافي هامش الفائدة «NIM» عبارة عن سندات مهيكلت لتلقي تدفقات نقدية من الهوامش الزائدة** بمقدار ما يوجد. المعاملة النموذجية «MBS NIM» هي أداة قصيرة الأجل لأصل الدين والفائدة بثلاث مصادر رئيسية للأموال، لاسيما غرامات الدفع المسبق والقيمة الباقية المحررة من معاملة «MBS» رئيسية (غالباً ما تكون معتمدة كفتة X أو فئة P) والمدفوعات من «Cap» و«Corridor» (تسمى كذلك باتفاق صيانة العائد). عادةً ما يدفع «NIM» معدل فائدة ثابت أو متغير، الذي يُدفع أولاً في توزيع «NIM» حسب نظام «Waterfall»*، وكل الأموال المتبقية يتم تخصيصها للأصل. غرامة السداد المسبق والتدفق النقدي المتبقي لا تعتبر إلى حد كبير مصادر مستقرة للأموال، وبما أن أمانة استثمار «NIM» يتعين عليها سداد الفائدة إلى حاملي سندات «NIM» كل شهر، فإن الهيكل عادةً ما يشتمل على «Cap» أو «Corridor» ليساعد على استقرار التدفق النقدي وضمان أن الفائدة ستسدد في الوقت المناسب إلى حاملي سندات «NIM»⁴.

ثالثاً: مخاطر سعر الأساس واستعمال العائد

تستعمل كذلك مشتقات أسعار الفائدة في التوريق للتحوط ضد سيناريوهات أسعار الفائدة أين قد يرتفع المؤشر القياسي للخصوم بسرعة أكبر من مؤشر الأصول القياسي. يسمى هذا التباين

* علاوة مسددة مسبقاً تسمح للمستثمرين بتحقيق نفس العائد كما لو أن المقترض قام بكل مدفوعات القرض الرهني العقاري المجدولة حتى موعد الاستحقاق، بحيث أن صيانة العائد مصممة لجعل المستثمرين غير مكترئين لعمليات مدفوعات السداد المبكر ولجعل إعادة التمويل غير جذاب وغير اقتصادي للمقترضين.

** «Excess Interest/Excess Spread»: وهي الفائدة المقبوضة من مدفوعات السداد التي هي أكبر من الفائدة على الشهادات. وتعرف على أنها الفرق ما بين الفائدة المدفوعة على القروض الرهنية العقارية (صافي رسوم الخدمة) والفائدة المستحقة على الشهادات.

* «Waterfall payment» هو نظام سداد من خلاله يتلقى المقرضون من الدرجة الأولى مدفوعات الأصل والفائدة من المقترضين في حين يتلقى المقرضون من الدرجة الثانية مدفوعات الفائدة فقط. عندما يتم استلام كل مدفوعات الأصل والفائدة من قبل مقرضي الدرجة الأولى وبالكامل، يبدأ مقرضو الدرجة الثانية في تلقي مدفوعات الأصل والفائدة.

في المؤشرات بمخاطر سعر الأساس** «Basis Risk». إن التزام فائدة أمانة الاستثمار لحاملي السندات، الخاضع لتعزيز الائتمان، يقتصر على مبلغ الفائدة التي يولدها الضمان. إن هذا العجز المتمثل في مخاطر سعر الأساس هو مخاطرة للمستثمرين، يمكن التخفيف منها من خلال دمج مشتقات أسعار الفائدة في المعاملات، حيث يمكن لهذه الأخيرة أن تخفف مخاطر سعر الفائدة ومخاطر سعر الأساس بالنسبة لمدفوعات ضمان مختلفة الخصائص باستخدام مشتقات أسعار فائدة عدة.

يستعمل العائد من مشتقات أسعار الفائدة في نظام «Waterfall» لأجل غرض واحد أو أكثر من الأغراض الثلاثة التالية:

- (1) تغطية الخسائر على الضمان؛
- (2) بناء زيادة حجم التعزيز الائتماني بتسديد أصل السند؛
- (3) تغطية عجز مخاطر سعر الأساس*** «Basis Risk Shortfall».

يتم توجيه العائدات نحو هذه الأغراض في نظام «Waterfall» ويمكن إعطاؤها الأولوية في أي ترتيب كان.

في عمليات التوريق المدعومة بقروض عقارية سكنية التي تستخدم فائدة زائدة وزيادة حجم الائتمان «Overcollateralization» كدعم ائتمان، فإن العائد من المبادلة النموذجية سيستخدم لتغطية الخسائر وبناء زيادة حجم التعزيز الائتماني قبل أن يتم استخدامه لسد عجز مخاطر سعر الأساس (الفرق ما بين قسيمة الشهادة وسقف الأموال المتاحة* «Available Funds Cap»). من ناحية أخرى، تستخدم بعض معاملات التوريق المدعومة بقروض عقارية سكنية حصيلة (عائد) المبادلة لتغطية عجز مخاطر سعر الأساس قبل تغطية الخسائر وبناء زيادة حجم تعزيز الائتمان. هذا النوع من

** «Basis Risk» هو المخاطرة التي تنشأ عندما يكون التدفق النقدي من القروض الرهنية العقارية لا يعكس المدفوعات المطلوبة إلى حاملي السندات بسبب أن الشهادات المطروحة مرتبطة بمؤشرات مختلفة عن مثيلاتها المرتبطة بالقروض الرهنية العقارية (مثلاً، القروض الرهنية العقارية معدلاتها ثابتة بينما السندات لها معدلات متغيرة). هذا يرفع احتمال أن الشهادات تُراكم فائدة عند معدلات فائدة عالية مقارنة بالقروض الرهنية العقارية الأساسية.

*** عندما يكون المبلغ الإجمالي للفائدة على الشهادات أكبر منه على الضمان فإن الفرق يعرف بعجز مخاطر سعر الأساس «Basis Risk Shortfall».

* وهو حد أقصى على مبلغ الفائدة المستحقة لحاملي الشهادات، إلى حجم الفوائد المجمعة على مجموعة أو مجمع من القروض الرهنية العقارية.

نظام «Waterfall» هو انحراف عن نظام توزيع «Waterfall» الذي يضع حد أقصى لمدفوعات فائدة الشهادات عند سقف الأموال المتاحة. بما أن العائد الإجمالي للمبادلة يتم خفضه عن طريق سداد عجز مخاطر سعر الأساس قبل تغطية الخسائر وبناء زيادة حجم تعزيز الائتمان في هذا الهيكل، فإن المبادلة ستمنح تعزيز ائتمان أقل للشهادات، لكن ستساعد على خفض مخاطر سعر الأساس.⁵

II. هيكله معاملات الوكالة المدعومة بواسطة «MBS»

تعتبر الأوراق المالية المدعومة بعقارات، أوراق مالية تستند إلى مجمع من القروض الرهنية العقارية، بحيث يمكن استخدام القروض الرهنية العقارية السكنية أو التجارية كضمان لمثل هذا النوع من الأوراق المالية. الأوراق المالية العقارية المضمونة بقروض عقارية سكنية تشتمل على الأوراق المالية العقارية بتدفقات متماثلة «Mortgage Passthrough Securities» والأوراق المالية منزوعة القسيمة المدعومة برهن عقاري** «Stripped Mortgage-Backed Securities (SMBS)» والأوراق المالية المضمونة ب: قروض/أوراق مالية رهنية*** «Collateralized Mortgage Obligations (CMOs)» التي تسمى كذلك بالتزام الرهن المضمون، إلا أن هذه التسمية الأخيرة تعتبر الترجمة الحرفية للتسمية الإنجليزية. إجمالاً يشار إلى هذه الأوراق المالية بالأوراق المالية المضمونة برهن عقاري «MBS»، ويشار إليها كذلك (وفقاً للنموذج الأمريكي الرائد في هذا المجال)، عندما تكون مصدره إما من قبل الجمعية الحكومية للتمويل العقاري الوطني «Ginnie Mae» أو الجمعية الفيدرالية للتمويل العقاري الوطني «Fannie Mae» أو المؤسسة الفيدرالية لتمويل قروض الإسكان «Freddie Mac»، بالأوراق المالية للوكالة المضمونة برهن عقاري «Agency MBS».

التسديدات المسبقة واتفقيات الدفع المسبق: هناك أنواع مختلفة من القروض قد تسمح للمقترض بسداد القرض كلياً أو جزئياً في أي وقت شاء قبل تاريخ السداد الرئيسي المجدول، مثل ما هو عليه

** «SMBS» هي الأوراق المالية التي تعيد توزيع التدفقات النقدية من الضمان الأساسي للأوراق المالية المدعومة برهن عقاري إلى مكونات الأصل والفائدة للأوراق المالية المدعومة برهن عقاري من أجل تعزيز جاذبيتها لمجموعة مختلفة من المستثمرين.

*** وهي الأوراق المالية المضمونة بمجمع القروض المضمونة بالرهن أو بعض مجموعات القروض المضمونة بالرهن العقاري السكني والأوراق المالية للوكالة. وعادةً ما تتضمن العملية التي يتم فيها إصدار مثل هذا النوع من الأوراق «CMOs» فئات متعددة من الأوراق المالية بحيث يكون لها تواريخ استحقاق وكوبونات مختلفة.

الحال بالنسبة لأكثر فئات الأصول التي تم توريقها في الولايات المتحدة الأمريكية، والمتمثلة في القروض الرهنية العقارية السكنية، فيسمى السداد الذي يقوم به المقترض خارج السداد الرئيسي المقرر بالدفع أو السداد المسبق «Prepayment». إن تقدير التدفق النقدي من الضمان الذي يسمح بالتسديدات المسبقة يتطلب القيام بتنبؤ حول التسديدات المسبقة المستقبلية. مع سند الدين، يعتبر التوقف أو التأخر عن الدفع نتيجة سلبية على حامل سند الدين. بالمقابل، قد يكون الدفع المسبق مفيد أو ضار بالنسبة لحامل سند الدين تبعاً للظروف⁷، فالتسديدات المسبقة تعتبر سيف ذو حدين لسوق «MBS»، فهي كما تُنشأ الفرص تُنشأ كذلك المخاطرة.

إن القروض الرهنية العقارية الفردية الداعمة لـ «MBS» هي الضمان للأوراق المالية، ومنه فإن أداء الضمان هو الذي يقود أداء الأوراق المالية.⁸ فقد يسبب السداد المسبق للقروض الرهنية خسارة معتبرة في القيمة بالنسبة لمقرض القرض الرهني ولعملية التوريق ومنها إلى المستثمر في الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري، والسبب الذي يجعل الدفع المسبق مؤلم هو كونه خيار ممنوح للمقترض يُمارس عادةً لمصلحته و ضد مصلحة المقرض. على سبيل المثال، قرض رهني بمعدل ثابت يمكن أن يتم تسديده مسبقاً عند انخفاض أسعار الفائدة على القروض العقارية إلى ما دون سعر فائدة القرض المسدد من قبل المقترض، بحيث يمكن للمقترض إعادة تمويل القرض الرهني عند المعدل المنخفض السائد.

في سوق «MBS» السكنية للولايات المتحدة استخدمت العديد من الاتفاقيات كمقياس لمعدلات الدفع المسبق: (1) خبرة الإدارة الفدرالية للإسكان «FHA»؛ و(2) معدل الدفع المسبق المشروط؛ و(3) اتفاقية الدفع المسبق للجمعية العمومية للأوراق المالية «PSA». الاتفاقية الأولى لم تعد تستخدم، بينما الثانية والثالثة يجري التداول بهما حالياً.⁹

III. هيكل المعاملات خارج المؤسسات تحت الرعاية الحكومية

تناولنا في العنصر السابق الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBS» المصدر من قبل «Ginnie Mae» أو «Fannie Mae» أو «Freddie Mac»، على اعتبار أنها معاملات وكالة. ومنه فإن مصطلح "المؤسسات خارج الرعاية الحكومية «Non-agency» يشير إلى الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري التي لا تتمتع بالضمان الائتماني لأحد الكيانات الحكومية المذكورة أعلاه.

إن تصنيف الورقة المالية سواءً «Non-Agency MBS» أو «Real Estate-Backed ABS» لا يكون دائماً واضحاً، ذلك أن هناك أوراق مالية يكون فيها الضمان الأساسي مختلط مع أنواع مختلفة من القروض المرتبطة بالرهن العقاري، لذا يتم اللجوء إلى قواعد بيانات متعلقة بالأوراق المالية (على غرار «The Securities Data Corporation (SDC)» في الولايات المتحدة الأمريكية) تم إنشاؤها كميّار للتفريق ما بين منتجات القروض الرهنية ذات الضمان المختلط إما «CMO» أو «ABS».¹⁰

IV. تعزيز الائتمان «Credit Enhancement»

للتصنيف المنشود على الصفة تأثير كبير على عملية الهيكلة، أين ستعمل وكالات التصنيف على تحديد مستوى دعم أو تعزيز الائتمان لأجل الحصول على مستوى التصنيف المطلوب. إن توفير تعزيز الائتمان سواءً عبر وسائل داخلية أو خارجية يدخل ضمن مهام المهيكل «The Structurer»، بحيث يكمن مضمون العملية في تقديم أقل قدر من تعزيز الائتمان لأعلى مستوى تصنيف ممكن، الذي سيوفر من المفروض التكلفة الأقل للأموال. أما من حيث المنهجية الكامنة وراء التصنيفات فهي في الأساس نفسها بغض النظر عما إذا كان أحدها جرت هيكلته في الولايات المتحدة أو أوروبا.

أولاً: مفهوم تعزيز الائتمان

يشير مصطلح تعزيز الائتمان إلى مجموعة من التدابير التي يمكن وضعها كجزء من عملية التوريق بالنسبة لإصدارات «ABS» و«MBS»، بحيث يستجيب التصنيف الائتماني للسندات المصدرة إلى متطلبات المستثمر، فكلما كانت نوعية الأصول المراد توريقها منخفضة كلما كانت الحاجة أكثر إلى تعزيز الائتمان¹¹. ويعكس التصنيف المعطى من قبل هيئة تصنيف الجدارة الائتمانية «Credit-Rating Agency» مخاطر الائتمان على الكيان، سواءً بصورة عامة أو فيما يتعلق بالتزام معين. فبالنسبة لـ «Standard & Poor's» هذا يعكس قدرة الكيان على دفع الفوائد والأصل على السند ذو الصلة أو السندات على أساس زمني، أو "احتمال التخلف عن الدفع" على الديون ذات الأولوية. أما «Moody's» فتستخدم مقارنة أكثر تعجيباً، التي لا تستند على مخاطرة أن المستثمرون ذوو الأولوية لن يتحصلوا على كامل الأصل والفائدة الخاصة بهم في الوقت المحدد، لكن تميل أكثر نحو مقارنة الخسارة المتوقعة التي تعكس المبلغ الذي قد يخسره المستثمرون على امتداد فترة المعاملة، أو درجة مخاطرة الاستثمار الملازمة للسند. بالنسبة لـ «Fitch»، فإنه يعطي مزيداً من الترجيح إلى احتمال

مقاربة التخلف عن الدفع عند مستويات ذوى الأولوية (المرتبة الاستثمارية)، لكن يأخذ بعين الاعتبار الخسائر كذلك، وعلى الأخص عند مستويات تصنيف DDD أين الاستردادات (التحصيلات) هي الدخل الأكثر أهمية.¹²

لتعزيز الائتمان أنواع مختلفة، حيث أن طبيعة وحجم تعزيز الائتمان المطلوب في المعاملة يكون محدد حسب نوع الأصل المورق ونوع المستثمر المستهدف، لذا تعتبر بعض أشكال تعزيز الائتمان أكثر ملاءمة لبعض أنواع الأصول وفي الوقت نفسه ستكون غير مناسبة تماماً بالنسبة لأنواع أخرى. كل تعزيز ائتمان له تكاليفه المرتبطة به، والتحليل الاقتصادي للتكلفة من أجل تعزيز إضافي للهيكل مقابل التنفيذ الحسن للصفقة يتم القيام به من قبل المهيكل.

يتم تحديد مقدار أو حجم تعزيز الائتمان اللازم للحصول على التصنيف الائتماني من قبل وكالات التصنيف بناءً على طلب الجهة الساعية إلى التصنيف، حيث تقوم وكالة التصنيف بتحجيم «Sizing» تعزيز الائتمان ويقوم المهيكل بتحديد المزيج الأفضل لتعزيزات الائتمان لإتمام المقدار المحدد من قبل وكالة التصنيف. العوامل التي تأخذها وكالات التصنيف بعين الاعتبار في تحجيم المعاملة هي: (1) دوافع المتعهد بالالتزام «Obligor» إلى التقصير؛ و(2) نوعية الائتمان بالنسبة للملتزمين؛ و(3) سيناريو الخسارة المرجح والتغير المتوقع للخسارة؛ و(4) تنوع مجمع الأصول. ويستند مستوى تعزيز الائتمان لكل فئة سند في الهيكل سيتم تصنيفها ائتمانياً على التصنيف المستهدف الذي تسعى له فئة السند تلك.¹³

ثانياً: آليات تعزيز الائتمان

يمكن تصنيف آليات تعزيز الائتمان إلى ثلاث فئات:¹⁴

1. **المقدم من المنشئ «Originator-provided»:** يشير تعزيز الائتمان المقدم من المنشئ إلى دعم الائتمان الذي يتم فيه تحمل جزء من مخاطرة الائتمان لمجمع الأصول من قبل المنشئ/البائع.
2. **الهيكلي «Structural»:** يشير تعزيز الائتمان الهيكلي إلى إعادة توزيع مخاطر الائتمان ما بين فئات السند التي يشتمل عليها الهيكل، بحيث تقدم فئة سند واحدة تعزيز ائتماني إلى فئات السند الأخرى.

3. المقدم من طرف ثالث: يشير تعزيز الائتمان المقدم من طرف ثالث إلى تحمل مخاطر الائتمان من قبل جهات أخرى غير المنشئ وفئات السند الأخرى في الهيكل، أي من قبل جهة أخرى غير أداة الغرض الخاص «SPV».

ثالثاً: أشكال آليات تعزيز الائتمان

تكمن طريقة عمل تعزيز الائتمان في وجود طرف ثالث إما أن تسدد له عمولة (أو علاوة تأمين) أو يكسب عائد إضافي على ورقة مالية في الهيكل كي يتحمل مخاطر ائتمان. هناك شكلان لتعزيز الائتمان: خارجي وداخلي. يقتضي تعزيز الائتمان الخارجي ضمانات طرف ثالث مثل التأمين أو خطاب اعتماد «Letter Of Credit». أما تعزيز الائتمان الداخلي فيشتمل على زيادة حجم التعزيز الائتماني «Overcollateralization» وهياكل الدرجة الأولى-الدرجة الثانية «Senior-Subordinate Structures» والاحتياطيات «Reserves». غالباً ما يكون للمعاملات أكثر من شكل واحد لتعزيز الائتمان، بحيث تحدد وكالات التصنيف مقدار تعزيز الائتمان المطلوب للحصول على تصنيف ائتماني معين وتقرر الجهة المصدرة ما هي الآليات التي تستخدم.

من الأهمية بمكان بالنسبة للجهة المصدرة دراسة كل شكل من أشكال تعزيز الائتمان قبل القيام بعملية الإصدار قصد تحديد آلية التعزيز أو مزيج آليات تعزيز الائتمان الأكثر فعالية من حيث التكلفة، فنظراً للتغير في ظروف السوق فإن شكل تعزيز الائتمان الأقل تكلفة اليوم قد لا يكون الأقل تكلفة في معاملة التوريق اللاحقة.

1. تعزيزات الائتمان الخارجية:

تأتي تعزيزات الائتمان الخارجية في شكل ضمانات الجهة الثالثة التي تنص على مستوى أول للحماية ضد الحسائر إلى غاية مبلغ معين. تاريخياً، يعتبر خطاب الاعتماد وتأمين السند أكثر الأشكال شيوعاً لتعزيزات الائتمان الخارجية. يكون الهيكل مع دعم الائتمان الخارجي مرتقن بمخاطر الائتمان لضامن (كفيل) الطرف الثالث، بحيث إذا تم تخفيض التصنيف الائتماني لضامن الطرف الثالث فإن فئات السند التي تدخل ضمن معاملة مضمونة من طرف ذلك الكيان تكون مرتقنة بتخفيض التصنيف الائتماني اعتماداً على الأداء التاريخي للضامن، وهذا هو العيب الرئيسي لضمانات الطرف الثالث.

لا تغير تعزيزات الائتمان الخارجية جوهرياً في خصائص التدفق النقدي للهيكل إلا في شكل الدفع المسبق. في حال التقصير المفضي إلى خسائر ائتمانية في حدود مستوى الضمان فإن المستثمرون سيتحصلون على مبلغ أصل الدين كما لو حدث دفع مسبق، أما إذا تجاوزت خسائر الائتمان مستوى الضمان فإن المستثمرين قد يحققون نقص في التدفق النقدي.¹⁵

2. تعزيزات الائتمان الداخلية:

تأتي تعزيزات الائتمان الداخلية في أشكال أكثر تعقيداً من تعزيزات الائتمان الخارجية، وقد تغير في خصائص التدفق النقدي للقروض حتى في غياب التخلف عن الدفع. الأشكال الأكثر شيوعاً لتعزيزات الائتمان الداخلية هي هياكل الدرجة الأولى-الدرجة الثانية «Senior-Subordinate Structures» وزيادة حجم التعزيز الائتماني «Overcollateralization» والاحتياطيات «Reserves»، حيث تستخدم هذه الأشكال سواءً بصفة فردية أو بصفة مشتركة وذلك وفقاً لأنواع القروض محل النقاش.

من المعروف أن عمليات التوريق تستخدم هياكل الدرجة الأولى/الدرجة الثانية لما يكون أداء الائتمان الأساسي قوياً تاريخياً، على اعتبار أن تعزيز الائتمان المطلوب يكون صغير نسبياً وهيكل الدرجة الأولى/الدرجة الثانية يوفر تنفيذ فعال. تتطلب الصفقات المدعومة بقروض منخفضة الجودة مستويات أعلى من التعزيز، وعادةً ما تستخدم مزيج من أشكال تعزيز الائتمان المذكورة أعلاه.¹⁶

1.2. هيكل الدرجة الأولى-الدرجة الثانية «Senior-Subordinate Structure»:

سبق وأن وضحنا بأن هناك فئات سندات من الدرجة الأولى «Senior bond classes» وفئات سند تابعة أو من الدرجة الثانية «Subordinate bond classes». يتم إنشاء هيكل الدرجة الأولى-الدرجة الثانية لإتاحة التقسيم إلى شرائح ائتمانية، بحيث يشمل هيكل الدرجة الأولى-الدرجة الثانية على شريحة واحدة من الدرجة الأولى وعلى الأقل شريحة تابعة أو من الدرجة الثانية.¹⁷ يقتضي هيكل الدرجة الأولى-الدرجة الثانية تبعية بعض فئات السند لفائدة إحراز تصنيف درجة استثمارية مرتفع بالنسبة لفئات سند أخرى في الهيكل. واستناداً إلى تحليل الضمان، ستقرر وكالة التصنيف كم من السندات بتصنيف ثلاثي-A يمكن إصدارها وكم من السندات بتصنيف ثنائي-A، وهكذا وصولاً إلى السندات غير المصنفة.

على سبيل المثال نفترض هيكل درجة أولى-درجة ثانية بضمان يقدر بـ 200 مليون \$ كالاتي:

القيمة الإسمية	النسبة المئوية	التصنيف	فئة السندات
\$ 130 مليون	65 %	AAA	A
\$ 40 مليون	20 %	AA	B
\$ 20 مليون	10 %	BBB	C
\$ 10 مليون	5 %	غير مصنفة	D

فئة السندات A هي فئة السندات من الدرجة الأولى. فئات السندات التابعة (من الدرجة الثانية) هي: B و C و D.

قاعدة تسجيل الخسائر هي كالتالي: على اعتبار تحقيق \$ 1 من الخسارة على الضمان، هذه الخسارة تطبق أولاً لفئة السندات D. عندما لا يكون هناك رصيد لفئة السندات D يتم تطبيق الدولار الموالي من الخسارة لفئة السندات C، ثم بعد ذلك فئة السندات B. وبعد ما يتم تصفية كل فئات السندات التابعة بسبب الخسائر، فإن الخسائر اللاحقة يتم تحقيقها من قبل فئة سندات الدرجة الأولى.¹⁸

2.2. زيادة حجم التعزيز الائتماني «Overcollateralization»:

يشير زيادة حجم التعزيز الائتماني في الهيكل إلى الوضعية التي تكون فيها قيمة الضمان تفوق مبلغ القيمة الإسمية للأوراق المالية المتداولة المصدرة من قبل «SPV». على سبيل المثال، إذا تم إصدار أوراق مالية بقيمة إسمية تساوي 100 مليون \$ وعند الإصدار كان للضمان قيمة سوقية تعادل 105 مليون \$، فإن هناك 5 مليون \$ في زيادة حجم التعزيز الائتماني. مع مرور الوقت، فإن مبلغ زيادة حجم التعزيز الائتماني يتغير وذلك بسبب: (1) حالات التقصير و(2) استهلاك الدين (سداد الدين) و(3) التسديدات المسبقة. على سبيل المثال، نفترض أنه بعد سنتين على عملية الإصدار، القيمة الإسمية للأوراق المالية المتداولة هي 90 مليون \$ وقيمة الضمان في ذلك الوقت هي 93 مليون \$، بالتالي فإن زيادة حجم التعزيز الائتماني هو 3 مليون \$ (93 مليون \$ - 90 مليون \$).

يمثل زيادة حجم التعزيز الائتماني شكل من أشكال تعزيز الائتمان الداخلي بسبب إمكانية استخدامه لامتناع الخسائر. فعلى سبيل المثال، إذا كان التزام الهيكل (أي القيمة الإسمية لكل فئات السندات) تساوي 100 مليون \$ وقيمة الضمان هي 105 مليون \$، إذاً فإن أول 5 ملايين \$ للخسائر لن تؤدي إلى خسارة بالنسبة لأي فئة من فئات السند في الهيكل.¹⁹

3.2. الأموال الاحتياطية «Reserve Funds»:

تأخذ الأموال الاحتياطية شكلين اثنين: أموال احتياطية نقدية «Cash Reserve Funds» وفائض هامش الخدمة «Excess Servicing Spread». الأموال الاحتياطية النقدية عبارة عن ودائع مباشرة من النقد الناتج عن حصيللة الإصدار، حيث أنه في هذه الحالة يتم إيداع جزء من حصيللة الاكتتاب للمعاملة في حساب صندوق مالي يستثمر عادةً في أدوات السوق النقدي. تستخدم الأموال الاحتياطية النقدية عادةً بالاشتراك مع بعض أشكال تعزيز الائتمان الخارجي. تقتضي حسابات فائض هامش الخدمة تخصيص الهامش الفائض «Excess spread» أو النقد في حساب احتياطي منفصل بعد سداد صافي القسيمة ورسم الخدمة وكل المصاريف الأخرى على أساس شهري. على سبيل المثال، نفترض أن المتوسط المرجح لسعر الفائدة على مجموعة من القروض الإجمالي «Gross WAC» هو 7,75% وخدمة القرض والرسوم الأخرى هي 0,25% وصافي المتوسط المرجح لسعر الفائدة على مجموعة من القروض «Net WAC» هو 7,25%. هذا يعني بأن هناك فائض خدمة بـ 0,25%. المبلغ في حساب الاحتياطي سيزيد بصفة تدريجية ويمكن استخدامه لسداد الخسائر المستقبلية المحتملة. هذا الشكل من أشكال تعزيز الائتمان يقوم على فرضية أن حالات التقصير نادراً ما تحدث في الزمن المبكر جداً من عمر القرض، لكن تزيد تدريجياً في السنتين إلى الخمس سنوات الموالية.²⁰

خاتمة البحث

الآثار المترتبة عن هيكلية معاملة ما باستخدام أداة الغرض الخاص «SPV»، هي أنه عندما تبيع هذه الأخيرة سندات مدعومة بقروض (أي ABS) فإن وكالات التصنيف ستقيم مخاطر الائتمان المرتبطة بجمع المدفوعات المستحقة على القروض بمعزل عن التصنيف الائتماني للمنشئ/البائع لأنه ليس ذو صلة. التصنيف الائتماني الذي سيتم تحديده لفئات السند المصدرة من قبل «SPV» سيكون أياً كان التصنيف الائتماني الذي تريده جهة الإصدار أن يكون! قد يبدو الأمر غريب لكن هذا هو الواقع. السبب هو أن «SPV» ستظهر لوكالات التصنيف الخصائص والأداء التاريخي لقروض مماثلة في معاملة التوريق من تلك التصنيفات لفئات السند التي ترجوها. بدورها، وكالات التصنيف المقيمة لفئات السندات ستبدي للمصدر كيف ينبغي عليه هيكلية المعاملة بغية الحصول على تصنيف معين

بالنسبة لكل فئة من فئات السند في الهيكل. وبشكل أكثر تحديداً، سوف يتم إعلام المصدر بعدد تعزيز الائتمان المطلوب في الهيكل لمنح تصنيف ائتماني معين لكل فئة سند.

بتعزيز الائتمان، يعني ذلك أن هناك مورد لرأس مال بحيث يمكن استخدامه لاستيعاب الخسائر المتكبدة من قبل مجمع الأصول. جوهرياً تقيم وكالات التصنيف الخسائر المحتملة من الضمان وتحدد العدد المطلوب من تعزيز الائتمان لفئات السند في الهيكل المقترح لتحقيق التصنيف المستهدف المرجو من قبل جهة الإصدار. التصنيف الائتماني الأعلى المأمول من قبل المصدر سيقضي عدد أكبر لتعزيز الائتمان من قبل وكالة التصنيف لفائدة ضمان معطى. في الواقع، مع تعزيز ائتمان كاف يمكن أن تُمنح فئات السند المدعومة بواسطة الضمان التصنيف الائتماني الأعلى المتمثل في ثلاثي A. المفتاح بالنسبة لشركة تصدر سندات بواسطة عملية التوريق بتصنيف ائتماني أعلى من التصنيف الائتماني الخاص بها (الشركة) يكمن في أداة الغرض الخاص «SPV»، التي يعتبر دورها بالغ الأهمية بسبب مقدرتها قانوناً على عزل الأصول المستخدمة كضمان لأجل التوريق عن الشركة الساعية للتمويل (المنشئ/ البائع)، وبالتالي عزل المعاملة عن مخاطر ائتمان المنشئ، فأداة الغرض الخاص «SPV» هي في حد ذاتها مهيكلتة ككيان بعيد عن الإفلاس. وبالنتيجة، نحن في نهاية المطاف مع مخاطر الخسائر في الأصول أو مخاطر الائتمان التي يمكن التخفيف منها بتعزيز ائتماني خاص إلى نقطة أين التصنيف المستهدف يمكن تحقيقه.

الهوامش والمراجع:

- ¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. (2006) **Introduction to Structured Finance**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, p. 66.
- ² Krebsz, Markus. (2011) **Securitization and Structured Finance Post Credit Crunch: A Best Practice Deal Lifecycle Guide**. West Sussex (UK): John Wiley & Sons, p. 63-64.
- ³ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, pp. 95-98.
- ⁴ Ibid, pp. 102-103.
- ⁵ Ibid, pp. 98-102.
- ⁶ Banks, Erik. (2006) **Synthetic and Structured Assets: A Practical Guide to Investment and Risk**. West Sussex (UK): John Wiley & Sons, p. 62.
- ⁷ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. (2008) **Introduction to Securitization**. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, pp. 31-32.
- ⁸ Davidson, Andrew., et al. (2003) **Securitization Structuring and Investment Analysis**. New Jersey (USA): John Wiley & Sons, p. 152.

- ⁹ Fabozzi, F J., Bhattacharya, A K., Berliner, W S. (2007) **Mortgage-Backed Securities: Products, Structuring, and Analytical Techniques**. New Jersey (USA): John Wiley & Sons, p. 48.
- ¹⁰ Fabozzi, Frank J., Dunlevy, John. (2002) **Nonagency MBS and Real Estate-Backed ABS**. In Fabozzi, Frank J. (éd). **Op. Cit.**, pp. 367-368.
- ¹¹ Choudhry, Moorad. (2010) **Structured Credit Products: Credit Derivatives and Synthetic Securitisation**. Second Edition. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte, Ltd, pp. 415-416.
- ¹² Deacon, John. (2004) **Global Securitisation and CDOs**. England: John Wiley & Sons Ltd, p. 15.
- ¹³ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. **Op. Cit.**, p. 85.
- ¹⁴ Ibid., p. 86.
- ¹⁵ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 105.
- ¹⁶ Ibid., pp. 107-108.
- ¹⁷ Fabozzi, Frank J., and all. (2007) **Fixed income analysis**. Second Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. p. 311.
- ¹⁸ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 108.
- ¹⁹ Fabozzi, Frank J., and all. **Fixed income analysis**. **Op. Cit.**, p. 311.
- ²⁰ Fabozzi, Frank J., Dunlevy, John. **Op. Cit.**, p. 375.