



سازمان بورس و اوراق بهادار  
Securities & Exchange Organization

# مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

نگاهی به تجربه جهانی اوراق و کالت و  
امکان سنجی انتشار آن در بازار سرمایه ایران

مجتبی کاوند

خرداد ۱۳۹۶



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گروه بازارها و ابزارهای مالی

**عنوان:** نگاهی به تجربه جهانی اوراق وکالت و امکان‌سنجی انتشار آن در بازار سرمایه ایران

**تهیه‌کننده:** مجتبی کاوند

**کد گزارش:** ۹۶-۰۵-۲۰۱۷

**تاریخ گزارش:** خرداد ۹۶

این اثر در گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز 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 گروه می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

## فهرست مطالب

|                                                                                     |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----|
| چکیده.....                                                                          | ۴  |
| مقدمه.....                                                                          | ۵  |
| ملاحظات در ساختار بندی صکوک.....                                                    | ۵  |
| مروری بر ساختارهای صکوک متداول.....                                                 | ۷  |
| وضعیت انتشار انواع ساختارهای صکوک در دنیا.....                                      | ۱۰ |
| صکوک و کالت.....                                                                    | ۱۳ |
| مزیت ها و محدودیت های اوراق و کالت.....                                             | ۱۳ |
| الزامات شرعی قابل اجرا برای و کالت.....                                             | ۱۴ |
| اوراق و کالت، ارکان و مدل آن در سایر کشورها.....                                    | ۱۴ |
| مورد کاوی ۱: ساختار صکوک راکیا (شرکت صکوک راکیا با مسئولیت محدود).....              | ۱۷ |
| مورد کاوی ۲: ساختار صکوک ایشمار.....                                                | ۱۸ |
| مورد کاوی ۳: شرکت توسعه مستغلات دارالارکان.....                                     | ۲۱ |
| صکوک شرکت دارالارکان.....                                                           | ۲۱ |
| برنامه انتشار گواهی تراست ۱/۲ میلیارد دلاری.....                                    | ۲۱ |
| انتشار صکوک:.....                                                                   | ۲۲ |
| خرید صکوک:.....                                                                     | ۲۲ |
| قرارداد (وکالت) مدیریت سرمایه گذاری:.....                                           | ۲۲ |
| طرح سرمایه گذاری:.....                                                              | ۲۳ |
| جمع آوری سود و توزیع آن میان دارندگان گواهی:.....                                   | ۲۳ |
| تسویه:.....                                                                         | ۲۳ |
| تجربه های اضافی Latham & Watkins با صکوک و کالت.....                                | ۲۳ |
| شرکت هلدینگ گروه البیان.....                                                        | ۲۳ |
| ساختار صکوک و کالت بین المللی مالزی.....                                            | ۲۴ |
| صکوک و کالت دو طبقه دولت مالزی در سال ۲۰۱۱ به ارزش ۲ میلیارد دلار.....              | ۲۵ |
| مورد کاوی ۴: صکوک و کالت دو طبقه دولت مالزی در سال ۲۰۱۱ به ارزش ۲ میلیارد دلار..... | ۲۶ |
| نکات برجسته در صکوک و کالت بین المللی مالزی.....                                    | ۲۷ |
| طراحی اوراق و کالت مبتنی بر ساختار صندوق پروژه در بازار سرمایه ایران.....           | ۲۹ |
| الف. اوراق و کالت سرمایه گذاری خاص.....                                             | ۳۰ |
| مدل عملیاتی اوراق و کالت سرمایه گذاری خاص.....                                      | ۳۰ |
| رویه اجرایی انتشار اوراق و کالت سرمایه گذاری خاص.....                               | ۳۰ |
| ب. اوراق و کالت سرمایه گذاری عام با سرسید.....                                      | ۳۱ |
| مدل عملیاتی اوراق و کالت سرمایه گذاری عام.....                                      | ۳۱ |
| منابع:.....                                                                         | ۳۲ |

# نگاهی به تجربه جهانی اوراق وکالت و امکان سنجی انتشار آن در بازار سرمایه ایران

## مجتبی کاوند<sup>۱</sup>

### چکیده

یکی از نوآوری‌های ممتاز در عرصه مالی اسلامی، طراحی ابزارهای مالی مبتنی بر عقود اسلامی با نام صکوک است. امروزه انتشار صکوک در سطح جهانی رونق زیادی پیدا کرده به گونه‌ای که علاوه بر کشورهای اسلامی، کشورهای غیراسلامی نیز برای تامین مالی صکوک منتشر می‌کنند و حتی در قوانین خود نیز بخشی را به انتشار صکوک اختصاص داده‌اند که از آن جمله می‌توان به تصویب قوانین جدید برای انتشار و سرمایه‌گذاری در صکوک در انگلیس در سال ۲۰۱۳ اشاره نمود. یکی از انواع صکوک که امروزه از سوی ناشران دولتی و شرکتی مورد اقبال قرار گرفته و از سال ۲۰۱۳ تاکنون حجم انتشار آن رو به رشد است، صکوک وکالت می‌باشد. صکوک وکالت بر خلاف سایر انواع صکوک که کارکردهای مشخصی دارند و بانی باید الزامات خاصی را که ناظر به عقد پایه صکوک است، رعایت نماید، از انعطاف‌پذیری بالایی برخوردار بوده و می‌تواند برای مصارف مختلف بانی به کار گرفته شود. در این گزارش ضمن معرفی الگوهای صکوک وکالت در دنیا، مدل‌هایی از صکوک وکالت جهت کاربرد در بازار سرمایه ایران معرفی شده است. الگوهای معرفی شده متناسب با قوانین و مقررات کشور و ملاحظات شرعی فقه امامیه (شیعه) می‌باشد چرا که برخی از محدودیت‌های مورد اشاره در مدل‌های اوراق وکالت در دنیا، خاص فقه اهل سنت بوده و در فقه شیعه چنین محدودیت‌هایی وجود ندارد.

**کلمات کلیدی:** صکوک، ساختارهای صکوک، صکوک وکالت، فقه امامیه، اوراق وکالت سرمایه‌گذاری خاص، اوراق وکالت سرمایه‌گذاری عام

---

<sup>۱</sup> کارشناس گروه بازارها و ابزارهای مالی - مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) ۱۴ نوع صکوک مجاز و تعدادی از روش‌هایی که می‌توانند برای ساختار معاملات صکوک استفاده شوند را مشخص نموده است. انتخاب نوع ساختار به عوامل گوناگونی چون ویژگی‌های دارایی‌های پایه، ملاحظات مقرراتی و مالیاتی، سرمایه‌گذار هدف و دیدگاه فقهای تأییدکننده انتشار صکوک بستگی دارد. در نتیجه بیانیۀ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI)، رایج‌ترین ساختارهای صکوک در بازار فعلی عبارتند از: اوراق اجاره، اوراق مرابحه و اوراق ترکیبی مضاربه-وکالت.

در سال‌های اخیر و در مقایسه با سایر ساختارهای صکوک به دلیل بیانیۀ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) که محدودیت‌هایی برای ناشران صکوک قرار داد، محبوبیت ساختارهای صکوک مضاربه و مشارکت کاهش یافته است. این محدودیت‌ها در زمینه بازخرید صکوک به قیمت اسمی<sup>۱</sup> و ممنوعیت اعطای وام‌های بدون سود اجباری<sup>۲</sup> یا تسهیلات نقدینگی<sup>۳</sup> است که معمولاً برای جبران کسری درآمدهای دارایی‌های پایه صکوک استفاده می‌شود.

فارغ از ساختار انتخابی، نهادی که به دنبال تأمین مالی است (بانی)، معمولاً یک نهاد واسط را ثبت می‌کند و عنوان دارایی‌های پایه را به نهاد واسط منتقل می‌نماید. سپس نهاد واسط صکوک منتشر می‌کند و وجوه جمع‌آوری شده برای آن دارایی‌ها را به بانی پرداخت می‌کند. در مقام نظر، دارایی‌های صکوک از سایر دارایی‌های باقی‌مانده بانی جدا می‌شود. در عمل، بانی به استفاده از دارایی‌ها ادامه می‌دهد (برای مثال طبق قرارداد اجاره در صکوک اجاره)، یا دارایی‌ها را مدیریت می‌کند (برای مثال در صکوک مضاربه یا مشارکت).

در ساختار انتشار صکوک در غالب کشورهای اسلامی، معمولاً این اوراق به‌عنوان ابزاری محسوب می‌شوند که ریسک اعتباری شرکت را دارا هستند و در صورت نکول بانی، دارایی به‌عنوان پشتوانه و تضمین برای دارندگان صکوک وجود ندارد تا با فروش آن به سرمایه خود دست یابند. بازخرید معمولاً از طریق دارندگان صکوکی که حق خود را در برابر بانی بر اساس تعهد خرید اعمال می‌کنند، تحت تأثیر قرار می‌گیرد. اگرچه از دیدگاه شرعی، گواهی صکوک نشان‌دهنده مالکیت دارایی پایه است که از یک دارایی منفعت می‌برد، ولی واقعیت اقتصادی و تجاری آن است که اکثر صکوک‌های منتشره از نظر تضامین معادل با اوراق قرضه متعارف هستند. البته این موضوع در مورد صکوک‌های منتشر شده در بازار سرمایه ایران که دارای رکن ضامن است، صادق نیست.

## ملاحظات در ساختاربندی صکوک

در انتخاب ساختار صکوک مناسب، برخی ملاحظات وجود دارد که در ادامه به آن‌ها اشاره شده است:

<sup>۱</sup> Buy Back The Sukuk at Their Face Value

<sup>۲</sup> Prohibited Mandatory Interest-Free Loans

<sup>۳</sup> Liquidity Facilities

<sup>۴</sup> در اغلب کشورهای اسلامی، صکوک به‌صورت Asset Based منتشر می‌شود این در حالی است که در بازار سرمایه ایران، صکوک به‌صورت Asset Backed و با ضامن منتشر می‌گردد.

## ۱- انتقال عنوان

بر اساس قلمرو قانونی مربوطه، ماهیت دارایی‌هایی که منتقل می‌شود و ساختار شرعی که استفاده می‌شود، ناشر ممکن است به بررسی موضوعات قانونی داخلی نیاز داشته باشد. این موضوعات قانونی مربوط به انتقال عنوان دارایی‌های پایه صکوک هستند. این موضوعات می‌تواند تشریفات ضروری به منظور انتقال عنوان دارایی از قبیل ثبت و پرداخت هرگونه مالیات و کارمزد را نیز در بر گیرد.

## ۲- ماهیت دارایی‌ها

دارایی‌هایی که ناشر برای پشتیبانی ساختار صکوک استفاده می‌کند، باید توسط بانی برای اهداف شرعی استفاده شود. فعالیت‌ها و کسب‌وکارهای حرام مانند تولید مشروبات الکلی، محصولات گوشت خوک، معاملات ابزارهای متعارف مالی و قماربازی ممنوع هستند. دارایی‌های مربوط به صکوک نباید در تاریخ سررسید آن کاهش ارزش داشته باشند و ارزش بازاری آن‌ها در سررسید باید معادل ارزش اسمی یا بیش‌تر از آن باشد. اگرچه به‌طور معمول ارزش‌گذاری فرد ثالث الزامی نیست ولی روش ارزشگذاری و زمان‌بندی باید به دقت مورد نظر قرار گیرد.

## ۳- مالیات و زکات

تملک یا خرید دارایی‌ها، یا سایر معاملات منطبق با شرع می‌تواند مشمول مالیات ارزش افزوده<sup>۱</sup>، مالیات بر درآمد<sup>۲</sup>، مالیات سود سرمایه<sup>۳</sup>، خرید تمبر مالیاتی<sup>۴</sup> یا سایر اشکال مالیات شود. همچنین، مالکیت یک دارایی نیز می‌تواند مشمول مالیات باشد یا موضوعات محل سکونت مشمول مالیات ایجاد نماید. در برخی کشورها (برای مثال عربستان سعودی) در طراحی صکوک، شرکت باید پرداخت زکات را مد نظر قرار دهد.

## ۴- قابلیت معامله صکوک

برای آن‌که صکوک منطبق با اصول شرعی در بازار ثانوی قابلیت معامله داشته باشد، باید بازدهی یا سود صکوک از محل دارایی‌های فیزیکی باشد نه صرفاً از محل بدهی‌ها یا تعهدات. البته این موضوع در مذاهب مختلف اسلامی دارای تفاسیر متفاوتی است. بر خلاف نظر اهل سنت که سود صکوک را فقط از محل دارایی‌های فیزیکی صحیح می‌دانند در فقه امامیه (شیعه) سود صکوک‌هایی که مبتنی بر بدهی یا تعهدات ساختاربندی شده‌اند (مانند اوراق مرابحه یا اوراق رهنی) به لحاظ شرعی جایز هستند. برخی فقهای اهل سنت با دارایی‌های فیزیکی پایه ساختارهای صکوک در صورتی موافق هستند که حداقل ۳۳ درصد ارزش اسمی دارایی‌های پایه صکوک را تشکیل دهد، البته برخی فقهای دیگر اهل سنت الزام کرده‌اند که باید ۵۱ تا ۷۰ درصد دارایی‌های پایه ساختارهای صکوک، دارایی فیزیکی باشد.<sup>۵</sup>

<sup>۱</sup> Value Added Tax (VAT)

<sup>۲</sup> Income Tax

<sup>۳</sup> Capital Gains

<sup>۴</sup> Stamp Duties

<sup>۵</sup> علت این مسئله آن است که اکثر مذاهب اهل تسنن معاملات ثانوی خرید و فروش دین را مجاز نمی‌دانند بنابراین در انتشار صکوک باید بیش از نصف سبد دارای پایه صکوک دارایی فیزیکی (عینی) باشد و بخش کمتر آن دین باشد.

## ۵- تفاوت منطقه‌ای

ساختارهای تأمین مالی منطبق با شرع که در غرب آسیا مورد استفاده قرار می‌گیرند با ساختارهای مورد استفاده در آسیا بسیار متفاوت است. دلایل زیادی برای این تفاوت وجود دارد از جمله این که میان آرای فقهی فقه‌های غرب آسیا و فقه‌های جنوب غرب آسیا تمایز وجود دارد و این اختلاف ناشی از تفاوت مذاهب مختلف اهل سنت می‌باشد. در گذشته، سرمایه‌گذاران غرب آسیا معتقد بودند که دیدگاه‌های شرعی فقه‌های جنوب شرق آسیا از محافظه‌کاری کمتری نسبت به غرب آسیا برخوردار است. از این رو، از آن جایی که تعداد معاملات میان این مناطق افزایش یافته است، پیش‌بینی می‌شود که با ایجاد رویکرد سازگارتر میان فقه‌ها برای تأیید ساختارهای صکوک خاص، همگرایی میان بازارهای صکوک در آسیای جنوب شرقی و غرب آسیا بیشتر شود. سایر دلایلی که موجب عدم همگرایی در این مناطق می‌شود عبارتند از: قوانین داخلی متفاوت و مهم‌تر از آن، رفتارهای مالیاتی متفاوت در این کشورها. برای مثال، مالیات (از قبیل مالیات ارزش افزوده یا مالیات بر درآمد) در کشورهای حوزه خلیج فارس تقریباً وجود ندارد، بنابراین معمولاً ساختارهای صکوک فاقد عامل مالیات هستند. این مورد در برخی کشورهای جنوب شرق آسیا وجود ندارد بنابراین مالیات ارزش افزوده، مالیات بر درآمد، مالیات سود سرمایه، تمر مالیاتی یا سایر اشکال مالیات می‌تواند به‌طور قابل ملاحظه‌ای بر روی ساختار صکوک اثرگذار باشد.

## مروری بر ساختارهای صکوک متداول

در ادامه، تعاریف هشت مورد از رایج‌ترین ساختارهای صکوک، به‌طور خلاصه مورد بررسی قرار گرفته است:

### ۱- صکوک اجاره

برخی مفسران صکوک اجاره را به‌عنوان ساختار صکوک کلاسیک در نظر می‌گیرند و از سال ۲۰۰۸ در میان انواع صکوک رایج، صکوک اجاره به لحاظ حجم انتشار، رتبه نخست را دارد. این محبوبیت ساختار انطباق کامل آن با شرع و آشنایی سرمایه‌گذاران با ساختار فروش و اجاره مجدد می‌باشد. ماهیت اجاره به‌عنوان قرارداد فروش و اجاره مجدد، ساختار را به‌گونه‌ای تنظیم نموده است که اگر شرکت ناشر دارایی‌هایی داشته باشد که به‌لحاظ عرفی قابل اجاره دادن باشد (مانند مستغلات، کشتی یا هواپیما)، می‌تواند از آن برای تأمین مالی استفاده نماید. پرداخت سود اوراق تحت عنوان اجاره‌بها نیز می‌تواند به‌صورت ثابت یا بر اساس نرخ مرجع یک بازار مانند لایبور<sup>۱</sup> یا ایبور<sup>۲</sup> باشد. البته پرداخت سود یا اجاره‌بها بر اساس نرخ مرجع یک بازار مانند لایبور یا ایبور، بر اساس نظر فقه‌های اهل سنت است و بر اساس نظر فقه‌های امامیه (شیعه) صحیح نمی‌باشد.

### ۲- صکوک مضاربه

ساختار مضاربه مانند ساختار مشارکت در صورتی مفید است که بانی مالک دارایی مشهود واقعی نباشد یا وجوه کافی برای خرید دارایی که امکان اجاره آن وجود دارد را نداشته باشد تا قرارداد خرید و اجاره مجدد ساختار بندی شود. صکوک مضاربه به‌طور ویژه متناسب با توسعه تأمین مالی است؛ زیرا این ساختار با سودآوری پروژه مرتبط است. مضاربه پیش از بیانیه سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) پرکاربردترین ساختار صکوک محسوب می‌شد. اما، مانند ساختار صکوک مشارکت، محبوبیت مضاربه پس از انتشار بیانیه انتقادی سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) کاهش یافته

<sup>1</sup> LIBOR

<sup>2</sup> EIBOR

است. ساختار مضاربه به‌تازگی دوباره احیا شده است؛ زیرا این ساختار به‌طور ویژه برای انتشار صکوک سرمایه درجه ۱/ درجه ۲<sup>۱</sup> مفید تشخیص داده شده است. سرمایه درجه ۱ و درجه ۲<sup>۲</sup> بیشتر رایج شده است زیرا نهادهای مالی در حال اجرای قواعد توصیه شده نظارت بانکی<sup>۳</sup> از سوی کمیته بازل<sup>۴</sup> هستند. این قواعد به بازل ۳<sup>۵</sup> معروف است.

### ۳- صکوک مشارکت

اگر بانی مالک دارایی مشهود واقعی نباشد یا وجوه کافی برای خرید دارایی که امکان اجاره آن وجود دارد را نداشته باشد تا قرارداد خرید و اجاره مجدد ساختار بندی شود، ساختار مشارکت مفید است. در نتیجه، ساختار مشارکت برای تجهیز وجوه به‌منظور تأسیس یا توسعه پروژه یا تأمین مالی یک شرکت به‌طور فعالانه استفاده می‌شود. از جنبه دیگر، مشارکت شبیه ساختارهای دیگر است که در آن عملکرد دارایی پایه جهت کسب سود برای سرمایه‌گذاران الزام دارد. در این ساختار می‌توان سودهای منظمی را در طول دوره تأمین مالی به سرمایه‌گذار پرداخت نمود. همچنین در این ساختار امکان طراحی انعطاف‌پذیر برای پرداخت سود<sup>۶</sup> و روش محاسبه وجود دارد. پیش از انتشار بیانیه انتقادی سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) ساختار صکوک مشارکت یکی از متداول‌ترین انواع صکوک محسوب می‌شد. انتقاد سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) در مورد تعهد بازخرید صکوک مشارکت به قیمت اسمی در سررید آن، منجر به کاهش استفاده از این ساختار شد.

### ۴- صکوک استثمار

ساختار استثمار نوعی ساختار سرمایه‌گذاری است که اگر بانی دارایی مشهودی نداشته یا تعداد بسیار اندکی دارایی مشهود داشته باشد، می‌تواند به‌عنوان از این ابزار برای تأمین مالی استفاده نماید. برای مثال نهادهای مالی که از حقوق مربوط به حساب‌های دریافتی از محل قراردادهای مختلف اسلامی با مشتریان خود استفاده می‌کنند، نمونه‌ای از این نهادها هستند. حقوق تحت این قراردادهای می‌تواند پرتفویی تشکیل دهد که دارایی مبنای انتشار صکوک قرار گیرد. شاید بتوان اوراق وکالت را نزدیک‌ترین ساختار صکوک به صکوک استثمار دانست با این تفاوت که در اوراق وکالت، ناشر تنها وکیل سرمایه‌گذاران بوده و در سبدی از دارایی‌ها سرمایه‌گذاری می‌کند که دارایی‌های وکیل در سبد سرمایه‌گذاری وجود ندارد ولی در صکوک استثمار سبد دارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند ترکیبی از دارایی‌های بانی و سایرین باشد.

### ۵- صکوک منفعت

در ساختار صکوک منفعت، دارایی پایه شامل حقوق فعالیت‌های بازرگانی است که به‌عنوان دارایی مشهود مبنای انتشار صکوک قرار می‌گیرد. در شرایطی که ناشر نمی‌تواند دارایی مشهود نگهداری نماید یا نمی‌تواند یا قصد ندارد دارایی مشهود را در ساختار

<sup>1</sup> Tier 1/Tier 2 Capital Sukuk

<sup>۲</sup> سرمایه بانک به دو بخش درجه یک و درجه دو تقسیم می‌شود. سرمایه درجه یک شامل آورده نقدی سهامداران به همراه سود انباشته بوده و سرمایه درجه دو شامل ذخایر قانونی و سرمایه‌ای می‌باشد. سرمایه بانک باید شوک‌های مختلف را اعم از وضعیت اقتصادی و سیاسی به صورت عام، و وضعیت اعتباری بانک به طور خاص، پوشش دهد.

<sup>3</sup> Banking Supervision's revised rules

<sup>4</sup> Basel Committee

<sup>5</sup> Basel III

<sup>6</sup> the payment profile

صکوک استفاده نماید، ساختار منفعت این امکان را فراهم می‌آورد تا دارایی نامشهود در دسترس مبنای انتشار صکوک قرار گیرد. کوپن‌های اعتباری<sup>۱</sup> یکی از انواع دارایی‌های نامشهود است که به‌عنوان دارایی پایه برای تأمین مالی استفاده می‌شود و در سال‌های اخیر به بازار صکوک معرفی شده است. انواع دیگر دارایی‌های نامشهود عبارتند از: حق مالکیت فکری<sup>۲</sup>، تعرفه‌های برق<sup>۳</sup>، و حساب‌های دریافتنی ناشی از قراردادهای بازاریابی پتروشیمی<sup>۴</sup>.

## ۶- صکوک استصناع

ساختار استصناع قرارداد ساخت برای فروش محصولات و کالاهایی است که در آینده تولید خواهند شد. بنابراین، ساختار استصناع به‌طور ویژه برای تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی بزرگ مناسب است. اگر نیاز به مشارکت پیمانکاران خرد باشد، کارآمدی ساختار استصناع به اجازه داشتن پیمانکار اصلی برای ورود به قراردادهای استصناع موازی با پیمانکاران خرد بستگی خواهد داشت.

## ۷- صکوک مرابحه

صکوک مرابحه ساختار دیگری است که اگر دارایی‌های پایه مشهود در کسب‌وکار یا عملیات‌های بانی برای انتشار صکوک قابل شناسایی نباشد (مانند صکوک اجاره)، می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد. در ساختار معمول مرابحه، ناشر به‌عنوان امین یا متولی سرمایه‌گذاران (تراستی) کالاها را از طرف دارندگان صکوک تملک می‌کند و سپس آن کالاها را به بانی به صورت نسبه می‌فروشد. ساختار مرابحه در سطح بین‌المللی چندان محبوب نیست؛ زیرا این صکوک بازار ثانوی ندارد. البته این به‌دلیل ممنوعیت خرید و فروش دین در بازار ثانوی از دیدگاه اهل سنت است ولی اوراق مرابحه در ایران به دلیل جواز خرید و فروش دین در بازار ثانوی از دیدگاه فقه امامیه (شیعه) دارای بازار ثانوی است.

دیدگاه اهل سنت در مورد ممنوعیت خرید و فروش اوراق مرابحه در بازار ثانوی عمدتاً مربوط به کشورهای حوزه خلیج فارس و پاکستان است. از این‌رو، دیدگاه فقهی علمای اهل سنت مالزی که تفسیرهای آزادانه‌تری در مورد معامله دین دارند، اجازه می‌دهد تا صکوک مرابحه دارای بازار ثانوی باشد. همچنین، صکوک مرابحه اگر بخش کوچکی از سبد بزرگ دارایی‌های پایه آن ابزارهای قابل معامله چون اجاره، مشارکت و مضاربه باشد، در کشورهای حوزه خلیج فارس و پاکستان هم می‌تواند دارای بازار ثانوی باشد.

## ۸- صکوک وکالت

اگر دارایی‌های پایه در دسترس به‌منظور انتشار صکوک شامل پرتفویی از دارایی‌ها یا سرمایه‌گذاری‌ها باشد - در مقابل دارایی یا دارایی‌های مشهود، استفاده از ساختار صکوک وکالت مفید خواهد بود. بنابراین، اگر پرتفوی صکوک شامل حداقل ۳۰ درصد دارایی مشهود باشد (یا بیشتر، بسته به مجوزهای شرعی)، بانی می‌تواند سایر دارایی‌ها که ماهیت بدهی داشته و غیرقابل معامله هستند (مانند قراردادهای مرابحه و استصناع) را به‌عنوان بخشی از پرتفوی سرمایه‌گذاری‌های صکوک استفاده نماید.

<sup>1</sup> Airtime Vouchers

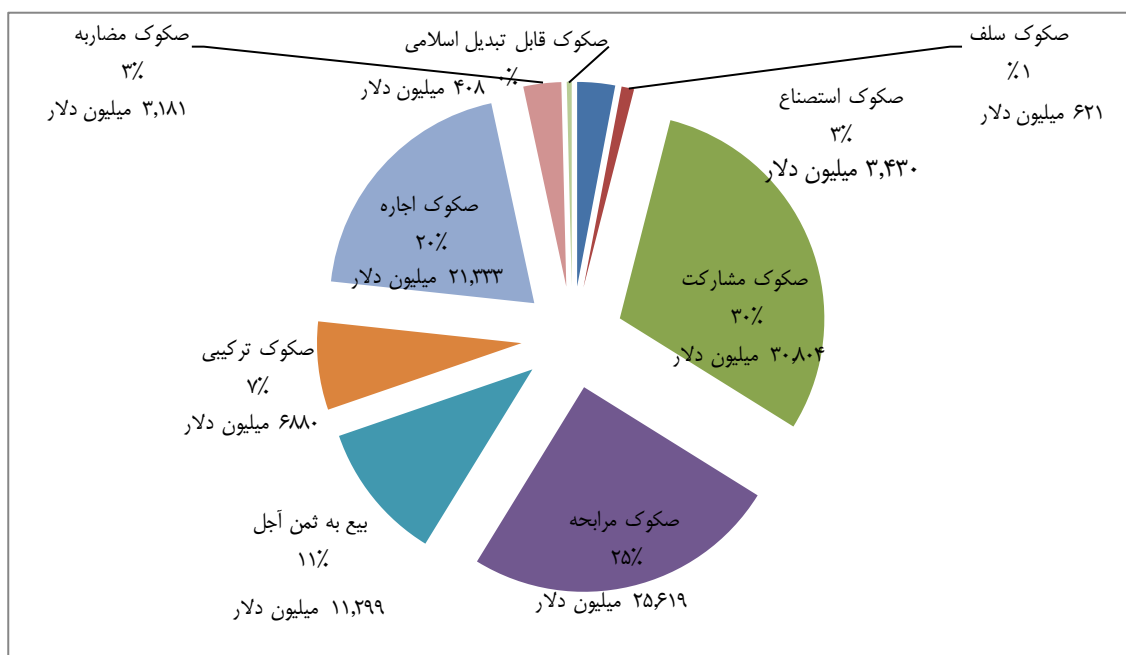
<sup>2</sup> Intellectual Property Rights

<sup>3</sup> Tariffs Due on Electricity Meters

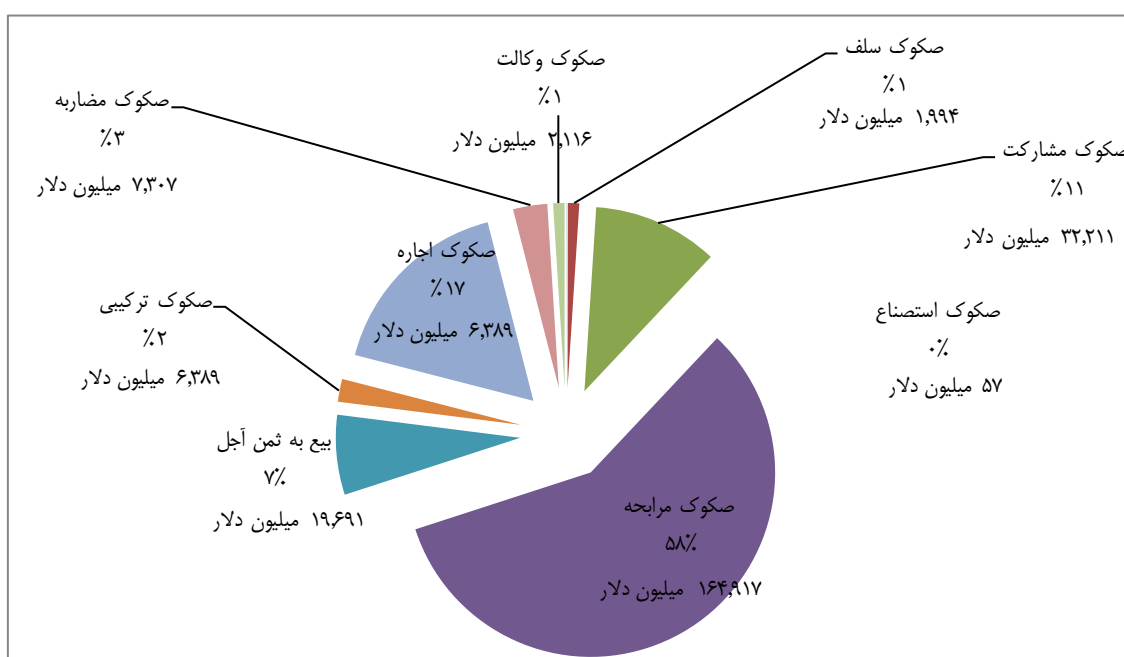
<sup>4</sup> Receivables Due on Petrochemical Marketing Contracts

در این ساختار (صکوک وکالت) شبیه ساختار مضاربه، عامل یا وکیل انتخاب می‌شود و سرمایه‌گذاری در کسب‌وکارهای پایه صکوک را از طرف سرمایه‌گذاران به منظور کسب نرخ سود توافقی مدیریت می‌کند. از این رو، در مقایسه با ساختار مضاربه که سهم سود صاحب سرمایه و عامل (مضارب) به صورت نسبت از قبل تعیین می‌شود، ساختار وکالت به سرمایه‌گذار اجازه می‌دهد تا فقط نرخ سودی که مورد توافق قرار گرفته است را دریافت کند. وکیل نیز می‌تواند هرگونه سود مازاد را به‌عنوان کارمزد انگیزشی خود اخذ کند.

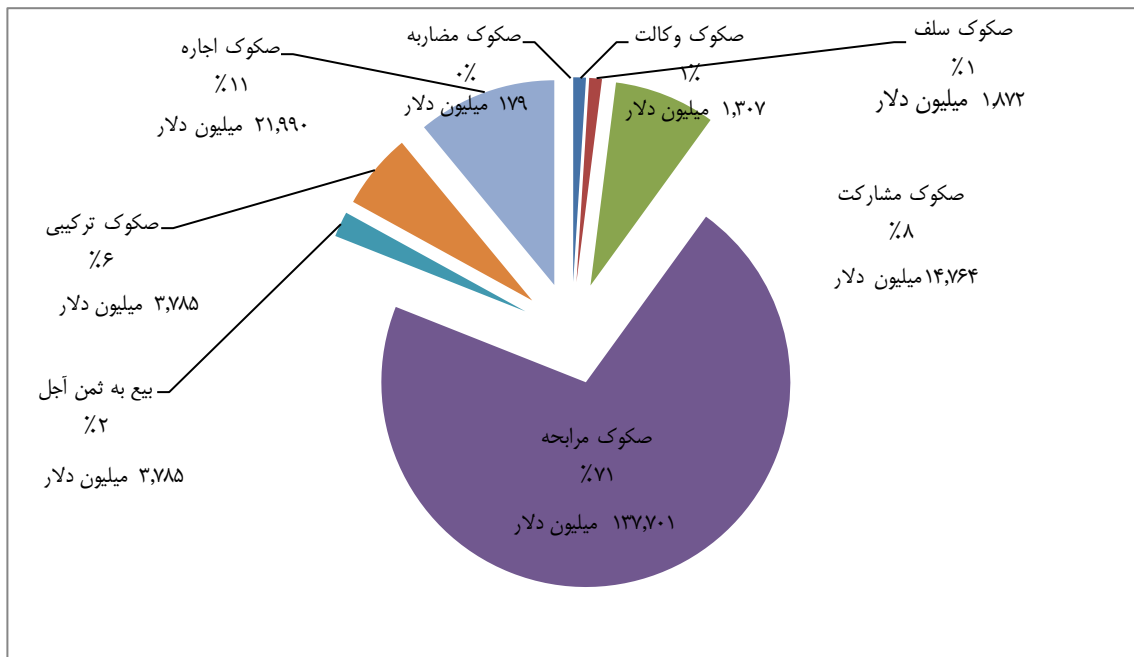
## وضعیت انتشار انواع ساختارهای صکوک در دنیا



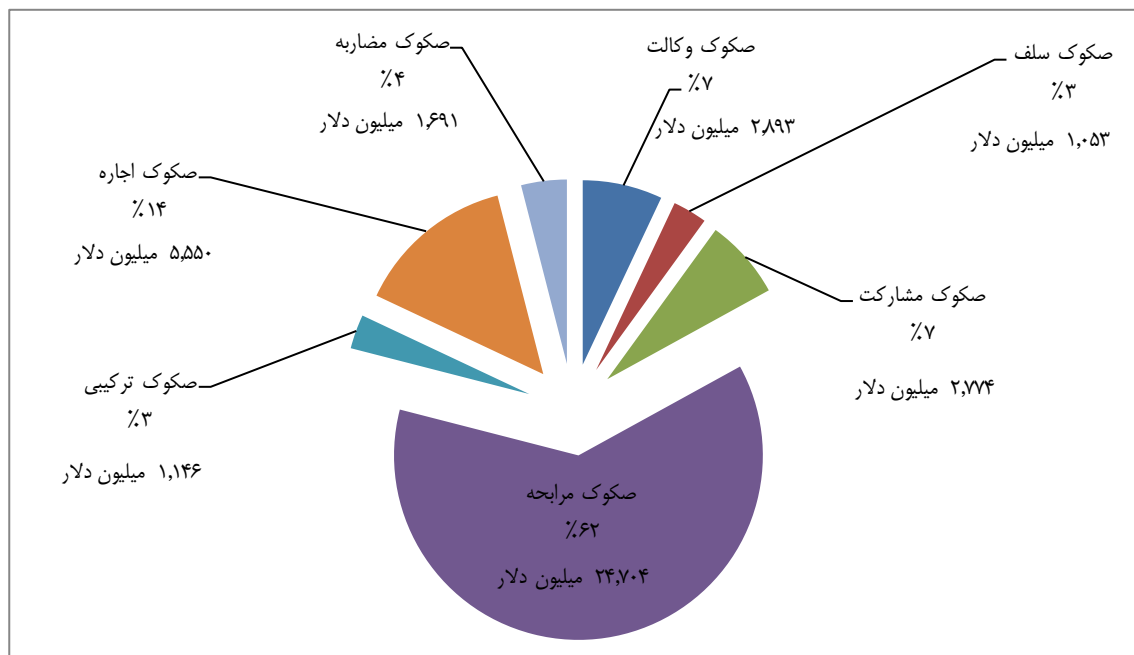
نمودار ۱- انواع صکوک منتشره در سطح داخلی از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۰۸



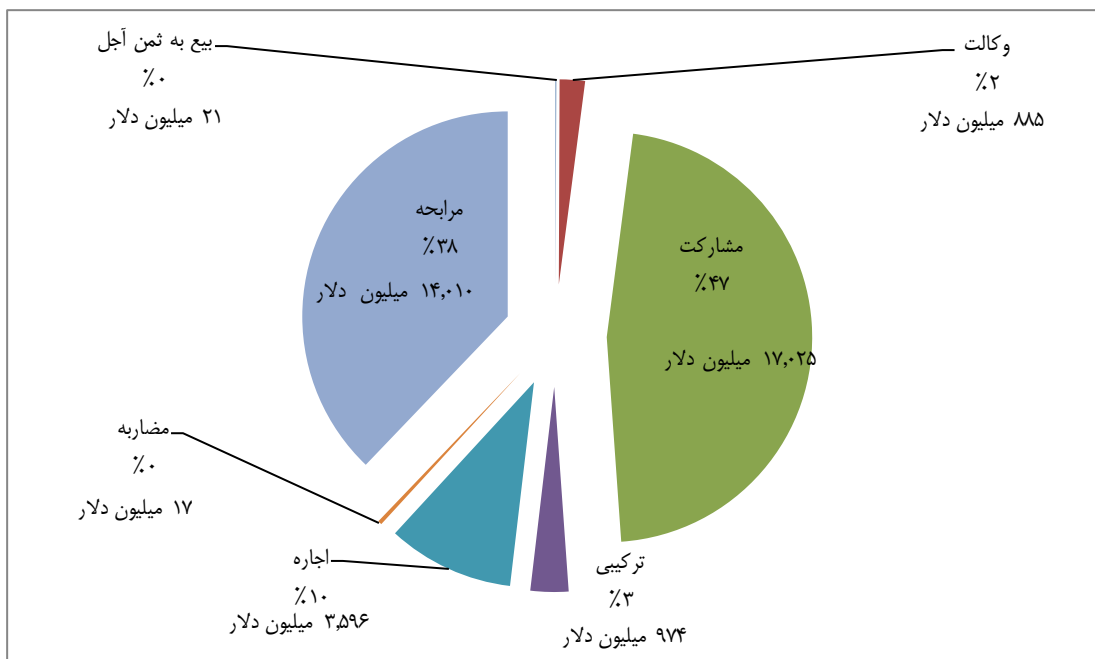
نمودار ۲- انواع صکوک منتشره در سطح داخلی از ژانویه ۲۰۰۹ تا دسامبر ۲۰۱۲



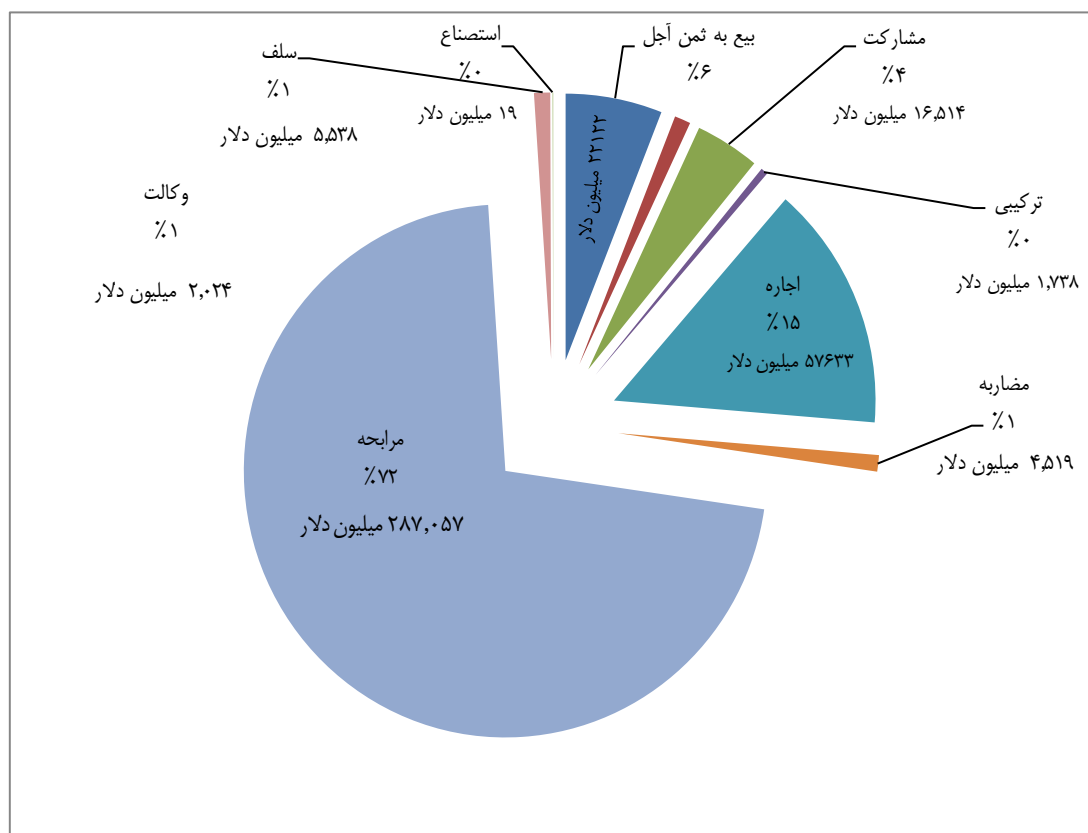
نمودار ۳- انواع صکوک منتشره در سطح داخلی از ژانویه ۲۰۱۳ تا دسامبر ۲۰۱۴



نمودار ۴- انواع صکوک منتشره در سطح داخلی از ژانویه ۲۰۱۵ تا دسامبر ۲۰۱۵



نمودار ۵- انواع صکوک شبه دولتی در سطح داخلی از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۰۸



نمودار ۶- انواع صکوک دولتی منتشره در سطح داخلی از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۰۱

همان گونه که در نمودارهای فوق نشان داده شده است، در بازار صکوک در سطح ملی، بر اساس دوره تاریخی اوراق مرابحه پرتفردارترین نوع اوراق برای ناشران دولتی بوده است. همچنین، در سطح ملی ناشران شبه دولتی و دولتی بیشتر متمایل به اوراق مشارکت و اوراق مرابحه بوده‌اند.

## صکوک وکالت

هدف از انتشار این صکوک، تجمع سرمایه برای به دست آوردن کالاهای خاصی که به عامل واگذار شده است (AAOIFI). وکالت قراردادی میان دو طرف است - به شیوه‌ای شبیه قرارداد عاملیت - که یکی از طرفین موافقت می‌کند از طرف دیگری کاری انجام دهد. موکل (سرمایه‌گذار) یک عامل (وکیل) را تعیین می‌کند و وکیل به‌عنوان عامل و تراستی دارندگان صکوک، برای سرمایه‌گذاری وجوه در سرمایه‌گذاری‌ها یا دارایی‌ها اقدام می‌کند. وکیل در دوره زمانی مورد توافق از تخصص خود برای مدیریت سرمایه‌گذاری‌ها به‌منظور کسب بازدهی (سود) توافقی استفاده می‌کند. مسئول<sup>1</sup> (که معمولاً نهاد واسط است) از بازدهی (سود) برای پرداخت سودهای دوره‌ای به سرمایه‌گذاران از طریق ناشر استفاده می‌کند. معمولاً هرگونه سود مازاد از مبالغ پرداخت دوره‌ای، تحت عنوان کارمزد انگیزشی به وکیل پرداخت می‌شود. در تاریخ سررسید، مدیر سرمایه‌گذاری، پرتفوی صکوک را نقد می‌کند و منابع حاصل از آن را به مسئول پرداخت می‌کند تا وی از طریق ناشر مبالغ نقد شده قابل پرداخت را به سرمایه‌گذاران پرداخت نماید.

## مزیت‌ها و محدودیت‌های اوراق وکالت

موضوعیت اصلی اوراق وکالت این است که بانی کنترل بیشتری نسبت به ناشر و وکیل سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین بانی زمانی را برای اخذ موافقت از ناشر به‌منظور اتخاذ تصمیمات مدیریتی یا به‌کارگیری وجوه اختصاص می‌دهد. این امر ممکن است که کارایی و اثربخشی جنبه‌های عملیاتی ناشر و وکیل سرمایه‌گذاری را افزایش دهد ولی محدودیت‌های چندی برای ناشر و وکیل سرمایه‌گذاری ایجاد می‌کند. به‌عنوان مثال، ناشر نمی‌تواند نقش متولی را در حد یک شرکت متولی تخصصی که در سایر انواع ساختارهای بازار سرمایه اسلامی وجود دارد، ایفا نماید. یک متولی متخصص باید تخصص لازم را برای اتخاذ تصمیمات صلاحیتی یا اعمال برخی از تصمیمات داشته باشد. در این حالت، شفافیت بیشتری در معامله اوراق وجود خواهد داشت و متولی متخصص اطمینان بیشتری را به دارندگان اوراق خواهد داد. در اوراق وکالت از آنجایی که بانی و مدیر سرمایه‌گذاری یکی هستند، نیازی به شفافیت بین آن‌ها وجود ندارد و در نتیجه سرمایه‌گذاران بایستی به ضمانت‌ها و نمایندگی بانی و مدیر سرمایه‌گذاری اکتفا نمایند. نقطه قوت این ساختار می‌تواند مبتنی بر موقعیت مالی و درجه اعتبار ضامن، بانی و مدیر سرمایه‌گذاری باشد و معمولاً ارزیابی دارایی‌ها یا طرح‌ها در اولویت‌های بعدی قرار دارد. بنابراین، این ساختار معمولاً فقط برای سازمان‌های دولتی و شرکت‌های بزرگ جالب توجه است. در حال حاضر با توجه به این که شرکت‌ها می‌خواهند پول را خودشان و به صلاحدید خود استفاده نمایند، این ساختار برای شرکت‌ها نیز جذاب است. همواره این ریسک که ارزش دارایی‌ها مبتنی بر ارزش محاسبه شده توسط مدیر سرمایه‌گذاری باشد و در نتیجه یک ارزش واقعی نباشد، وجود دارد مگر این که ارزیابی توسط یک ارزیاب مستقل (که در برخی از نظام‌های حقوقی خاص مورد نیاز است) صورت گردد. علاوه بر این، ابزارهای در دسترس

---

<sup>1</sup> Principal

دارندگان اوراق فقط شامل ضامن، حساب‌های ذخایر، دارایی‌های اوراق خاص، بانی و مدیر سرمایه‌گذاری، که شرکت‌های مرتبطی هستند، می‌باشند.

## الزامات شرعی قابل اجرا برای وکالت

قرارداد عامیلت در وکالت باید منطبق با الزامات شرعی عمومی ذیل، منطبق بر قراردادهای وکالت باشد:

۱. موکل فقط می‌تواند وکیل را برای انجام کارهای شرعی ملزم نماید؛
۲. موکل فقط می‌تواند سود پیش‌بینی شده را دریافت نماید، هرگونه مازادی توسط وکیل متعلق به وی خواهد بود؛
۳. قرارداد وکالت در دوره وکالت، نوع سرمایه‌گذاری‌هایی که وکیل می‌تواند به آنان ورود پیدا کند و شرایط فسخ قرارداد وکالت باید شفاف و بدون ابهام باشد؛
۴. دارایی‌های وکالت باید با معیارهای واجد شرایط بودن منطبق باشد. برای مثال، حداقل ۳۰ درصد دارایی‌های پایه باید از نوع دارایی‌های مشهود باشد؛
۵. سازوکار جایگزین کردن دارایی‌هایی که منطبق با شرع نیستند، باید مشخص و معلوم باشد.

## اوراق وکالت، ارکان و مدل آن در سایر کشورها

در مدل انتشار اوراق وکالت، براساس قرارداد وکالت دارنده اوراق، پول خود را سرمایه‌گذاری می‌کند، بانی آن را تقاضا می‌نماید و وکیل دارایی‌های پایه اوراق را مدیریت می‌کند. در بسیاری از موارد وکیل و بانی یکی هستند. انتشاردهنده اوراق نیز، هم به‌عنوان ناشر و هم به‌عنوان متولی عمل می‌کند؛ زیرا هم اوراق را منتشر نموده و هم دارایی‌های پایه را به امانت از طرف دارندگان اوراق نگهداری می‌کند. به‌هنگام سررسید اوراق، بانی دارایی‌ها را از ناشر اوراق خریداری می‌کند زیرا این امر باعث می‌شود تا ناشر گواهی را بازخرید نموده و دارندگان اوراق بتوانند اصل سرمایه‌گذاری خود را دوباره به‌دست آورند. منظور از دارایی‌های پشتوانه اوراق در این‌جا، دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها، کالاها یا خدمات شرعی می‌باشد. ناشر اوراق وکالت نیز یک شرکت واسطه<sup>۱</sup> با مسئولیت محدود است که صرفاً به‌منظور خاص و با هدف مشارکت در مبادلات برای انتشار نوع خاصی از صکوک تأسیس می‌شود. این شرکت، صکوک وکالت را منتشر کرده و بخشی از وجوه جمع‌آوری شده را به‌منظور خرید دارایی‌های سرمایه‌گذاری در اختیار بانی قرار می‌دهد و باقی‌مانده وجوه را به‌منظور تکمیل پروژه‌های سرمایه‌گذاری در اختیار مدیر سرمایه‌گذاری قرار می‌دهد. پروژه‌های سرمایه‌گذاری و دارایی‌های ساخته شده به‌عنوان دارایی‌های صکوک به نمایندگی از دارندگان صکوک، به مالکیت ناشر در آمده و مطابق تفاهم‌نامه سرمایه‌گذاری توسط مدیر سرمایه‌گذاری مدیریت می‌شوند. مطابق تفاهم‌نامه سرمایه‌گذاری، مدیر سرمایه‌گذاری باید فعالیت‌های زیر را انجام دهد:

- ۱- تکمیل و توسعه طرح‌های سرمایه‌گذاری؛
- ۲- مدیریت فروش پروژه‌های سرمایه‌گذاری به طرف سوم؛
- ۳- سرمایه‌گذاری باقی‌مانده وجوه در اختیار بانی، در دارایی‌های شرعی.

در موعد مقرر، مدیر سرمایه‌گذاری باید از محل بازدهی حاصل از طرح‌های سرمایه‌گذاری، پرداخت‌های دوره‌ای به ناشر را انجام

<sup>1</sup> Special Purpose Vehicle (SPV)

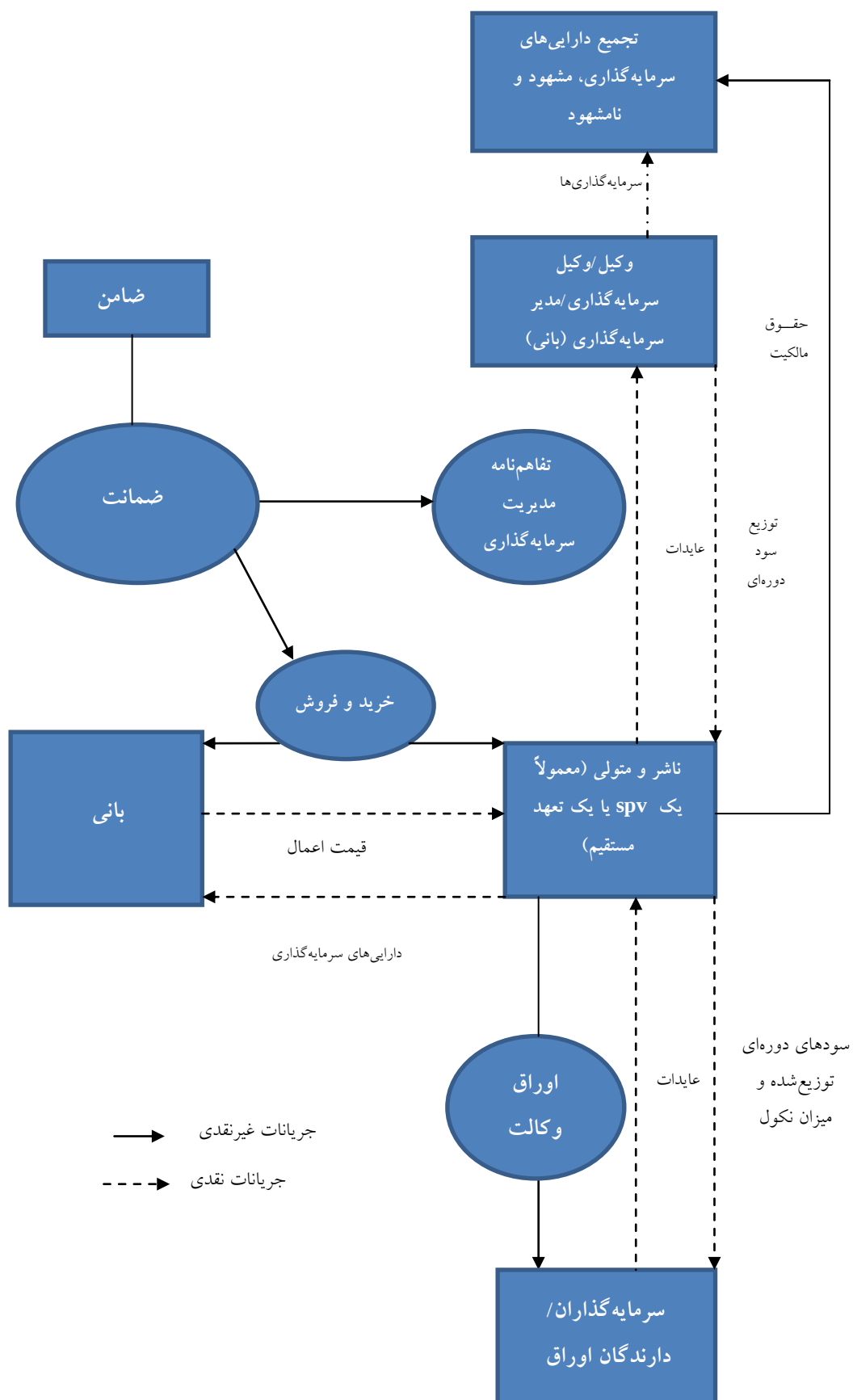
داده و ناشر نیز متعاقباً پرداخت‌ها را به صاحبان صکوک انجام دهد.

اگر مقادیر سود ایجاد شده در طرح‌های سرمایه‌گذاری پس از کسر بیمه و مالیات بیش‌تر از مقادیر دوره‌ای باشد که باید به صاحبان اوراق پرداخت گردد، مدیر سرمایه‌گذاری باید از طرف و به حساب ناشر، تمامی مقادیر از این دست را سرمایه‌گذاری نماید. در صورتی که سودهای حاصل شده کمتر از مقادیر قابل پرداخت باشند، مدیر سرمایه‌گذاری باید مقادیر کمبود را از محل سایر سودهای سرمایه‌گذاری و یا طریق یک تأمین مالی شرعی دیگر تأمین نماید.

در سررسید یا بازخريد زودتر از موعد، ناشر به عنوان متولی تمامی حقوق، عایدات و مالکیت دارایی‌های صکوک را در مقابل دریافت قیمت از پیش مشخص شده‌ای به نام قیمت تحویل، به بانی واگذار می‌نماید. ناشر همچنین به‌عنوان متولی از طرف دارندگان اوراق و از طریق تملک و مدیریت دارایی‌های پایه مورد امانت عمل می‌کند.

در صورتی که مدیر سرمایه‌گذاری از پرداخت مقادیری که باید طبق تفاهم‌نامه مدیریت سرمایه‌گذاری پرداخت نماید، سرباز زند و یا بانی به تعهد خرید یا فروش خود به‌طور کامل عمل ننماید، ضامن طی دوره ضمانت خود باید کمبودهای ایجاد شده فوق را جبران کند. ضامن طرفی است که به هنگام نکول یا کمبود توزیع سودهای دوره‌ای مورد توافق، آن را تعهد می‌نماید. ضامن معمولاً با بانی مرتبط است.

در ادامه مدل عمومی عملیاتی انتشار اوراق وکالت، ارکان و روابط میان آن‌ها در نمودار ۷ نشان داده شده است.



نمودار ۷- مدل عمومی عملیاتی انتشار اوراق وکالت، ارکان و روابط میان آنها

در ادامه ساختار چند صکوک وکالت در قالب موردکاوی، مدل عملیاتی انتشار، ارکان و روابط میان آنها تبیین شده است.

### مورد کاوی ۱: ساختار صکوک راکیا (شرکت صکوک راکیا با مسئولیت محدود)<sup>۱</sup>

در این صکوک، ناشر که شرکت صکوک راکیا می‌باشد، شرکت واسطی (SPV) است که صرفاً با هدف مشارکت در دادوستد تشکیل شده است. این شرکت اوراق وکالت را منتشر خواهد کرد و وجوه حاصل از آن را برای خرید زمین پروژه در جزایر لامرجان<sup>۲</sup> از شرکت سرمایه‌گذاری راس‌الخیمه و هم‌چنین برای پرداخت زیرساخت‌های بناشده در زمین پروژه (شامل دارایی مسکونی و تجاری) صرف خواهد کرد. زمین پروژه و دارایی‌های ساخته شده بر روی آن، دارایی‌های متعلق به ناشر صکوک می‌باشند که متولی دارندگان صکوک نیز هست. این دارایی‌ها توسط عامل که همان شرکت رأس‌الخیمه است، مدیریت می‌شود. مطابق تفاهم‌نامه مدیریت، عامل علاوه بر سایر موارد

۱. طرح تکمیل و توسعه زمین پروژه را تهیه خواهد کرد؛

۲. فروش زمین پروژه به شخص ثالث را مدیریت خواهد کرد؛

۳. مازاد وجوه حاصل از فروش اوراق را در سرمایه‌گذاری‌های مطابق با شریعت مصرف خواهد نمود.

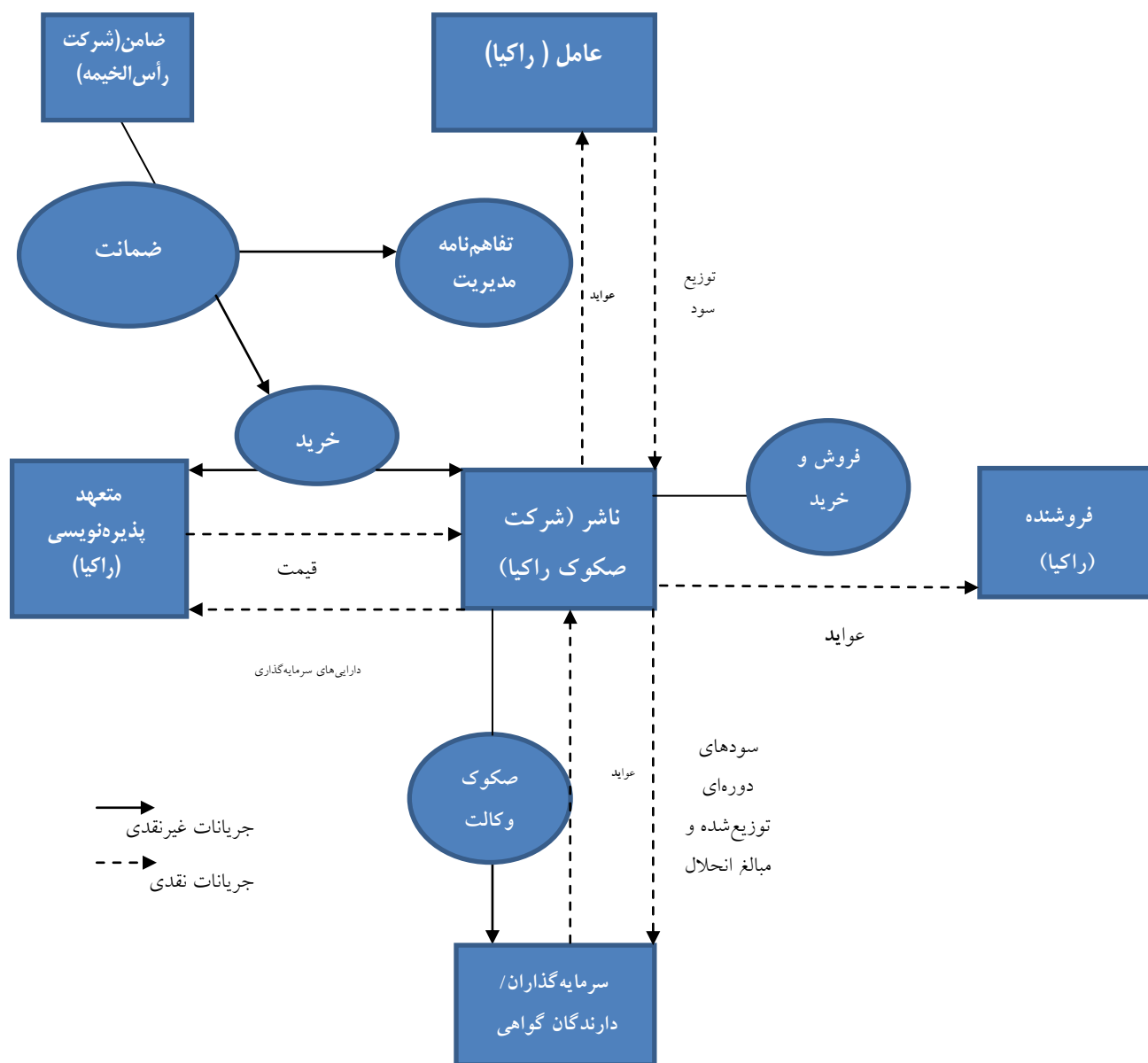
عامل در روز پرداخت دوره‌ای یا بلافاصله قبل از آن، سودهای دوره‌ای قابل پرداخت به ناشر را به وی پرداخت خواهد کرد. اگر بازدهی حاصل از انتشار، بیشتر از مجموع مبالغ پرداخت دوره‌ای باشد، عامل این مبالغ مازاد را به نفع ناشر سرمایه‌گذاری خواهد کرد. در صورتی که مبالغ مذکور کمتر از مجموع مبالغ پرداخت دوره‌ای باشد، عامل باید مبالغ فوق را از سود مازاد تأمین نماید و یا تسهیلات تأمین مالی خاصی را برای ناشر فراهم آورد.

در سررسید یا بازخرید زودتر از موعد، ناشر به عنوان متولی، حقوق خود را که شامل سودها و حقوق موجود در دارایی‌های صکوک است به متعهد پذیرهنویسی می‌فروشد و وی قیمت اعمال را به ناشر پرداخت می‌نماید. در این مورد، قیمت اعمال ۳۲۵ میلیون دلار به اضافه مبالغ ناشی از ایجاد تسهیلات تأمین مالی مطابق با شریعت برای ناشر توسط عامل و هم‌چنین مبالغ دوره‌ای پرداخت نشده می‌باشد. اگر مبالغ قابل پرداخت توسط عامل یا متعهد پذیرهنویسی به صورت کامل پرداخت نشود، ضامن این کمبود را جبران خواهد کرد.

نمودار ۸ مدل عملیاتی اوراق وکالت راکیا را نشان می‌دهد.

<sup>1</sup> RAKIA Sukuk Company Limited

<sup>2</sup> The Al Marjan Islands



نمودار ۸- مدل عملیاتی اوراق وکالت راکیا

## مورد کاوی ۲: ساختار صکوک ایشمار

در این صکوک، فرض بر این است که ناشر همان شرکت صکوک ایشمار است. این شرکت، به عنوان شرکت واسطه (SPV) تحت قوانین جزایر کایمن و به منظور مشارکت در داد و ستد تشکیل شده است و صکوک وکالت را منتشر خواهد کرد تا وجوه آن را برای تحصیل مجموعه‌ای از دارایی‌های پایه استفاده کند. این دارایی‌ها متشکل از سهام موجود «بانک شامل» بحرین و دامنۀ گسترده‌ای از دارایی‌های منطبق با شریعت است که توسط بانک ایشمار به عنوان مدیر سرمایه‌گذاری تشکیل می‌شود. مدت یا دیرش این صکوک ۵ سال است.

این دارایی‌ها به مالکیت ناشر در خواهد آمد و توسط ایشمار به عنوان مدیر سرمایه‌گذاری مدیریت خواهد شد. هدفی که علاوه بر انتشار صکوک پیگیری می‌شود این است که به ایشمار اجازه داده شود تا ترازنامه خود را تجدید ساختار نماید. مقادیر دوره‌ای این دارایی‌ها توسط ایشمار به عنوان مدیر دارایی‌های پایه جمع‌آوری خواهد شد و به عنوان مبنایی برای مبالغ توزیع دوره‌ای شناور و

قابل پرداخت به دارندگان صکوک خواهد بود. بازخرید اوراق نیز در سررسید آن انجام خواهد شد و در صورت انحلال می‌تواند قبل از سررسید نیز انجام گیرد. در سررسید یا بازخرید زودتر از موعد، ایشمار باید دارایی نگهداری شده توسط ناشر را به قیمت توافقی اعمال خریداری نماید که مبنایی برای پرداخت در شرایط انحلال خواهد بود و این مبلغ برابر با اصل مبلغ صکوک منتشر شده خواهد بود. اگر پرداخت‌های ناشی از دارایی‌های تجمیع شده کمتر از ارزش کوپن در هر دوره پرداخت باشد، ایشمار باید مبالغ لازم را به منظور حمایت از ناشر و جبران این کمبود فراهم نماید. به همین منظور نقش تأمین‌کننده نقدینگی را نیز ایفا خواهد نمود. در صورتی که ایشمار قادر به جبران کمبود ایجاد شده مابین بازده دارایی‌ها و پرداخت سود نباشد، «بانک شامل» باید به عنوان ضامن:

۱. بخش محقق نشده از درآمد قابل پرداخت حاصل از دارایی‌های پایه را سرمایه‌گذاران صکوک پرداخت نماید.
۲. هرنوع کمبود بین پرداخت‌های به دست آمده از دارایی‌ها و مبالغ دوره‌ای (که کوپن‌های صکوک می‌باشند) که قابل پرداخت به دارندگان صکوک هستند، را تأمین نماید.
۳. اوراق و کالت را به مبلغی معادل مبلغ انحلال (اصل مبلغ صکوک) بازخرید نماید.

نمودار ۹ مدل عملیاتی انتشار این صکوک را به تصویر کشیده است.

The diagram illustrates the structure and cash flow of a Special Purpose Vehicle (SPV) for infrastructure projects. The entities and their interactions are as follows:

- Entities (Nodes):**
  - بانک شامل بحرین (ضامن)** (Bank including Bahrain (Guarantor))
  - ضمانت** (Guarantee)
  - تفاهم نامه مدیریت سرمایه گذاری** (Investment Management Agreement)
  - خرید و فروش** (Buy and Sell)
  - بانک ایشمار (متعهد پذیره نویسی)** (Bank Ishmar (Commitment Letter Issuer))
  - شرکت صکوک ایشمار (ناشر و امین)** (Ishmar Sukuk Company (Issuer and Trustee))
  - صکوک وکالت** (Sukuk Wakalat)
  - سرمایه گذاران / دارندگان اوراق** (Investors / Bondholders)
  - تجمع دارایی های سرمایه گذاری** (Investment Assets Pool)
  - بانک ایشمار (سرمایه گذاری)** (Bank Ishmar (Investment))
- Cash Flows (Dashed Arrows):**
  - From **بانک شامل بحرین (ضامن)** to **ضمانت**.
  - From **ضمانت** to **تفاهم نامه مدیریت سرمایه گذاری**.
  - From **تفاهم نامه مدیریت سرمایه گذاری** to **خرید و فروش**.
  - From **خرید و فروش** to **بانک ایشمار (متعهد پذیره نویسی)**.
  - From **بانک ایشمار (متعهد پذیره نویسی)** to **شرکت صکوک ایشمار (ناشر و امین)**.
  - From **شرکت صکوک ایشمار (ناشر و امین)** to **بانک ایشمار (سرمایه گذاری)**.
  - From **شرکت صکوک ایشمار (ناشر و امین)** to **صکوک وکالت**.
  - From **صکوک وکالت** to **سرمایه گذاران / دارندگان اوراق**.
  - From **سرمایه گذاران / دارندگان اوراق** to **شرکت صکوک ایشمار (ناشر و امین)**.
  - From **شرکت صکوک ایشمار (ناشر و امین)** to **تجمع دارایی های سرمایه گذاری**.
  - From **تجمع دارایی های سرمایه گذاری** to **بانک ایشمار (سرمایه گذاری)**.
- Non-Cash Flows (Solid Arrows):**
  - From **بانک ایشمار (متعهد پذیره نویسی)** to **شرکت صکوک ایشمار (ناشر و امین)** labeled **قیمت اعمال** (Exercise Price).
  - From **شرکت صکوک ایشمار (ناشر و امین)** to **بانک ایشمار (متعهد پذیره نویسی)** labeled **دارایی های سرمایه گذاری** (Investment Assets).
- Other Information:**
  - حقوق مالکیت به عنوان امین دارندگان صکوک** (Rights of ownership as trustees of sukuk holders) is associated with the **بانک ایشمار (سرمایه گذاری)**.
  - مبالغ توزیع دوره ای و مبالغ انحلال** (Periodic distribution amounts and liquidation amounts) are associated with the **شرکت صکوک ایشمار (ناشر و امین)**.
  - مبالغ توزیع دوره ای و مبالغ انحلال** (Periodic distribution amounts and liquidation amounts) are also associated with the **سرمایه گذاران / دارندگان اوراق**.

### مورد کاوی ۳: شرکت توسعه مستغلات دارالأركان

#### صکوک شرکت دارالأركان

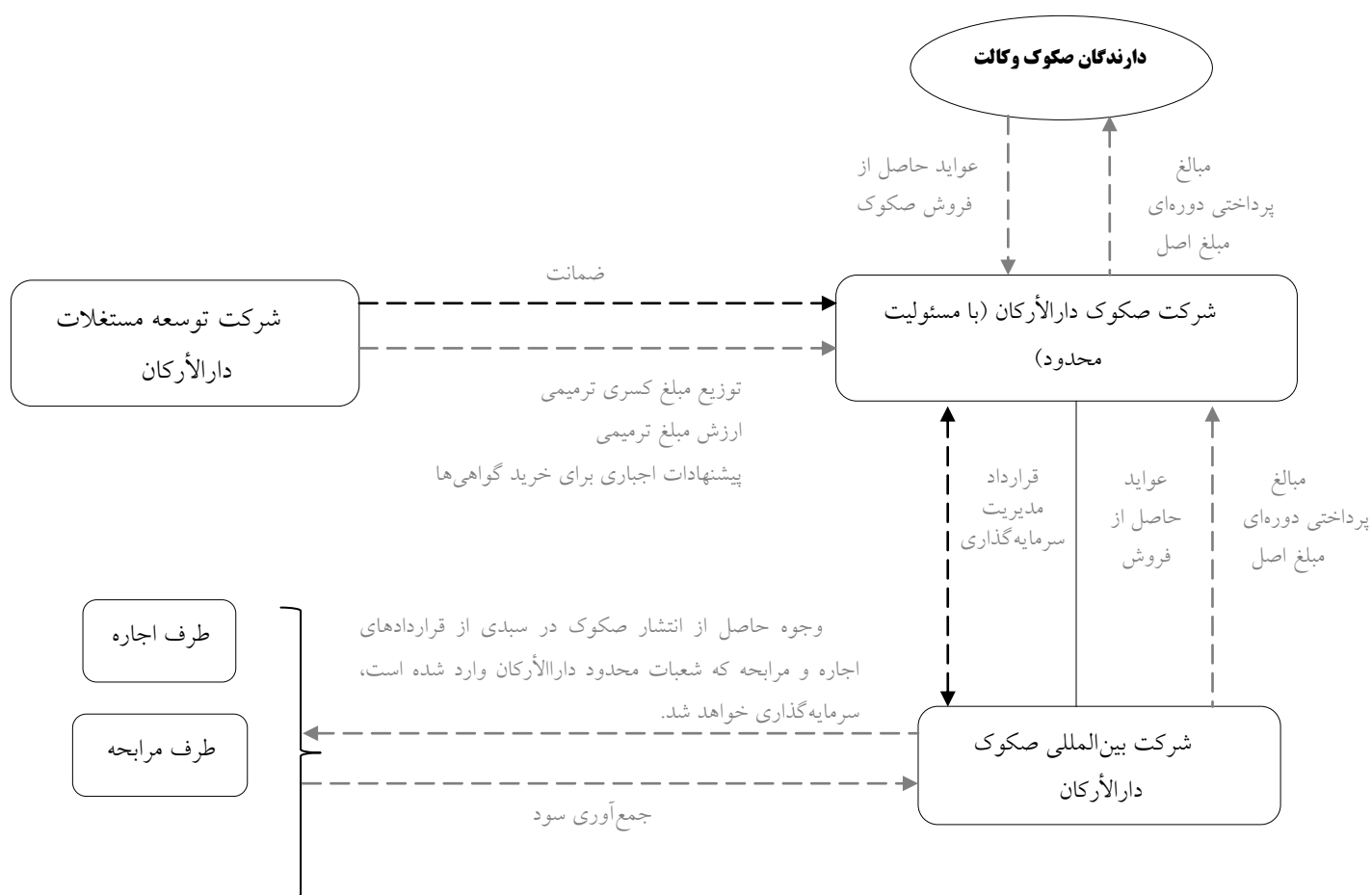
(ثبت شده در جزیره کایمن با مسئولیت محدود)

#### برنامه انتشار صکوک وکالت ۱/۲ میلیارد دلاری

Latham & Watkins به شرکت مستغلات دارالأركان (دارالأركان) در ارتباط با برنامه انتشار صکوک ۱/۲ میلیارد دلاری به اضافه اولین انتشار ۴۵۰۰ میلیون دلاری تحت این برنامه در می ۲۰۱۳ و نیز انتشارهای بعدی ۳۰۰ میلیون دلاری در نوامبر ۲۰۱۳ و ۴۰۰ میلیون دلاری در می ۲۰۱۴ مشاوره داده‌اند.

این ساختار انتشارها که بعد از پذیرهنویسی موفق دارالأركان ۴۵۰ میلیون دلاری (که در این مورد هم Latham مشاور بود) سال ۲۰۱۰ تکرار شدند. پذیرهنویسی سال ۲۰۱۰ اولین معامله از نوع ترکیب ساختار وکالت نوآورانه با یک پکیج قراردادی با بازدهی بالا بود و بنابراین به عنوان اولین صکوک با بازدهی بالا شناخته می‌شود. این بسته قراردادی با بازدهی بالا برای تکرار ویژگی‌هایی که معمولاً در معاملات مستغلات متعارف با بازدهی بالا در بازارهای نوظهور یافت می‌شود، طراحی شده بود. موفقیت این معامله، دارالأركان را برای استفاده از این ساختار برای فعالیتهای بعدی تشویق کرد. همچنین این تجربه منجر شد که انتشارهای بعدی با هزینه کمتر تکرار شود.

دارالأركان یک نهاد واسط با نام شرکت صکوک دارالأركان با مسئولیت محدود را بر اساس قانون جزایر کایمن با هدف انتشار صکوک و به عنوان تراستی سرمایه‌گذاران تأسیس کرد. به علاوه، شرکت بین‌المللی صکوک دارالأركان که یک شرکت فرعی کاملاً متعلق به دارالأركان تحت قانون عربستان سعودی است، وکیل یا مدیر سرمایه‌گذاری این صکوک شد. بانک الخیر، دویچ بانک، و شعبه لندن اینترنشنال گلدمن ساکس بر اساس برنامه به عنوان تنظیم‌کنندگان و معامله‌گران، مدیران پیشرو در این انتشار مشترک بودند.



نمودار ۱۰- صکوک وکالت شرکت دارالأرکان

وکالت شامل معاملات ذیل است:

### انتشار صکوک:

نهاد واسطه، به‌عنوان ناشر صکوک منتشر می‌کند که نشان‌دهنده منافع مالکیتی تقسیم‌نشده در دارایی‌ها یا معاملات وکالت پایه است و حقی بر عهده ناشر برای پرداخت مبالغ دوره‌ای و اصل مبلغ سرمایه‌گذاری در زمان پایان قرارداد می‌باشد.

### خرید صکوک:

دارندگان گواهی برای صکوک تقاضا می‌دهند و وجوه حاصل از فروش صکوک به ناشر پرداخت می‌شود.

### قرارداد (وکالت) مدیریت سرمایه‌گذاری:

وجوه حاصل از فروش صکوک توسط ناشر به مدیر سرمایه‌گذاری ارائه می‌شود تا در سبدهی از سرمایه‌گذاری‌ها صرف شود. این سبد متشکل از قراردادهای اجاره و مرابحه‌ای است که میان مدیر سرمایه‌گذاری و شعبات محدود خاص دارالأرکان منعقد می‌شود. مدیر سرمایه‌گذاری در همه زمان‌ها ملزم به سرمایه‌گذاری حداقل مبلغی برابر با ۵۱ درصد مبلغ اسمی گواهی‌های منتشره در قراردادهای اجاره مشهود می‌باشد مگر در طول دوره‌هایی که جایگزینی هر یک از قراردادهای اجاره ضروری است.

## طرح سرمایه‌گذاری:

مدیر سرمایه‌گذاری موافق سرمایه‌گذاری وجوه حاصل از انتشار صکوک در سبدهی از قراردادهای صکوک است (این سبد قراردادهای باید حداقل بازدهی معادل مبالغ پرداختی دوره‌ای برای یک دوره ایجاد کند) همچنین وی از حفظ ارزش سبد صکوک اطمینان دارد. مدیر سرمایه‌گذاری این اختیار را دارد که دارایی‌های خود را با سبد سرمایه‌گذاری صکوک مخلوط کند و باید شرایط سرمایه‌گذاری خاص را که در قرارداد مدیریت سرمایه‌گذاری گنجانده شده است، رعایت نماید.

## جمع‌آوری سود و توزیع آن میان دارندگان گواهی:

پیش از هر یک از تاریخ‌های پرداخت دوره‌ای، مدیر سرمایه‌گذاری کلیه وجوه حاصل از قراردادهای اجاره و مرابحه را از طرفین این قراردادهای جمع‌آوری می‌کند و در همان تاریخ این وجوه جمع‌آوری شده را به بانی می‌دهد تا عامل پرداخت از طرف ناشر به سرمایه‌گذاران پرداخت نماید. عامل اصلی پرداخت به‌طور پیوسته این مبالغ را برای پرداخت دوره‌ای به دارندگان صکوک در تاریخ توزیع دوره‌ای مربوطه استفاده می‌کند. دارالارکان به عنوان ضامن متعهد است هرگونه کسری میان سودهای جمع‌آوری شده و مبلغ پرداختی دوره‌ای (ارزش اسمی) این صکوک را از طریق پرداخت مبلغ کسری جبران نماید.

## تسویه:

قبل از تاریخ سررسید، مدیر سرمایه‌گذاری باید سبد صکوک را نقد نماید و وجوه حاصل را به عامل پرداخت اصلی بدهد. عامل پرداخت اصلی به‌طور پیوسته این مبلغ را برای پرداخت مبلغ اسمی دارندگان گواهی استفاده می‌کند. دارالارکان به عنوان ضامن متعهد است هرگونه کسری میان وجوه حاصل از نقد کردن سبد صکوک و مبلغ توزیعی پایان دوره (ارزش اسمی) این صکوک را از طریق پرداخت مبلغ کسری جبران نماید.

## سایر تجربه‌های Latham & Watkins در خصوص انتشار صکوک وکالت

### شرکت هلدینگ گروه البیان

شرکت L&W در آوریل ۲۰۱۳، به مدیران پیشرو مشترک در ارتباط با تأسیس برنامه یک میلیارد رینگیت صکوک وکالت و اولین انتشار ۲۰۰ میلیون رینگیت صکوک وکالت در ۲۰۱۶ از سوی شرکت هلدینگ گروه البیان مشاوره داد. این صکوک اولین انتشار صکوک به رینگیت مالزی توسط یک ناشر عربستانی بود (و اولین برنامه صکوک رینگیت مالزی توسط یک ناشر عربستانی ایجاد شد). این انتشار که توسط شرکت هلدینگ گروه البیان و سایر ناشران کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس انجام شد، بخشی از یک روند در حال رشد از شرکت‌های خارجی است که در حال ارزیابی بازار مالزی به‌عنوان یک جایگزین معتبر به‌جای دلار آمریکا برای ناشران غیرمالزیایی هستند. همچنین، Latham & Watkins در نوامبر ۲۰۱۳ به تنظیم‌کنندگان انتشار صکوک، در ارتباط با انتشار ۱۲۰ میلیون رینگیت صکوک وکالت بعدی شرکت هلدینگ گروه البیان در ۲۰۱۴ مشاوره داد.

## ساختار صکوک وکالت بین‌المللی مالزی

### صکوک وکالت دو طبقه<sup>۱</sup> (ترنج) دولت مالزی به ارزش ۲ میلیارد دلار

این ساختار اجازه می‌دهد تا بیش از ارزش دارایی‌های موجود اوراق منتشر شود. وجوه حاصل از انتشار صکوک توسط بانی به‌عنوان وکیل به صورت ذیل سرمایه‌گذاری و مدیریت می‌شود:

۱. ۵۲ درصد در دارایی‌های مشهود؛
۲. حداقل ۲۶ درصد در دارایی‌های لیزینگی (اجاره‌ای)؛
۳. حداکثر ۲۶ درصد در سهام شرکت‌هایی که معیارهای غربالگری شرعی را احراز نموده‌اند؛
۴. ۴۹ درصد در مباحه کالایی.

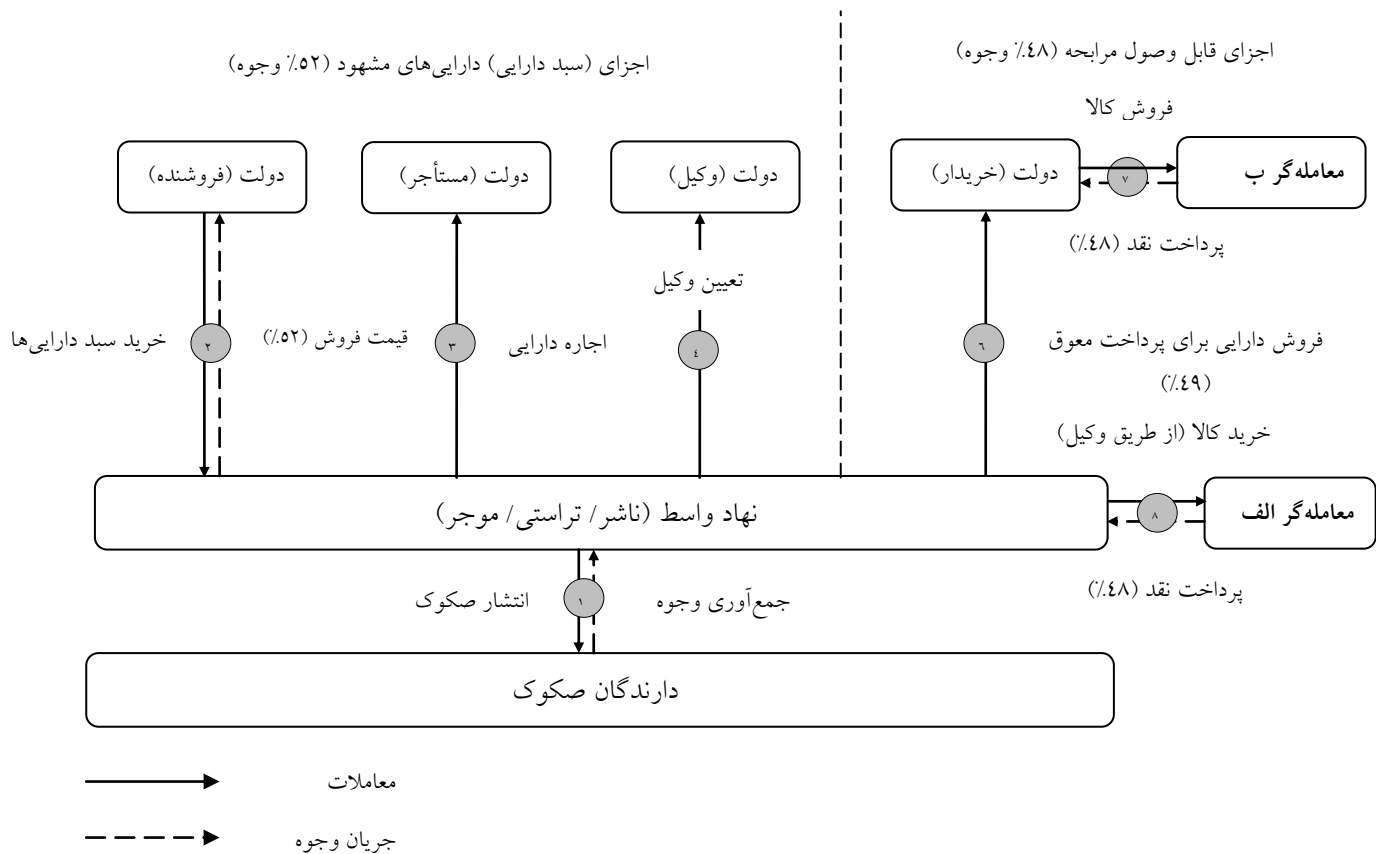
### مستندات اصلی:

۱. قرارداد خرید و فروش؛
۲. قرارداد اجاره؛
۳. قرارداد وکالت؛
۴. قرارداد مباحه؛
۵. تعهد خرید؛
۶. تعهد جایگزینی؛
۷. بیانیۀ تراست؛
۸. غیره.

---

<sup>1</sup> Dual Tranch

## مرحله آغاز

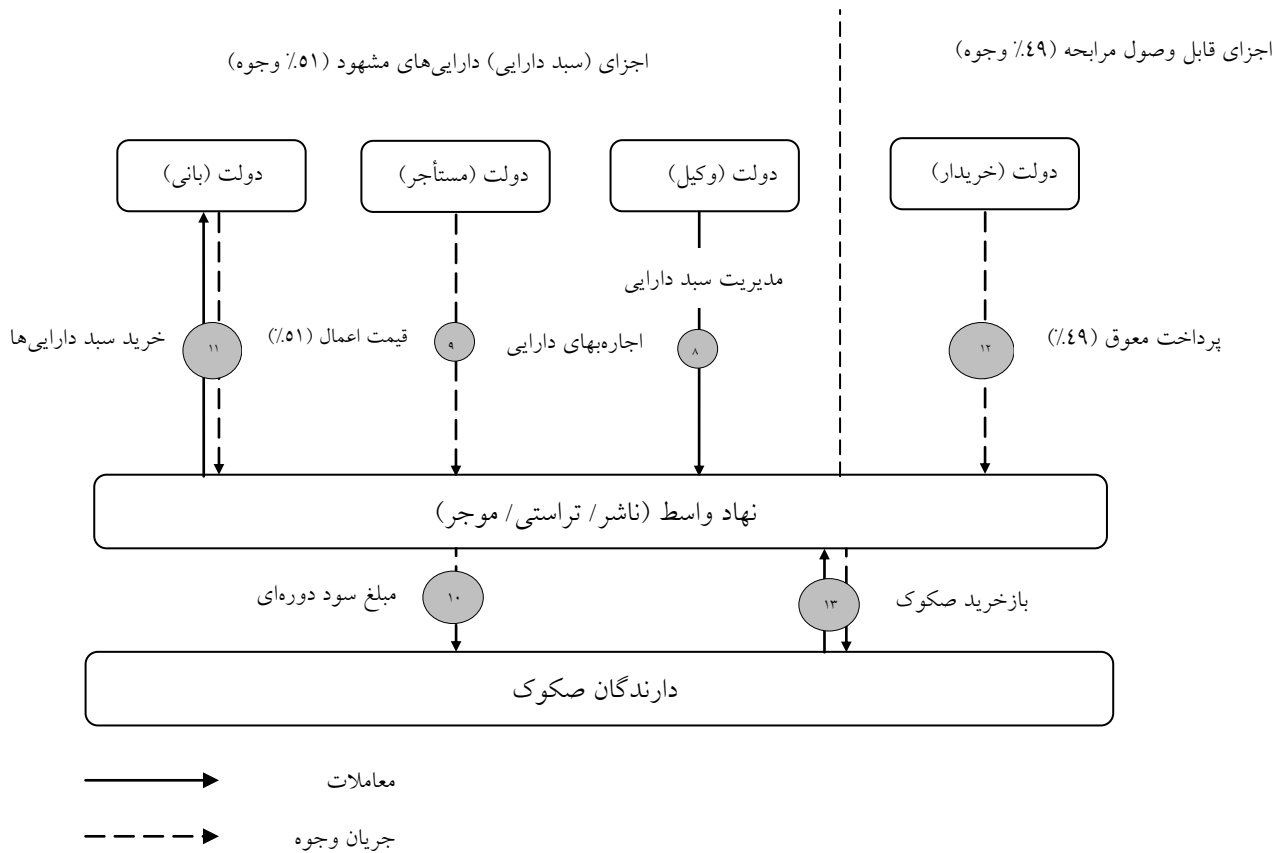


نمودار ۱۱- ساختار صکوک وکالت بین‌المللی مالزی

## صکوک وکالت دو طبقه دولت مالزی در سال ۲۰۱۱ به ارزش ۲ میلیارد دلار

اجاره‌بهاهاى دریافتی از دارایی‌های مشهود برای توزیع دوره‌ای به دارندگان صکوک استفاده می‌شود. در سررسید، پرداخت اقساط قرارداد مرابحه کالایی (۴۹ درصد) با قیمت سبد دارایی نقد شده (۵۱ درصد) به منظور بازخرید صکوک از دارندگان صکوک مورد استفاده قرار می‌گیرد.

## مرحله دوم: در طول دوره و سررسید



نمودار ۱۲- ساختار صکوک وکالت بین‌المللی مالزی

### موردکاوی ۴: صکوک وکالت دو طبقه دولتی مالزی در سال ۲۰۱۱ به ارزش ۲ میلیارد دلار

در ۲۸ ژوئن سال ۲۰۱۱، دولت مالزی یک صکوک دولتی را در سطح جهان به ارزش ۲ میلیارد دلار به صورت موفق پذیره‌نویسی کرد. این صکوک در ۲ طبقه شامل ۱/۲ میلیارد دلار در طبقه اول با سررسید ۵ ساله و ۰/۸ میلیارد دلار در طبقه دوم با سررسید ۱۰ ساله بود.

این معامله ۲ میلیارد دلاری توسط دولت مالزی گویای نکاتی به شرح ذیل است:

- ۱- اولین صکوک دولتی منتشره در سطح جهانی به دلار در سال ۲۰۱۱؛
- ۲- بزرگترین انتشار صکوک تا آن روز توسط دولت مالزی در بازارهای بین‌المللی به دلار؛
- ۳- اولین صکوک دولتی به دلار آمریکا با سررسید ۱۰ ساله.

مالزی در طبقه با سررسید ۵ ساله، کمترین بازدهی تا آن زمان را در یک انتشار صکوک دولتی به دلار در آسیا به دست آورد. همچنین این معامله نشان داد که اولین صکوک دولتی دلاری کشور مالزی بر اساس اصول اسلامی وکالت ساختار بندی شده است و مالزی را در خط مقدم مالی اسلامی قرار داد.

## مروری بر جزئیات معامله

|                         |                                                           |
|-------------------------|-----------------------------------------------------------|
| ناشر صکوک               | Wakala Global Sukuk Berhad                                |
| بانی صکوک               | دولت مالزی                                                |
| ارز/ فرمت               | دلار آمریکا Reg.S /144A                                   |
| ساختار                  | صکوک وکالت                                                |
| رتبه‌های صکوک/ بانی     | A3 (Moody`s) /A- (S&P)                                    |
| دارایی‌های صکوک         | منطبق با شرع؛ کالاها                                      |
|                         | ۱- دارایی مشهود شامل دارایی‌های اجاره‌ای و شرعی (۵۲ درصد) |
|                         | ۲- اقساط دریافتی مباحه منطبق با شرع (۴۸ درصد)             |
| دوره انتشار             | ۵ ساله                                                    |
| سررسید                  | ۶ جولای ۲۰۱۶                                              |
| مبلغ                    | ۱/۲ میلیارد دلار                                          |
| تاریخ تسویه/ قیمت‌گذاری | ۲۸ ژوئن ۲۰۱۱ / ۶ جولای ۲۰۱۱                               |
| سود دوره‌ای             | ۲/۹۹٪ ارزش اسمی سالانه                                    |
| قیمت                    | ۱۰۰٪                                                      |
| شکاف فروش مجدد          | ۱۵۴ bps +                                                 |
| محل معاملات صکوک        | بورس هنگ کنگ، بورس مالزی، بورس لاوآن                      |
| نقش HSBC                | Joint Bookrunner and Joint Lead Manager                   |

## نکات برجسته در صکوک وکالت بین‌المللی مالزی

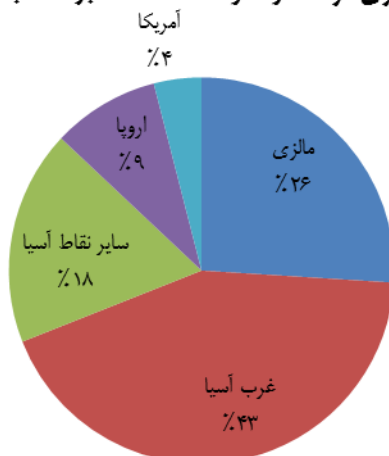
مالزی طیفی از سرمایه‌گذاران جهانی مسلمان و غیرمسلمان را در کوآلالمپور، هنگ کنگ، سنگاپور، ابوظبی، دبی، ریاض، لندن و نیویورک در اختیار دارد.

انتشار صکوک وکالت فوق‌الذکر در روز سه شنبه ۲۸ ژوئن با قیمت T+160bps برای طبقه ۵ ساله و T-spread plus 20 bps برای طبقه سررسید ۱۰ ساله اعلام شد. این انتشار به شدت مورد استقبال سرمایه‌گذاران قرار گرفت و ظرف چند دقیقه پس از اعلان پذیرهنویسی تقریباً ۴/۵ میلیارد دلار سفارش ثبت شد. به دنبال ثبت سفارشات زیاد در اروپا و آمریکا، قیمت نهایی در آسیا برای طبقه ۵ ساله T+150bps و برای طبقه ۱۰ ساله T+170bps بسته شد.

این صکوک با استقبال فوق‌العاده سرمایه‌گذاران داخلی و بین‌المللی و به‌طور ویژه از غرب آسیا مواجه شد. ثبت سفارش نهایی این صکوک ۹ میلیارد دلار بود یعنی ۴/۵۵ برابر بیشتر از حجم صکوک منتشره. در نهایت این صکوک به قیمت نهایی T+145bps برای طبقه ۵ ساله و T+165bps برای طبقه ۱۰ ساله قیمت‌گذاری شد.

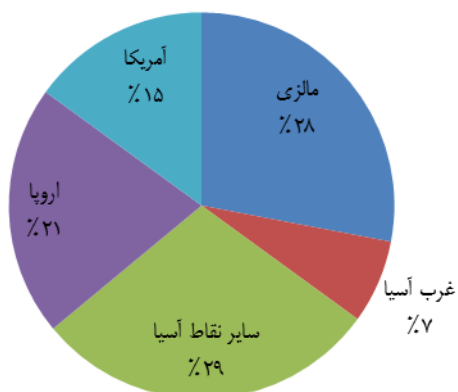
این صکوک، سومین انتشار صکوک دولتی مالزی به دلار پس از انتشارهای پیشین این دولت در سال‌های ۲۰۰۱ و ۲۰۱۰ بود و منجر به تقویت بیشتر موقعیت مالزی به‌عنوان مرکز مالی اسلامی پیشرو در سطح بین‌المللی شد.

درصد سرمایه‌گذاری در صکوک وکالت ۵ ساله بر حسب منطقه جغرافیایی

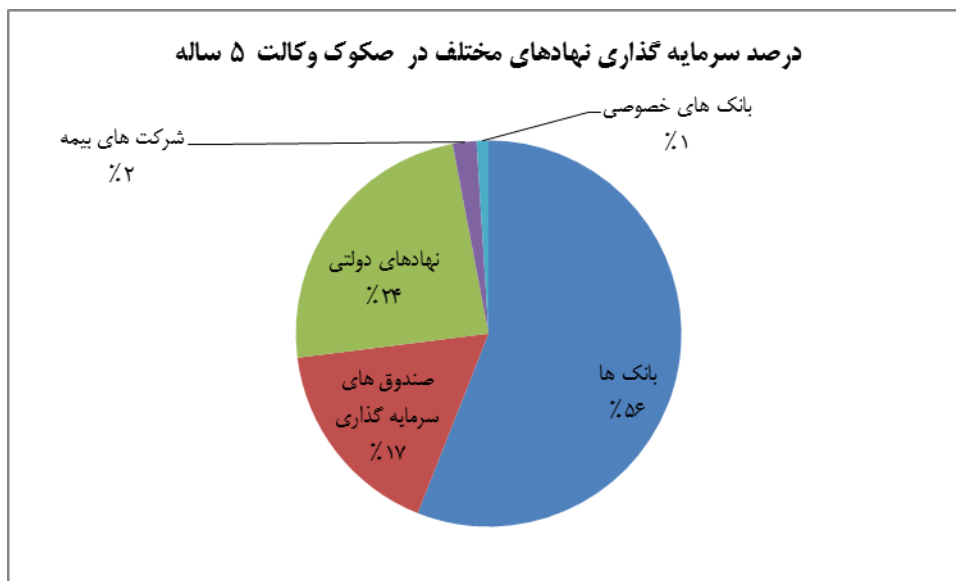


نمودار ۱۳- سرمایه‌گذاری در صکوک وکالت با سررسید ۵ ساله بر حسب منطقه جغرافیایی

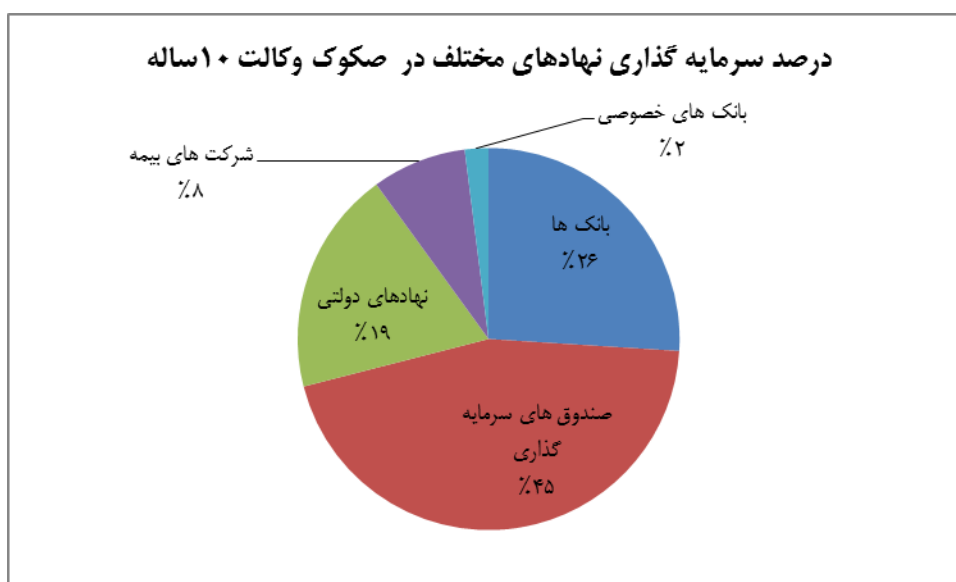
درصد سرمایه‌گذاری در صکوک وکالت ۱۰ ساله بر حسب منطقه جغرافیایی



نمودار ۱۴- سرمایه‌گذاری در صکوک وکالت با سررسید ۱۰ ساله بر حسب منطقه جغرافیایی



نمودار ۱۵- سرمایه گذاری در صکوک وکالت با سررسید ۱۰ ساله بر حسب نوع نهاد سرمایه گذار



نمودار ۱۶- سرمایه گذاری در صکوک وکالت با سررسید ۱۰ ساله بر حسب نوع نهاد سرمایه گذار

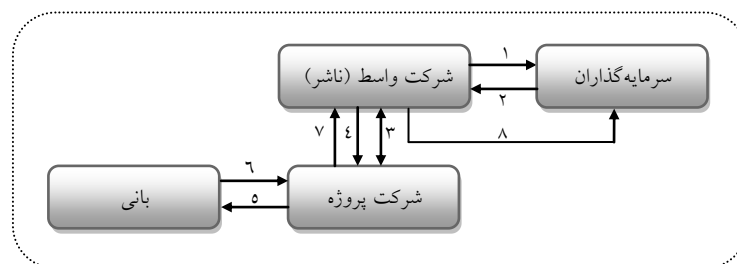
### طراحی اوراق وکالت مبتنی بر ساختار صندوق پروژه در بازار سرمایه ایران

به منظور عملیاتی کردن اوراق وکالت در بازار سرمایه ایران می توان مدل های مختلفی را طراحی کرد. با توجه به میزان انعطاف پذیری قرارداد وکالت به طور کلی می توان دو نوع اوراق وکالت خاص و اوراق وکالت عام را پیشنهاد نمود. به منظور محاسبه دقیق بازدهی در این نوع از اوراق و با توجه به تعدد سرمایه گذاری ها می توان از ساختار صندوق پروژه برای طراحی و اجرای صحیح این اوراق استفاده کرد.

## الف. اوراق وکالت سرمایه‌گذاری خاص

گاهی شرکتی در بخش خاصی از اقتصاد مانند بخش کشاورزی، صنعت، بازرگانی، خدمات یا مجموعه‌ای از این‌ها فعالیت می‌کند و امور مربوط به تولید، فروش، بازاریابی و... را انجام می‌دهد ولی برای تأمین مالی، تأمین نقدینگی، تأمین سرمایه در گردش و... با مشکل مواجه است. برای حل این مشکلات، فعال اقتصادی می‌تواند اقدام به انتشار اوراق وکالت سرمایه‌گذاری خاص کند. این فعال اقتصادی پس از واگذاری اوراق و تجهیز سرمایه لازم، فعالیت‌های اقتصادی خود را شروع، توسعه یا رونق می‌بخشد. در پایان نیز سود حاصله از فعالیت خود را پس از کسر سهم وکیل میان صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. در این نوع از اوراق محدوده فعالیت وکیل به‌طور دقیق و مشخص تعیین شده و فقط می‌تواند در آن محدوده به سرمایه‌گذاری بپردازد. نکته مهم در طراحی اوراق وکالت آن است که واسطه پس از انتشار اوراق، باید یک مدیر سرمایه‌گذاری مشخص نماید. این مدیر سرمایه‌گذاری باید یک شرکت سهامی خاص باشد که زیرمجموعه بانی تشکیل می‌شود و واسطه انجام برخی از امور را به وی تفویض می‌نماید.

## مدل عملیاتی اوراق وکالت سرمایه‌گذاری خاص



نمودار ۱۷- مدل عملیاتی اوراق وکالت سرمایه‌گذاری خاص

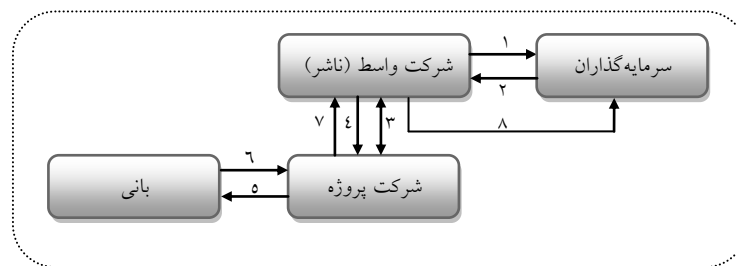
## رویه اجرایی انتشار اوراق وکالت سرمایه‌گذاری خاص

- ۱- نهاد واسطه اوراق وکالت سرمایه‌گذاری خاص منتشر می‌کند.
- ۲- نهاد واسطه با واگذاری اوراق وکالت سرمایه‌گذاری خاص، وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری می‌کند.
- ۳- نهاد واسطه به‌عنوان وکیل سرمایه‌گذاران بخشی از وظایف خود را برای انجام امور سرمایه‌گذاری به شرکت پروژه تفویض می‌کند.
- ۴- نهاد واسطه وجوه سرمایه‌گذاران را برای سرمایه‌گذاری در اختیار شرکت پروژه قرار می‌دهد.
- ۵- شرکت پروژه سرمایه‌گذاری‌های مورد نظر بانی را انجام می‌دهد و در اختیار وی قرار می‌دهد.
- ۶- بانی در بازه‌های زمانی مشخص سودهای دوره‌ای علی‌الحساب را در اختیار شرکت پروژه قرار می‌دهد.
- ۷- شرکت پروژه پس از حسابرسی‌های لازم و کسر حق‌الوکاله خود، سودهای علی‌الحساب دوره‌ای را در اختیار نهاد واسطه قرار می‌دهد.
- ۸- نهاد واسطه نیز سودهای دوره‌ای علی‌الحساب را به سرمایه‌گذاران می‌پردازد.

## ب. اوراق وکالت سرمایه‌گذاری عام با سررسید

این نوع از اوراق می‌تواند از سوی شرکت‌های هلدینگ مورد استفاده قرار گیرد. فعالیت این شرکت‌ها صرفاً محدود به فعالیت در یک فعالیت خاص نیست بلکه به صورت تخصصی در زمینه‌های گوناگون مانند کشاورزی، بازرگانی، صنعت، خدمات و... فعال هستند؛ فعالیت‌های شرکت محدود به زمان مشخصی است. این شرکت‌ها برای تأمین مالی، تأمین نقدینگی، سرمایه در گردش و... برای شرکت‌های زیرمجموعه خود، در جایگاه بانی اوراق وکالت عام با سررسید معین (برای مثال یکساله، دوساله یا پنج ساله) با دوره‌های پرداخت سود معین (برای مثال فصلی) منتشر و در اختیار متقاضیان قرار می‌دهد، سپس با سرمایه حاصل از واگذاری فعالیت‌های اقتصادی در شرکت‌های زیرمجموعه را تأمین مالی می‌کند و در پایان هر دوره مالی سود حاصل را پس از کسر سهم وکیل و سایر هزینه‌های مربوط به ارکان انتشار اوراق، میان صاحبان اوراق توزیع می‌کند. در پایان سررسید نیز افزون بر سود آخرین دوره مالی، اصل سرمایه صاحبان اوراق را بر می‌گرداند و یا تبدیل به اوراق وکالت عام با سررسید جدیدی می‌کند. نکته مهم در طراحی این اوراق تأسیس شرکت پروژه در زیرمجموعه بانی به منظور متمرکز کردن محاسبه درآمدها و هزینه‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد.

## مدل عملیاتی اوراق وکالت سرمایه‌گذاری عام



نمودار ۱۸- مدل عملیاتی اوراق وکالت سرمایه‌گذاری خاص

رویه اجرایی این مدل شبیه مدل قبلی است با این تفاوت که محدوده سرمایه‌گذاری دارای وسعت بیش‌تری است. البته حدود و ثغور این مسئله به‌طور دقیق در امیدنامه بانی منتشر می‌شود.

## منابع:

- ۱- موسویان، سید عباس و همکاران؛ اوراق بهادار (صکوک) وکالت؛ ابزاری نامناسب برای تأمین مالی صنعت پتروشیمی، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، دوره ۱۲، شماره ۴۷، زمستان ۱۳۹۱، صص ۱۳۰-۱۰۳.
- 2- Latham & Watkins, The Sukuk Handbook: A Guide To Structuring Sukuk, 2016, USA: Latham & Watkins LLP.
- 3- International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), Islamic Capital Markets, 2015.
- 4- International Islamic Financial Market, SUKUK REPORT: A comprehensive study of the Global Sukuk Market, NOVEMBER 2014, 4TH EDITION.
- 1- HSBC Amanah, Global Sukuk Market: Current Status & Growth Potential, Conference on the Role of Sukuk in Development, May 18, 2012.