

Classification: **Public**



منهجيات التصنيف الائتماني

للمصكوك

2024 – نسخة عامة

المقدمة

تقدم هذه المنهجية النهج العام لوكالة سمة للتصنيف الائتماني (تصنيف) في تصنيف الصكوك. وكما هو الحال مع السندات التقليدية، يمكن إصدار الصكوك بفترات استحقاق قصيرة أو متوسطة أو طويلة، وذلك وفقاً لمتطلبات الإصدار وطبيعة العقد المستخدم، حيث يمكن أن تكون هذه الأدوات ذات هامش ربح ثابت أو متغير.

يمكن هيكلة الصكوك من عقد إسلامي واحد أو عدة عقود، مما يعني أن الحقوق والالتزامات وكذلك تداعيات عدم الامتثال لهذه الأدوات تعتمد على طبيعة العقود الإسلامية التي تشكل الأساس للمعاملة.

عادةً، تعتمد الصكوك على عقود ثنائية، والتي تشمل عقود التبادل المالي، أو الانتفاع بالمنافع، أو عقود الشراكة. وتعتبر المراجعة الشكل الأكثر انتشاراً لعقود التبادل، بينما تحظى الإجارة، كونها عقد انتفاع، بقبول واسع. أما عقود الشراكة مثل المضاربة والمشاركة، فهي شائعة في بعض الأسواق المالية الإسلامية.

نهج التصنيف الذي تتبعه "وكالة سمة للتصنيف الائتماني"

يمكن إصدار الصكوك استناداً إلى عقد إسلامي واحد أو من خلال مزيج من العقود الإسلامية، ولكن تظل القاعدة الأساسية لجميع هياكل الصكوك هي ضرورة وجود أصل مادي يدعمها، امتثالاً لأحكام الشريعة الإسلامية التي تفرض ارتباط المعاملات المالية بأنشطة اقتصادية حقيقية.

تقدم الصكوك القائمة على الأصول حقوق انتفاع أو مطالبة بالأصول الأساسية، ولكنها لا تتمتع بالضرورة بنفس الحماية الائتمانية التي توفرها الصكوك المدعومة بالأصول، خاصةً إذا لم تضمن شروط المعاملة حق مطالبة مضمونة بالأصل الأساسي. ولا ترتبط مخاطر الائتمان للصكوك القائمة على الأصول بأداء الأصل الأساسي لكنه أرتبط بالجدارة الائتمانية لجهة الإصدار. يستند نهج التصنيف المعتمد لدى شركة تصنيف إلى ثلاثة أطر رئيسية لتصنيف الصكوك:

1- منهجية تصنيف المؤسسات المالية أو الشركات

عند تصنيف الصكوك التي يكون المدين لها الأساسي شركة أو مؤسسة مالية، تعتمد شركة تصنيف على منهجية تصنيف الائتمان الخاصة بهذه الكيانات. وفي هذه الحالة، يعتمد تقييم المخاطر الائتمانية للصكوك بشكل أساسي على الجدارة الائتمانية للمدين، كما يتم تحديد التصنيف النهائي وفقاً لترتيب الصكوك بالنسبة إلى الديون غير المضمونة ذات الأولوية لجهة الإصدار، وبما يتماشى مع سياسة شركة تصنيف المعتمدة في تعديل التصنيفات.

2- منهجية تصنيف تمويل المشاريع

في حالة الصكوك التي يتم هيكلتها بخصائص تمويل المشاريع، حيث يتم تقليل المخاطر الرئيسية للمشروع من خلال العقود والضمانات، تعتمد شركة تصنيف على منهجية تمويل المشاريع لتقييم هذه الصكوك. ويعكس تقييم مخاطر الائتمان للصكوك قدرة أصل المشروع الأساسي على تحقيق تدفقات نقدية مستقرة تكفي لسداد التزامات الصكوك.

3- منهجية التمويل المدعوم بالأصول أو التمويل المنظم

تُطبق منهجية التصنيف الخاصة بالصكوك المدعومة بالأصول أو التمويل المهيكل عندما تتضمن الصفقة عناصر التوريق، مما يعني أن المخاطر الائتمانية للصكوك تصبح مستقلة عن الجهة الأصلية للأصول وتعتمد بالكامل على أداء الأصول الأساسية. يشمل التقييم قدرة الوكيل الإداري على العمل بصفة مقدم خدمة وتحول المدفوعات من المدينين إلى أصحاب الصكوك. بالإضافة إلى تقييم القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية المعاد استثمارها مقارنة بالمبلغ الأصلي للصكوك.

تعتمد هذه التقييمات على تحليل سلوك الأصول الأساسية، بما في ذلك الرهون العقارية والأدوات المالية السائلة، في ظل سيناريوهات ضغط متعددة، إلى جانب افتراضات حول معدلات الاسترداد للأصول المورقة. كما يتم تقييم مدى قوة الإطار القانوني والتنظيمي، وخاصةً فيما يتعلق بحماية الأصول من مخاطر الإفلاس المحتملة للجهة الأصلية.

الإرشادات العامة لتصنيف الصكوك – العناصر التحليلية

1- تحليل البنية الأساسية

تعتمد شركة تصنيف في تصنيف الصكوك على تحديد طبيعة الجهة الملتزمة الأساسية لاختيار الإطار التحليلي المناسب. كما هو موضح في النهج المذكور أعلاه، إذا كانت الجهة الملتزمة شركة أو مؤسسة مالية، يتم استخدام المنهجية الخاصة بالقطاع المعني لتحديد التصنيف بناءً على الجدارة الائتمانية للمصدر. أما إذا كانت الصكوك مهيكله وفق تمويل المشاريع بدون حق رجوع، فإن التصنيف يعتمد على جودة المشروع نفسه وليس على الجهة المصدرة.

في حالة هيكل الصكوك كمعاملة توريق مدعومة بالأصول، يتم تطبيق منهجيات التمويل المهيكل والتصنيف الائتماني الخاص بالصكوك المدعومة بالأصول. يعتمد التصنيف النهائي على أداء الأصول الأساسية، والترتيب الهيكلي للشرائح المختلفة ضمن إصدار الصكوك، بالإضافة إلى أي تدابير لتعزيز الائتمان قد تكون متاحة.

2- تقييم الأطراف الرئيسية في المعاملة

عند تقييم الأطراف الرئيسية للمعاملة، بجانب النظر بعين الاعتبار في أدوار الأطراف الرئيسية في المعاملة، إضافةً إلى قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم. كما يتم تقييم الجدارة الائتمانية لكل طرف وتأثيرها المحتمل على تصنيف الصكوك. وفي بعض الحالات، قد يتم إصدار تصنيف ظلي لهذه الأطراف إذا كانت جودتها المالية تشكل عامل مهم في تصنيف الصكوك

تشمل الأطراف الرئيسية في إصدارات الصكوك الجهة المصدرة أو المقترض، المستأجرين أو الجهة الملتزمة والضامنين والمقاولين ومقدم الخدمة أو مقدم الخدمة الاحتياطي. مع إمكانية وجود أطراف أخرى حسب طبيعة الإصدار.

3- تحليل الأصول والتدفقات النقدية

عند تصنيف الصكوك المدعومة بالأصول أو الصكوك الخاصة بتمويل المشاريع التي لا تتضمن حق الرجوع الكامل أو ذات حق رجوع محدود، يتم التركيز على تحليل الأصول والتدفقات النقدية لضمان. وفي بعض الحالات، يتم توفير دعم سيولة خارجي لتعويض أي نقص مؤقت في العوائد من الأصول. وفي بعض الحالات، تكون الجهة المصدرة للصكوك ملزمة قانونيًا أو ماليًا بتعويض أي نقص في التدفقات النقدية، كما هو الحال في بعض الصكوك "القائمة على الأصول".

يُعد تقييم قيمة الأصول عنصرًا أساسيًا في مراجعة شركة تصنيف، خاصةً إذا كان سداد الصكوك يعتمد بشكل جزئي أو كلي على بيع هذه الأصول أو إعادة تمويلها لصالح أطراف خارجية. في حالة هيكل الصكوك بطريقة تتيح تدفق العوائد خلال فترة تداولها، تُركز شركة تصنيف في تقييمها على الأداء المالي والتشغيلي للجهة المصدرة، مع الأخذ بعين الاعتبار بيئة العمل واتجاهات السوق والوضع والحجم التنافسي والمؤشرات الائتمانية والسياسات المالية، وعوامل أخرى تحليلية.

4- تقييم وسائل دعم التصنيف الائتماني

إلى جانب الضمانات الائتمانية الخارجية المقدمة من الجهة المصدرة أو أطراف خارجية مثل الضامنين، تُجري شركة تصنيف أيضًا مراجعة لآليات الحماية الداخلية، بما في ذلك حسابات الاحتياطي وترتيب أولوية المدفوعات، وقيمة الأصول المستخدمة كضمان.

5- التقييم النظامي للصكوك

في سياق أي عملية توريق، من الضروري إتمام المصلحة القانونية وحماية الأصول الأساسية من مخاطر الإفلاس. بعض الصكوك تحتوي على شروط تنص على "أحداثاً مثيرة"، والتي عند وقوعها تؤدي إلى إنهاء المعاملة. على سبيل المثال، في صكوك الإجارة، قد يكون عدم سداد المستأجر الدفعات المطلوبة أو تعرضه للإفلاس سببًا لإنهاء الصكوك أو حالات الإفلاس وعدم السداد المتعلقة بالمستأجر. وبالنسبة للصكوك التي ترتبط كيان ذي غرض خاص تقوم شركة تصنيف بتحليل مدى حمايته من الإفلاس والقيود المفروضة على أنشطته.

6- المبالغ المحددة مسبقًا

تطبق شركة تصنيف في تقييمها لصكوك الدخل الثابت ذات مبالغ توزيع أو استرداد دورية محددة مسبقًا منهجيات تصنيف الديون التقليدية، سواء للشركات، أو تمويل المشاريع، أو التمويل أو المهيكل وبالنظر إلى هذه الخصائص، فإن تصنيف الصكوك لا يختلف جوهريًا عن تصنيف السندات التقليدية.

المبادئ الأخرى المطبقة على تصنيف الصكوك

1- ترتيب الأولويات للالتزامات

تُعامل الصكوك كالتزامات مالية غير مضمونة، بحيث يكون ترتيبها في السداد مماثلًا للديون الأخرى غير المضمونة الصادرة عن نفس

الجهة. وبالتالي، فإن تصنيف الصكوك يرتبط مباشرة بالتصنيف الائتماني للمصدر. إذا كانت الصكوك مهيكله لتكون ذات ضمانات وأولوية على أصول المصدر، فإن شركة تصنيف تُجري تحليلاً تفصيلياً للأصول المستخدمة كضمان والوقوف على مدى قوة موقف المقرضين. ويشمل التحليل تقييم طبيعة الضمان وإمكانية احتفاظ الأصول بقيمتها مع مرور الوقت ومدى سيولتها ومدى تأثرها بأداء الأعمال التشغيلية للمصدر. يمكن أن يتم رفع تصنيف الصكوك ليكون أعلى من التصنيف الائتماني للمصدر إذا كانت فرص الاسترداد قوية، ولكن إذا كانت احتمالات التعافي ضعيفة مقارنة بالديون الأخرى للمصدر، فقد يتم تخفيض تصنيف الصكوك.

2- الامتثال للشريعة

لا تشمل منهجية تصنيف شركة تصنيف للصكوك تحليل مخاطر الامتثال للشريعة الإسلامية أو صلاحية المفهوم الشرعي للمسألة، حيث يُفترض أن جميع الصكوك التي يتم تصنيفها قد حصلت على الموافقة الشرعية من اللجنة الشرعية الداخلية للمصدر أو الجهات المخولة بذلك. يركز التصنيف على الجوانب الائتمانية للمعاملة، وهو ما يتماشى مع دور شركة تصنيف في تقديم تقييمات مستقلة للجودة الائتمانية للمصدرين والإصدارات.

ما لا يشمل تصنيف شركة تصنيف للصكوك

- أ- لا تقوم شركة تصنيف بمراجعة توصيات أو قرارات اللجنة الشرعية.
- ب- لا تُعطي تصنيفاً لمستوى الامتثال للشريعة الإسلامية، حيث إن الآراء الائتمانية المقدمة لا تُعتبر مقياساً لمدى التزام المعاملة بأحكام الشريعة، إذ يقع هذا ضمن اختصاص اللجنة الشرعية أو العلماء.
- ج- لا تقوم شركة تصنيف بتحليل هيكله أو تشكيل اللجنة الشرعية أو ممارستها.

لكن ضمن التحليل المالي للصكوك، تأخذ شركة تصنيف بعين الاعتبار الجوانب المتعلقة بالشريعة بهدف فهم الشروط التعاقدية والهيكل القانوني للعقود الداعمة للصكوك وآليات عملها. كما يساعد هذا التحليل في تحديد أي عوامل شرعية قد تؤثر على المخاطر الائتمانية للصكوك، وفي هذا السياق، يشكل تقييم الجوانب والعقود الشرعية عاملاً إضافياً ضمن الإطار التحليلي الذي تعتمد عليه شركة تصنيف في تصنيف الصكوك.

منهجيات التصنيف الائتماني

الصكوك

لا يجوز تفسير أي بيان في هذه الوثيقة على أنه توصية بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية أو كمنصحة استثمارية حيث إنها لا تتناول سعر السوق للأوراق المالية أو مدى ملاءمتها لأي مستثمر معين.

رغم أن شركة تصنيف سعت إلى تضمين أبرز عواملها المنهجية، إلا أن المعلومات المقدمة قد تتغير وفقاً لتطورات الأسواق، أو الممارسات المحاسبية أو التنظيمات المالية أو وجهات النظر الداخلية.

تستند هذه المنهجية إلى عوامل تخص المملكة العربية السعودية، وقد تتطلب تعديلات لتناسب البيئات المحلية الأخرى.

نشر بواسطة شركة تصنيف
يُمنع إعادة الإنتاج أو النقل بأي شكل دون الحصول على إذن مسبق من شركة
تصنيف

© حقوق النشر 2025 محفوظة لوكالة سمة للتصنيف الائتماني شركة تصنيف