



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی تطبیقی صندوق‌های
تضمین و ارائه مدل صندوق تضمین
در بازار سرمایه ایران

میثم حامدی

دکتر عاطفه شاه آبادی فراهانی

تیر ۱۴۰۳



سازمان بورس و اوراق بهادار

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

عنوان: بررسی تطبیقی صندوق‌های تضمین و ارائه مدل صندوق تضمین در بازار سرمایه ایران

نویسندگان: میثم حامدی - عاطفه شاه‌آبادی فراهانی

کد گزارش: ۱۴۰۳-۰۳-۲۰۲۴

تاریخ گزارش: تیر ۱۴۰۳

این اثر در مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این مرکز است نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار. لذا استناد به این متن به عنوان نظرات سازمان بورس و اوراق بهادار فاقد وجهت حقوقی است. استفاده از این گزارش در سایر پژوهش‌ها، با ذکر منبع بلامانع است.

بررسی تطبیقی صندوق‌های تضمین و ارائه مدل صندوق تضمین در بازار سرمایه ایران

میثم حامدی - عاطفه شاه‌آبادی فراهانی

چکیده

ضمانت‌نامه نقش بسیار مؤثری در بازار سرمایه داشته و اشخاص حقیقی و حقوقی با توجه به شرایط از ضمانت‌نامه‌های بانکی یا ضمانت‌نامه‌های مربوط به صندوق‌های پژوهش و فناوری یا صندوق نوآوری و شکوفایی و استفاده نموده‌اند. انتشار اوراق مالی اسلامی یا انتشار گواهی شراکت در فرایند تأمین مالی جمعی متکی بر ضمانت نامه است. اما نکته اساسی اتکای بازار سرمایه به رکن ضمانت در خارج بازار سرمایه است.

تصویب قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت در سال ۱۴۰۲، یک نهاد مالی جدید به عنوان صندوق‌های تضمین را به رسمیت شناخت. بر اساس این قانون، صندوق‌های تضمین شرکت‌هایی هستند که تحت عنوان مؤسسه یا صندوق تضمین با هدف صدور ضمانت‌نامه به نفع اشخاص حقیقی و حقوقی تأسیس شده و در چهارچوب قوانین فعالیت می‌نمایند. اینکه مدل صندوق‌های تضمین به چه صورتی باشد هنوز مشخص نشده است اما با توجه به امکان راه‌اندازی آنها در بازار سرمایه، این پژوهش اقدام به بررسی صندوق‌های ضمانت در عرصه بین‌المللی و داخلی نموده و مبتنی بر خرد جمعی حاصل شده در شورای مشورتی سازمان بورس و اوراق بهادار، مدلی برای عملیاتی نمودن صندوق تضمین ارائه داده است.

کلمات کلیدی: ضمانت‌نامه، صندوق تضمین وام، صندوق تضمین، صندوق سرمایه‌گذاری، صندوق ضمانت صادرات

وجود صندوق‌های تضمین یا ضمانت، ماهیتی متداول در دنیا محسوب نشده و غالباً انجام امور مربوط به ضمانت‌نامه، بر عهده بانک‌ها است. در حوزه انتشار اوراق در عرصه بین‌المللی نیز، از آنجایی که غالباً اوراق رتبه اعتباری دارند، ضمانت‌نامه یا تضمین شخص ثالث، صرفاً یک اعتبار افزا^۱ محسوب می‌شود. تبیین مفاد قانونی برای صندوق تضمین در قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها، نیاز به وجود رکن ضامن متکی به توانمندی داخل بازار سرمایه، و ضرورت استفاده از ضمانت‌نامه برای پوشش ریسک‌ها در بازار سرمایه، همگی دلایلی است که سازمان بورس و اوراق بهادار را به سمت حرکت فعالانه برای ایجاد ماهیت ضمانت در بازار سرمایه وا داشته است. صندوق ضمانت سرمایه‌گذاری صنایع کوچک، صندوق ضمانت سرمایه‌گذاری تعاون و صندوق ضمانت صادرات ایران نیز از جمله صندوق‌هایی هستند که مبتنی بر قوانین بالادستی ایجاد شده و فعل ارائه ضمانت‌نامه را انجام می‌دهند. علاوه بر این، صندوق نوآوری و شکوفایی و صندوق‌های پژوهش و فناوری نیز اقدام به ارائه ضمانت‌نامه برای شرکت‌های دانش‌بنیان می‌نمایند. در این گزارش مروری، ابتدا به صندوق‌های تضمین وام در عرصه بین‌المللی پرداخته شده، سپس ساز و کار یکی از صندوق‌های ضمانت در ایران تدوین شده و در نهایت مدل پیشنهادی برای راه‌اندازی صندوق ضمانت در بازار سرمایه ارائه گردیده است.

صندوق تضمین وام (LGF)

صندوق بین‌المللی توسعه کشاورزی^۲ (IFAD)، در راستای حمایت از شرکت‌ها خرد، کوچک و متوسط (MSME) به خصوص در کشورهای کمتر توسعه یافته، اقدام به ایجاد صندوق‌های تضمین وام^۳ (LGF) نموده است که طبق آمار منتشر شده، این صندوق‌ها تقریباً موفق عمل نموده‌اند. اطلاعات نامتقارن، هزینه‌های بالای اداری وام دهی در مقیاس کوچک، عدم وجود وثایق کافی و سیستم مالی توسعه نیافته از جمله محدودیت‌های مالی در شرکت‌های کوچک و متوسط است. لذا در همین راستا IFAD ابتکاراتی مانند LGFها را توسعه داده است که اقدام به ارائه ضمانت‌نامه برای این شرکتها می‌نمایند و سهمی از ریسک نکول وام‌های تخصیص داده شده به این شرکت‌ها را بر عهده می‌گیرند.

بنگاه‌های تجاری کوچک و متوسط در کشورهای در حال توسعه، در دریافت تسهیلات مالی از بانک‌های تجاری و مؤسسات مالی با مشکلات متعددی روبرو هستند. کارآفرینان معمولاً برای شروع فعالیت از منابع شخصی خود استفاده می‌کنند و ایجاد فرصت‌های رشد برای این شرکت‌ها بدون اخذ تسهیلات مالی دشوار است و از سوی دیگر نیز مؤسسات مالی وام دهنده، با توجه به محدودیت این شرکت‌ها در ارائه وثایق با ریسک بالایی جهت اعطای وام مواجه هستند.

صندوق ضمانت وام (LGF) ابزاری برای کاهش ریسک اعتباری محسوب می‌شود که در سطوح مختلفی اجرا گردیده و در حقیقت، جایگزینی برای بخشی از وثیقه مورد نیاز وام گیرنده هستند. اگر قرض گیرنده در بازپرداخت بدهی خود دچار مشکل گردد، قرض دهنده می‌تواند به ضامن مراجعه کند.

¹ Credit Enhancer

² International Fund for Agricultural Development

³ Loan Guarantee Fund

در اکثر کشورها، LGF ها به ابتکار دولت‌ها ایجاد شده و توسط وزارتخانه‌ها یا سازمان‌های دولتی اداره می‌شوند (به‌عنوان مثال، طرح تضمین اعتبار بریتانیا که توسط دفتر مدیریت بدهی اداره می‌شود).

LGF های خصوصی ممکن است طیف گسترده‌ای از اشکال قانونی داشته باشند. در اروپا، بیشتر LGF ها به صورت ساختاری از تعاونی‌ها یا انجمن‌های مشترک هستند که به عنوان بنیادها یا بدنه‌های شرکتی ساختار یافته‌اند و نهادهای غیرانتفاعی محسوب می‌شوند که سود به دست آمده را به صورت کامل توزیع نمی‌کنند، بلکه برای تقویت موقعیت مالی آن به طرح باز می‌گردانند. ضمانت‌های اعتباری صادر شده توسط این صندوق‌ها می‌تواند به عنوان «ضمانت‌های حاکمیتی» که مستقیماً با دولت درگیر هستند و نظارت آن بر عهده نهادهای دولتی ذیربط است، شناخته می‌شوند.

LGF ها هیچ وام مستقیمی را به شرکت‌ها اعطا نمی‌کنند بلکه نقش آنها تسهیل تعامل بین وام دهنده و وام گیرنده است. یکی از اصلی‌ترین مشکلات شرکت‌های کوچک و متوسط تأمین وثیقه مورد نیاز برای اخذ وام است و این صندوق‌ها با هدف کاهش الزامات وثیقه‌ای، بوجود آمده‌اند. این صندوق‌ها معمولاً کل ارزش وام‌ها را پوشش نمی‌دهند و عموماً بین ۵۰ تا ۷۰ درصد مبلغ وام اعطا شده به شرکت را پوشش می‌دهند. سطح فعالیت هر LGF به سرمایه آن و حقوق صاحبان سهام ارتباط دارد و مبلغ کل ضمانت‌نامه‌های صادر شده توسط آنها ضربی از نسبت سرمایه تعدیل شده با ریسک (یعنی نسبت بین سرمایه مبتنی بر ریسک و موزون ریسک دارایی) است. در کشورهای توسعه یافته، LGF ها اغلب می‌توانند تا سقف ۶ یا ۷ برابر نسبت سرمایه تعدیل شده ضمانت‌نامه صادر نمایند اما این حجم تا ۱۰ برابر هم قابل افزایش است. بدیهی است در شرایط ریسکی این نسبت باید کاهش یابد.

منابع درآمدی و تأمین سرمایه این صندوق‌ها معمولاً از موارد زیر تأمین می‌شود:

۱- درآمدهای حاصل از فعالیت‌های عملیاتی (یعنی کارمزد ضمانت و بهره)؛

۲- سپرده کردن یا سرمایه‌گذاری منابع صندوق؛

۳- حق عضویت اعضای صندوق؛

۴- استفاده از منابع تخصیص داده شده از محل‌های قانونی یا سایر منابع.

صندوق ضمانت صادرات ایران^۴

به منظور تأمین امنیت مالی صادرکنندگان ایرانی و در نتیجه توسعه مؤثر صادرات غیر نفتی کشور، با عنایت به اهمیت صادرات برای اقتصاد هر کشور و وجود ریسک‌های تجاری و سیاسی برای صادرکنندگان که تحقق هر یک از این ریسک‌ها می‌تواند موجبات عدم وصول وجه کالا و خدمات صادره از سوی آنها را فراهم کند، صندوق ضمانت صادرات ایران به عنوان یکی از زیرمجموعه‌های وابسته به وزارت بازرگانی با شخصیت مالی و حقوقی مستقل در سال ۱۳۷۴ تأسیس گردید. این صندوق زیر نظر وزارت صمت مشغول به فعالیت است و وظیفه صدور متنوع بیمه نامه و ضمانت نامه صادراتی به منظور پوشش ریسک سیاسی و اقتصادی و تجاری صادرکنندگان کالا و خدمات را بر عهده دارد و در کنار بانک توسعه صادرات

⁴ Export Guarantee Fund of Iran

ایران، برای توان افزایشی صادرکنندگان کالا و خدمات و کاهش نگرانی بازگشت سرمایه و کاهش ریسک فعالیت صادراتی، تلاش دارد و همچنین این صندوق به پشتوانه حمایت‌های مالی دولت، علاوه بر پوشش ریسک‌های سیاسی و تجاری صادرات، با صدور انواع ضمانتنامه اعتباری، به تأمین منابع مالی مورد نیاز صادرکنندگان نیز کمک می‌نماید.

ارکان صندوق ضمانت صادرات ایران به شرح ذیل است:

۱- مجمع عمومی

- وزیر صنعت، معدن و تجارت که عهده دار ریاست مجمع عمومی است.
- وزیر امور اقتصادی و دارایی
- وزیر امور خارجه
- رئیس سازمان برنامه و بودجه
- رئیس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران
- رئیس کل مرکز توسعه صادرات ایران
- دو نفر از نمایندگان مجلس شورای اسلامی به عنوان ناظر
- مدیر عامل صندوق به عنوان دبیر مجمع عمومی

۲- هیئت مدیره و مدیر عامل

هیئت مدیره و مدیرعامل پنج نفر هستند که به پیشنهاد وزیر صمت و تأیید مجمع عمومی به مدت پنج سال منصوب می‌شوند.

۳- بازرسان قانونی

این صندوق دارای یک یا دو بازرس قانونی و یک یا دو بازرس علی‌البدل است که توسط مجمع عمومی به مدت یک سال انتخاب می‌شوند.

خدماتی که صندوق ضمانت صادرات ایران ارائه می‌نماید به شرح ذیل است:

- خدمات مربوط به اعتبار سنجی (اعتبار سنجی خریداران خارجی، بانک‌های خارجی و دولت‌ها)؛
- خدمات مربوط به بیمه‌نامه‌های صادراتی (بیمه‌نامه‌های کوتاه مدت شامل: بیمه خاص صادرات، بیمه کل گردش صادرات، بیمه نامه خرید دین اسناد صادراتی، بیمه نامه تضمین مطالبات بانک بابت اعتبارات اسنادی دیداری، بیمه نامه بلا اثر شدن قرار داد صادراتی و بیمه نامه‌های میان مدت و بلند مدت شامل: بیمه نامه سرمایه‌گذاری، بیمه نامه اعتبار خریدار، بیمه‌نامه خاص صدور خدمات فنی و مهندسی)
- خدمات مربوط به ضمانت‌نامه‌های صادراتی (ضمانت نامه‌های اعتبار بانکی، ضمانتنامه اعتبار تولیدی و ضمانتنامه‌های بانکی)

- ضمانت‌نامه‌های اعتباری و ضمانت‌نامه‌های مبتنی بر قرارداد و ضمانت‌نامه‌های اعتباری بانکی (ریالی و ارزی) سندی اعتباری است که به عنوان وثیقه در بانک‌ها و مؤسسات اعتباری مورد استفاده قرار می‌گیرد، اما ضمانت‌های اعتبار تولیدی (ریالی و ارزی) اسنادی هستند که به عنوان وثیقه و برای ضمانت نزد تولیدکنندگان قرار می‌گیرند.

- ضمانت‌نامه‌های اعتبار تولیدی صرفاً برای تولیدکنندگان دارای پروانه تولید و یا شرکت‌های تعاونی تجاری و بازرگانی صادر می‌شود. ضمانت‌نامه‌های مبتنی بر قرارداد نیز ضمانت‌نامه‌هایی هستند که پیمانکاران و شرکت‌های ایرانی که تمایل به شرکت در مناقصات بین‌المللی دارند، باید آن‌ها را به عنوان جز لاینفک اسناد مناقصه ارائه دهند.

برای دریافت ضمانت‌نامه از صندوق ضمانت صادرات ابتدا متقاضیان بایستی درخواست خود را به صورت حضوری در بانک و یا مؤسسه اعتباری مربوطه مطرح و ثبت نمایند. در صورتی که درخواست آن‌ها توسط بانک تصویب شود، درخواست به صندوق ضمانت صادرات ایران ابلاغ می‌گردد. پس از اعتبار سنجی متقاضیان، مراحل به شکل زیر انجام خواهد شد:

- ابلاغ شرایط مصوب کمیته فنی اعتباری هیئت مدیره به متقاضیان؛
 - دریافت تأییدیه اخذ وثایق منطبق با ابلاغیه مذکور از مدیر حقوقی؛
 - دریافت تأییدیه اخذ کارمزد از مدیریت امور مالی؛
 - تنظیم قرارداد فی‌مابین متقاضیان و صندوق و امضای آن توسط متقاضیان و افراد صاحب امضای صندوق؛
 - صدور ضمانت‌نامه و تحویل آن به ذینفع.
- صندوق ضمانت صادرات ایران در راستای وظایف و اهداف خود می‌تواند در زمینه‌های مختلف به سرمایه‌گذاری و مشارکت در طرح‌ها و پروژه‌ها اقدام نماید. از جمله مواردی که صندوق می‌تواند در آنها سرمایه‌گذاری کند میتوان به موارد ذیل اشاره نمود.

- سرمایه‌گذاری و خرید سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار؛
- مشارکت و سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف اقتصادی اعم از صنعتی، کشاورزی، معدن و خدمات در راستای توسعه صادرات غیر نفتی؛
- مشارکت با بانکها در قبول اتکایی اعتبارات؛
- سرمایه‌گذاری در خارج از کشور؛
- انجام کلیه امور مربوط به کارگزاری‌ها و نمایندگی‌های صندوق در سراسر کشور؛
- کنترل و اعمال حاکمیت بر دارایی‌ها و املاک تملیکی صندوق ضمانت صادرات.

طبق آخرین گزارش عملکرد منتشره از صندوق ضمانت صادرات ایران، این صندوق تا پایان سال ۱۴۰۰ معادل ۳۲ همت و در سال ۱۴۰۱ معادل حدوداً ۵۰ همت پوشش بیمه‌نامه‌ای و ضمانت‌نامه‌ای داشته است که رشد ۵۶ درصدی را نشان می‌دهد و همچنین در ۶ ماه اول سال ۱۴۰۲ به تناسب ۶ ماه سال ۱۴۰۱ فعالیت‌های صندوق با رشد ۱۵ درصدی همراه

بوده است. لازم به ذکر است که سود ویژه صندوق هر ساله پس از کسر مالیات‌های متعلقه به عنوان افزایش سرمایه صندوق تلقی می‌شود.

مدل پیشنهادی صندوق تضمین در بازار سرمایه

صندوق تضمین در بازار سرمایه می‌تواند از نوع صندوق سرمایه‌گذاری مختلط یا صندوق سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت باشد که موضوع فعالیت آن سرمایه‌گذاری در انواع اوراق بهادار و همچنین صدور ضمانت‌نامه برای دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری است. بر این اساس، بازده صندوق متشکل از بازده سرمایه‌گذاری در اوراق و کارمزدهای ناشی از صدور ضمانت‌نامه است. صندوق می‌تواند حداکثر تا ۵ برابر (یا یک میزان مشخص) دارایی‌های تحت مدیریت خود، ضمانت‌نامه منتشر نماید. صندوق حداقل دارای سه مدل واحد سرمایه‌گذاری است:

۱- واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز که غیر قابل ابطال و قابل نقل و انتقال با مجوز سازمان هستند و توسط مؤسسين تملک می‌شوند؛

۲- واحدهای سرمایه‌گذاری عادی نوع اول که بیانگر میزان آورده غیر نقد و وثیقه شده صندوق است و قابل انتقال و قابل ابطال هستند؛

۳- واحدهای سرمایه‌گذاری عادی نوع دوم که بیانگر آورده نقد سرمایه‌گذاران بوده و قابل ابطال و غیر قابل انتقال است.

مدل عملیاتی صندوق به صورت زیر تصویر می‌شود:

۱- سهامداران عمده یا اشخاصی که سهام برای بلند مدت در اختیار دارند و تمایل دارند به غیر از عایدی سرمایه‌ای و سود تقسیمی، سود دیگری نیز از محل سهامداری دریافت کنند، سهام خود را به ذینفعی صندوق نزد سپرده‌گذاری مرکزی توثیق می‌کنند و به صندوق اجازه می‌دهند در صورت بروز نکول، به عنوان سومین و آخرین منبع رفع تعهدات ضمانت‌نامه‌های منتشر شده از سوی صندوق، به صورت مشاع نسبت به فروش سهام و تأمین منابع اقدام کند. این اشخاص دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری نوع اول هستند که سهم آنها از محل کارمزدهای مربوط به ضمانت‌نامه، مبتنی بر حصة مشارکت تقسیم می‌شود. این واحدها NAV نداشته و واحد سرمایه‌گذاری مشخص سهام در وثیقه صندوق است؛

۲- منابع اصلی صندوق از طریق پذیره‌نویسی جمع می‌شود. عموم سرمایه‌گذاران در یک صندوق با ویژگی صندوق مختلط سرمایه‌گذاری می‌کنند. NAV واحدهای سرمایه‌گذاری نوع دوم نشأت گرفته از سرمایه‌گذاری‌هاست و بیانگر حصة مشارکت دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری از سبد دارایی صندوق است. این سرمایه‌گذاران علاوه بر عایدی سرمایه‌ای ناشی از سرمایه‌گذاری‌ها، بخشی از کارمزد ناشی از ضمانت‌نامه را نیز دریافت خواهند کرد.

- ۳- مدیر صندوق وظیفه سرمایه‌گذاری در موضوع اصلی فعالیت صندوق و همچنین صدور ضمانت نامه را بر عهده دارد. کارمزد صدور ضمانت نامه در حسابی مجزا پرداخت شده و اثری بر روی NAV صندوق ندارد و می‌تواند هر سه ماه یکبار تقسیم شود.
- ۴- عملیات صندوق به گونه‌ای است که دارای دو ترنچ^۵ (گروه) بازدهی خواهد بود. بازدهی مربوط به دارندگان واحدهای عادی نوع اول و بازدهی مربوط به واحدهای عادی نوع دوم. براساس تنظیمات می‌توان به دو شیوه عمل نمود:
- با توجه به پذیرش ریسک کمتر، دارندگان واحد نوع اول، سهم کمتری از کارمزدهای ناشی از صدور ضمانت‌نامه خواهند داشت (به عنوان مثال، ۳۰ درصد) و دارندگان واحد نوع دوم سهم بیشتری از کارمزدهای صدور ضمانت‌نامه را دریافت خواهند کرد؛
 - به منظور ایجاد جذابیت برای سهامداران عمده، بخش بیشتر کارمزد ناشی از صدور ضمانت‌نامه به واحد سرمایه‌گذاری نوع اول تخصیص خواهد یافت.
- ۵- متقاضیان ضمانت‌نامه باید ضرورتاً دارنده واحد سرمایه‌گذاری نوع اول یا دوم باشند. مبلغ ضمانت‌نامه می‌تواند درصدی از میزان سرمایه‌گذاری آنها باشد. به عنوان مثال تا ۱۰ برابر میزان سرمایه‌گذاری در صندوق امکان صدور ضمانت‌نامه وجود دارد.
- ۶- متقاضی ضمانت‌نامه باید توسط رکن رتبه‌بندی اعتباری صندوق، اعتبارسنجی شود. متقاضی می‌تواند مبتنی بر میزان اعتبار سنجیده شده، ضمانت دریافت کند.
- ۷- ضمانت‌نامه می‌تواند بین ۷۰ تا ۱۰۰ درصد تعهد متقاضی ضمانت نامه را پوشش دهد. این مهم با دریافت کارمزد بیشتر با ضمانت‌نامه‌های ۱۰۰ درصدی مدیریت می‌شود.
- ۸- اشخاصی که ضمانت‌نامه اخذ می‌کنند می‌توانند منابع حساب سپرده خود در بانک را نیز پشتوانه ضمانت‌نامه قرار دهند. در این حالت، ترنج نکول تعهدات ضمانت شده به صورت زیر خواهد بود:
- ۱- منابع موجود در حساب سپرده متقاضی صدور ضمانت‌نامه که توسط بانک مسدود شده است؛
 - ۲- واحدهای سرمایه‌گذاری شخص متقاضی ضمانت‌نامه؛
 - ۳- منابع صندوق از محل دارندگان واحدهای عادی نوع دوم؛ و
 - ۴- منابع دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری نوع اول به میزان مشارکت؛
 - ۹- ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری نوع اول به معنی خروج منابع از وثیقه خواهد بود.
 - ۱۰- ارکان صندوق همچون ارکان صندوق مختلط یا صندوق با درآمد ثابت است اما جهت اعتبارسنجی متقاضیان دریافت ضمانت نامه، صندوق می‌تواند رکن رتبه‌بندی اعتباری داشته باشد.

⁵ Tranche