

T.C.
İSTANBUL SABAHATTİN ZAİM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İSLAM İKTİSADI VE HUKUKU ANABİLİM DALI
İSLAM İKTİSADI VE HUKUKU BİLİM DALI

İSLAMİ GAYRİMENKUL FONU DEĞERLENDİRME
ÇALIŞMASI

Doktora tezi

Gamal SHOEIB

İstanbul
Temmuz, 2019

T.C.
İSTANBUL SABAHATTİN ZAİM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İSLAM İKTİSADI VE HUKUKU ANABİLİM DALI
İSLAM İKTİSADI VE HUKUKU BİLİM DALI

İSLAMİ GAYRİMENKUL FONU DEĞERLENDİRME
ÇALIŞMASI

Doktora tezi

Gamal SHOEIB

Tez Danışmanı

Doç.Dr.Asharf DAWABA

İstanbul

Temmuz, 2019

الإهداء

إلى روح والدي رحمه الله تعالى، وإلى والدتي العزيزة أطل الله في عمرها.

اللذين لهما الفضل بعد الله تعالى في مسيرتي.

وإلى زوجتي الحبيبة وأبنائي الأعزاء لحبهم ودعمهم وتحملهم.

وإلى أساتذتي وكل المهتمين والعاملين في المؤسسات المالية الإسلامية.

أهدي هذا العمل

جمال شعيب

شكر وتقدير

أتقدم بخالص شكري وامتناني إلى مشرفي الأستاذ الدكتور أشرف دوابه الذي كان لي سنداً في إعداد رسالتي في كل مراحلها ومراجعتها معي عدة مرات دون كلل أو ملل، كما أتقدم بالشكر كذلك إلى أساتذتي الأفاضل الذين أفادونا من علومهم في مرحلة الدروس، وأخص بالشكر كلاً من:

الأستاذ الدكتور عبد المطلب إربا الذي كان مثلاً لصاحب الرسالة حياً وتواضعاً واجتهاداً.

الأستاذ الدكتور سهيل حوامدة الذي يشعرك بأنه الأخ الصديق وليس الأستاذ المعلم.

الأستاذ الدكتور حسن أبو غدة صاحب العلم الجم والخلق الرفيع.

إليهم جميعاً خالص شكري وتقديري وعرفاني.

ÖZET

İSLAMİ GAYRİMENKUL FONU DEĞERLENDİRME ÇALIŞMASI

Gamal SHOEIB

Doktora, İslam İktisadı ve Hukuku

Tez Danışmanı: Doç.Dr.Asharf DAWABA

Tummez-2019, 275 Sayfa + xxi

Bu araştırma, İslami yatırım fonları ve bu fonlarla ilgili riskleri ve bu fonların çeşitli türlerini ile İslami yatırım fonlarının sözleşmelerinin yasal süreçleri ve sözleşme taraflar arasındaki yasal düzenlemelerin nasıl olduğuna dair bilgi vermektedir.

Araştırma, ayrıca gayrimenkul , gayrimenkul çeşitlerine yönelik yeni satış yöntemlerine değinen İslami yatırım fonları için bir model olarak gayrimenkul fonlarına odaklanmaktadır. Gayrimenkul yatırım fonunun farklı unsurlarını ve baştan sona kadar yapılan işlemleri ayrıntılı olarak açıklamaktadır. Bu çalışmada, Arap bölgesi ve Türkiye'deki çeşitli fonları mukayeseli olarak analiz ederek karşılaşılan sorunları ve bunların nasıl üstesinden gelineceğine değinilmiştir. Çalışmanın sonunda mevcut fonların daha verimli ve etkili olmaları için bazı yararlı önerilerde bulunulmuştur.

Çalışmada ayrıca, küçük ve orta gelirli yatırımcıların mevcut fonları gereken ölçüde talep etmedikleri , ancak yeterli bilgi sahibi olmadan yatırım portföyleri oluşturduklarını da değinmiş. Birkaç örnek olay çalışmasıyla , karşılaşılan sorunlara ve bu sorunlara getirilebilecek çözümlerin üzerinde durulmuştur. Araştırmanın sonunda, İslami fonların bulunduğu ülkede ekonomik gelişime sağlayacağı katkıyı artırmak adına bir çözüm sunan, Küçük ve Orta Ölçekli Fon adı verilen yeni bir fon türü için entegre bir model tanıtılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Yatırım Fonları, Gayrimenkul Fonları, Yatırım, İslam Ekonomisi.

ABSTRACT

ISLAMIC REALESTATE FUNDS

CORRECTIVE STUDY AND PROPOSED PATTERN

Gamal SHOEIB

Dokotra Thesis section Of Economic and Finance

Thesis Supervisor: Doç.Dr.Asharf DAWABA

July -2019, 275 pages+ xxi

This research deals with Islamic investment funds and their various types with the risks associated with them and the legalization of the related contracts as well as the legal adjustment of the relationship between the parties related to the Fund from the Board of Directors and the Director of Investment and others.

The research also focuses on real estate funds as a model for Islamic investment funds, which touched on the property and its characteristics and the new selling methods. It explained in detail the different elements of the real estate investment fund and the procedures that are carried out from the beginning till the end of the fund. This research analyzed several funds in the Arab region and Turkey and showed the problems they face and how to overcome them.

At the end of the analysis of funds, the study provided some useful additions to the existing funds in their current form to be more efficient and effective. The study also pointed out that investors with small and medium income do not accept existing funds to the extent required, but they set up investment portfolios without sufficient knowledge. Several examples were mentioned, problems and proposed solutions were mentioned.

At the end of the research, an integrated model was introduced for a new type of fund called Small and Medium Funds, which provides many solutions for this sector to contribute to building the economy better.

Keywords: Investment Funds, Real Estate Funds, Investment, Islamic Economy.

ملخص

الصناديق العقارية الإسلامية، دراسة تقويمية وتصور مقترح

جمال شعيب

رسالة دكتوراه، قسم العلوم الاجتماعية

مشرف الرسالة: د. أشرف محمد دوابه.

تموز - ٢٠١٩م، 275 صفحة+xxi

يتناول هذا البحث دراسة صناديق الاستثمار الإسلامية، وأنواعها المختلفة مع دراسة المخاطر المصاحبة لها، والتأصيل الشرعي للعقود المرتبطة بها، وكذا التكييف الشرعي للعلاقة بين الأطراف ذات العلاقة بالصندوق من مجلس الإدارة، ومدير الاستثمار، وخلافه.

كما تركز الرسالة على الصناديق العقارية كنموذج لصناديق الاستثمار الإسلامية فتطرق إلى العقار، وخصائصه وأساليب البيع المستحدثة، ووضحت بالتفصيل العناصر المختلفة لصندوق الاستثمار العقاري والإجراءات التي تتم من البداية وحتى تصفية الصندوق.

وتناولت الدراسة بالتحليل العديد من الصناديق الموجودة في المنطقة العربية وتركيا، وبينت المشكلات التي تواجهها وكيفية التغلب عليها. وفي نهاية تحليل الصناديق قدمت الدراسة بعض الإضافات المفيدة للصناديق المتداولة الموجودة بصورتها الحالية لتكون أكثر كفاءة وفاعلية. وبينت الدراسة أن الشريحة الصغيرة والمتوسطة لا تقبل على الصناديق الموجودة بالقدر المطلوب، وأقامت محافظ استثمارية بدون دراية كافية، وتم ذكر العديد من الأمثلة، وبيان المشاكل التي تعاني منها والحلول المقترحة. وتم تقديم نموذج متكامل لنوع جديد من الصناديق تم تسميته بالصناديق الصغيرة والمتوسطة والذي يقدم كثيراً من الحلول لهذه الشريحة لتساهم في بناء الاقتصاد بصورة أفضل، وتقديم الفائدة للجميع.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار، الصناديق العقارية، الاستثمار، الاقتصاد الإسلامي.

قائمة المحتويات

Error! Bookmark not defined. .. تعهد بالالتزام بالقواعد العلمية الأخلاقية ..

iii	الإهداء
iv	شكر وتقدير
v	ÖZET
vi	ABSTRACT
vii	ملخص
viii	قائمة المحتويات
xix	قائمة الاشكال
xxi	الفصل الأول: المقدمة
1	1.1 تمهيد:
4	1.2 مشكلة البحث
5	1.3 فروض البحث
5	1.4 أهداف البحث
6	1.5 منهج البحث
6	1.6 الدراسات السابقة
11	1.7 ما الذي يختلف فيه هذا البحث عن الدراسات السابقة
12	1.8 خطة البحث
13	الفصل الثاني: صناديق الاستثمار: ماهيتها، أنواعها، تكييفها الشرعي.
14	2.1 نشأة الصناديق الاستثمارية: تعريفها وأهدافها.
14	2.1.1 تعريف الاستثمار:
16	2.1.2 تعريف الصناديق الاستثمارية:
18	2.1.3 بدايات صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية:

19.....	2.1.4	تطور صناديق الاستثمار الإسلامية:
20.....	2.2	أنواع الصناديق الاستثمارية.
20.....	2.2.1	التصنيف وفقاً لاعتبار هيكل رأس المال:
20.....	2.2.1.1	صناديق الاستثمار المفتوحة:
21.....	2.1.2.2	صناديق الاستثمار المغلقة:
23.....	2.2.2	التصنيف وفق الهدف المنشأ من أجله الصندوق
23.....	2.2.2.1	صناديق الدخل:
23.....	2.2.2.2	صناديق النمو:
23.....	2.2.2.3	صناديق الدخل والنمو:
24.....	2.2.2.4	صناديق إدارة الضريبة:
25.....	2.2.2.5	الصناديق المتحفظة:
25.....	2.2.3	التصنيف وفق التقسيم الجغرافي.
25.....	2.2.3.1	الصناديق العالمية:
26.....	2.2.3.2	الصناديق المحلية:
27.....	2.2.4	التصنيف وفقاً لمكونات الصندوق الاستثماري.
27.....	2.2.4.1	صناديق العملات:
27.....	2.2.4.2	صناديق الأسهم:
27.....	2.2.4.3	صناديق السندات:
29.....	2.2.4.4	صناديق السلع:
30.....	2.2.4.5	صناديق الأحجار الثمينة والذهب:
29.....	2.2.4.6	صناديق النقد:
30.....	2.2.5	نشأة الصناديق العقارية
36.....	2.2.5	أنواع صناديق الاستثمار العقاري:
37.....	2.3	التكليف الشرعي للصناديق الاستثمارية:

37.....	2.3.1 التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار من حيث أساليب الاستثمار فيها:
37.....	2.3.1.1 صناديق المراجعة:
39.....	2.3.1.2 صناديق السلم:
42.....	2.3.1.3 صناديق المشاركة:
45.....	2.3.1.4 صناديق التأجير:
46.....	2.3.1.5 صناديق الاستصناع:
48.....	2.3.2 التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار من حيث مكونات الاستثمار فيها
48.....	2.3.2.1 صناديق الاسهم:
51.....	2.3.2.2 صناديق السندات:
53.....	2.3.2.3 صناديق السلع:
54.....	الفصل الثالث: الصناديق العقارية الإسلامية خصائصها وإدارتها ومخاطرها.
55.....	3.1 العقار: تعريفاته، خصائصه، مزاياه.
55.....	3.1.1 تعريف العقار، الاستثمار العقاري، الصناديق العقارية:
56.....	3.1.2 خصائص العقار، السوق العقارية، الاستثمار العقاري:
56.....	3.1.2.1 خصائص العقار:
57.....	3.1.2.2 خصائص السوق العقاري
60.....	3.1.2.3 مزايا الاستثمار العقاري:
62.....	3.1.3 أساليب بيع العقارات المستحدثة وأثرها في عمل الصناديق العقارية:
62.....	1.3.1.3 البيع على الخارطة
66.....	3.1.3.2 الإجارة المنتهية بالتملك
69.....	3.2 الصناديق الاستثمارية العقارية المتداولة.
69.....	3.2.1 تعريف الصناديق الاستثمارية المتداولة
69.....	3.2.1.1 أغراض صناديق الاستثمار العقاري:

70.....	3.2.2 مخاطر الاستثمار العقاري: العقاري:
70.....	3.2.1.2 المخاطر على أساس مصدر الخطر
70.....	3.2.2.2 المخاطر على أساس ارتباطها بالمؤسسة
71.....	3.2.3 الأطراف المشكلة للصناديق العقارية:
71.....	3.2.3.1 الجهة المنشأة للصندوق:
71.....	3.2.3.2 المشتركون في الصندوق
71.....	3.2.3.3 إدارة الصندوق
73.....	3.2.3.4 التزامات مدير الاستثمار في الصندوق العقاري:
75.....	3.2.3.5 التزامات شركة خدمات الإدارة:
76.....	3.2.3.6 أمين الحفظ
77.....	3.2.3.7 جهات تسويق الوحدات الاستثمارية:
77.....	3.2.3.8 الهيئة الاستشارية:
78.....	3.2.3.9 شركة إدارة العقارات:
78.....	3.2.3.10 المطور العقاري:
79.....	3.2.4 العلاقات بين أطراف الصندوق العقاري:
79.....	3.2.4.1 العلاقة بين مالكي الوحدات والجهة المصدرة للصندوق:
86.....	3.2.4.5 العلاقة بين مدير الصندوق والأطراف المرتبطة بمدير الصندوق:
87.....	3.3 آليات إنشاء الصناديق العقارية المتداولة:
87.....	3.3.1 تسجيل الصندوق في هيئة سوق المال:
87.....	3.3.1.1 شروط تأسيس الصناديق الاستثمارية:
88.....	3.3.1.2 الإجراءات التي يتم بها تأسيس الصناديق الاستثمارية:
88.....	3.3.1.3 الترخيص:
89.....	3.3.1.4 الإعلان عن الصندوق

90.....	3.3.1.5 الإجراءات المتبعة للاكتتاب
93.....	3.3.2 آليات التوزيع والتداول والإفصاح في الصناديق العقارية
93.....	3.3.2.1 التوزيعات:
93.....	3.3.2.2 قيد وتداول وثائق الاستثمار:
94.....	3.3.2.3 الإفصاح:
94.....	3.3.2.4 تعارض المصالح:
96.....	3.3.2.5 استرداد وثائق الاستثمار والوفاء بمقابلها:
96.....	3.4 مخاطر وصعوبات الاستثمار في الصناديق العقارية
98.....	3.4.1 المخاطر المرتبطة بأصول الصندوق العقاري:
98.....	3.4.2 تقلبات أسعار العقار وعوامل الاستهلاك والزمن:
98.....	3.4.3 النزاعات القانونية المتعلقة بملكية الأصول العقارية للصناديق:
99.....	3.4.4 مخاطر التسجيل لأصول الصندوق العقاري:
100.....	3.4.5 مخاطر القوانين النازمة للعقارات
100.....	3.4.6 مخاطر الكوارث الكبيرة
101.....	3.4.7 مخاطر عدم القدرة على التخارج:
101.....	3.4.8 مخاطر إنتزاع ملكية الأصول العقارية
101.....	3.4.9 مخاطر الاستثمار في الصندوق العقاري:
101.....	3.4.9.1 المخاطر الناتجة عن الأفراد العاملين في الصندوق:
102.....	3.4.9.2 مخاطر إدارة الأصول العقارية وضبط التدفقات النقدية:
104.....	3.4.9.3 مخاطر التنافس في السوق العقاري:
104.....	3.4.9.4 مخاطر التمويل والضمانات
104.....	3.4.9.5 مخاطر تغير ظروف السوق العقاري:
105.....	3.4.9.6 مخاطر اعتبارات توافق عمل الصناديق مع أحكام الشريعة الإسلامية

106	3.4.9.7 المخاطر السياسية
106	3.4.9.8 مخاطر تغيير العملة:
106	3.4.9.9 المخاطر المتعلقة بالتوزيعات
107	3.4.3 الصعوبات المترتبة على الاستثمار العقاري:
109	الفصل الرابع : دراسة تحليلية لبعض الصناديق الاستثمارية العقارية
109	4.1 الصناديق العقارية في المملكة العربية السعودية:
116	4.1.1 صندوق الرياض ريت العقاري.
116	4.1.1.1 الشكل القانوني للصندوق:
116	4.1.1.2 عملة الصندوق ومدته:
116	4.1.1.3 هدف الصندوق:
116	4.1.1.4 رأس مال الصندوق:
117	4.1.1.5 وصف لغرض الصندوق وأهدافه الاستثمارية:
117	4.1.1.6 الرسوم مقابل الخدمات والعمولات وأتعاب الإدارة
119	4.1.1.7 سياسة استثمار الرياض ريت:
120	4.1.1.8 إدارة المخاطر
123	4.1.1.9 تحليل الصندوق:
130	4.1.2 دراسة تحليلية لصندوق (مشاركة) العقاري
130	4.1.2.1 الشكل القانوني للصندوق:
130	4.1.2.2 عملة الصندوق ومدته:
131	4.1.2.3 هدف الصندوق:
131	4.1.2.4 حجم الصندوق:
131	4.1.2.5 وصف لغرض الصندوق وأهدافه الاستثمارية:
132	4.1.2.6 الرسوم مقابل الخدمات والأتعاب
133	4.1.2.7 طريقة الإدارة

135	4.1.2.8 سياسة توزيع الأرباح:
135	4.1.2.9 تداول وحدات الصندوق:
135	4.1.2.10 المعايير الشرعية للصندوق:
138	4.1.2.11 إدارة المخاطر
140	4.1.2.12 تحليل الصندوق:
145	4.1.3 صندوق إنماء العقاري الاستثماري
145	4.1.3.1 الشكل القانوني للصندوق:
145	4.1.3.2 عملة الصندوق ومدته:
145	4.1.3.3 هدف الصندوق:
146	4.1.3.4 حجم ورأس مال والاشتراك في الصندوق:
146	4.1.3.5 أهم بنود اتفاقية الشراء
147	4.1.3.6 الرسوم مقابل الخدمات والأتعاب والعمولات وأتعاب الإدارة:
148	4.1.3.7 وصف لغرض الصندوق وأهدافه الاستثمارية:
148	4.1.3.8 ملخص استراتيجيات الصندوق:
149	4.1.3.9 تداول وحدات الصندوق:
150	4.1.3.10 مسؤولية جهة المراجعة والتدقيق الشرعي:
150	4.1.3.11 إدارة المخاطر:
151	4.1.3.12 تحليل الصندوق:
154	4.2 الصناديق العقارية في مصر:
155	4.2.1 دراسة صندوق استثمار المصريين للاستثمار العقاري
155	4.2.1.1 الشكل القانوني للصندوق:
155	4.2.1.2 نوع الصندوق:
155	4.2.1.3 مدة الصندوق:
156	4.2.1.4 عملة الصندوق:

156	4.2.1.5 أهداف الصندوق:
156	4.2.1.6 حجم الصندوق وأحوال زيادته
159	4.2.1.7 طريقة الإدارة
159	4.2.1.8 هيكل أصول الصندوق:
160	4.2.1.9 أرباح الصندوق وعائد الوثيقة
161	4.2.1.10 حالات التصفية للصندوق
162	4.2.1.11 شراء وبيع الوثائق:
162	4.2.1.12 إدارة المخاطر:
163	4.2.1.13 تحليل الصندوق:
166	4.2.2 دراسة تحليلية لصندوق النعيم العقاري
166	4.2.2.1 نوع الصندوق:
166	4.2.2.2 مدة الصندوق:
166	4.2.2.3 عملة الصندوق
166	4.2.2.4 العائد المستهدف:
167	4.2.2.5 هدف الصندوق:
167	4.2.2.6 حجم الصندوق:
167	4.2.2.7 هيكل أصول الصندوق العقاري
168	4.2.2.8 تحليل صندوق النعيم العقاري:
172	4.3 الصناديق العقارية في تركيا:
175	4.3.1 صندوق البركة لإدارة العقارات
175	4.3.1.1 اسم الصندوق:
175	4.3.1.2 حجم الصندوق ومدته:
175	4.3.1.3 إدارة الصندوق:
176	4.3.1.4 إدارة المخاطر:

177	4.3.1.5 أمين الحفظ:
178	4.3.1.6 تمثيل الصندوق:
179	4.3.1.7 استراتيجية إدارة صندوق الاستثمار العقاري:
180	4.3.1.8 المبادئ المتعلقة بالاستثمارات العقارية:
181	4.3.1.9 مبادئ توزيع إيرادات مصروفات الصندوق على المساهمين:
181	4.3.1.10 الأعباء المالية:
183	4.3.1.11 الإفصاح:
183	4.3.1.12 إنهاء الصندوق وتصفية الصندوق:
184	4.3.1.13 تحليل الصناديق العقارية في تركيا
187	الفصل الخامس: تحليل الواقع والتصور المقترح.
190	5.1 صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية المتداولة.
191	5.1.1 عوامل اتخاذ قرار الاستثمار في الصناديق العقارية المتداولة
193	5.1.2 الصعوبات التي تواجه صناديق الاستثمار العقاري المتداول
196	5.1.3 متطلبات الإلتزام بأحكام الشريعة الإسلامية.
197	5.1.4 إدارة تعارض المصالح
199	5.1.5 الشفافية والإفصاح عن المعلومات الجوهرية
201	5.1.6 متطلبات الرقابة المالية والشرعية
201	5.2 الاستثمار الجماعي المتوسط والصغير
203	5.2.1 المشكلات التي تواجه الاستثمار الجماعي المتوسط والصغير
205	5.2.2 شركات توظيف الأموال
208	5.2.3 اتحادات الملاك
211	5.2.4 المحافظ الاستثمارية
213	5.3 نموذج مقترح للصناديق الاستثمارية الصغيرة والمتوسطة
215	5.3.1 تعريف الصندوق وشكله

215.....	5.3.2. مصادر أموال الصندوق:
215.....	5.3.2.1 رأس مال الصندوق:
216.....	5.3.2.2 الحصص العينية:
216.....	5.3.2.3 أنواع مصادر الأموال:
217.....	5.3.3 مدة النموذج المقترح:
217.....	5.3.4 هدف الصندوق والسياسة الاستثمارية للصندوق:
218.....	5.3.5 صلاحيات الاقتراض للصندوق المقترح:
218.....	5.3.6 أصول الصندوق وإمساك السجلات:
219.....	5.3.7 سياسة التخارج:
219.....	5.3.7.1 التنضيق الحكمي:
220.....	5.3.7.2 تداول الوثائق:
220.....	5.3.8 المخاطر:
220.....	5.3.8.1 المخاطر المرتبطة بالصندوق:
221.....	5.3.8.2 المخاطر المتعلقة بأصول الصندوق:
221.....	5.3.9 إدارة الصندوق:
221.....	5.3.9.1 مجلس إدارة الصندوق:
223.....	5.3.9.2 مجلس إدارة يشرف على مدير الاستثمار:
225.....	5.3.9.3 الجمعية العمومية:
225.....	5.3.10 الرقابة:
226.....	5.3.10.1 الرقابة الشرعية:
226.....	5.3.10.2 الرقابة المالية:
227.....	5.3.11 الإفصاح:
227.....	5.3.12 وسائل تجنب تعارض المصالح:
228.....	5.3.13 الأتعاب والرسوم:

الأرباح	توزيع	5.3.14
	والخسائر:	228.....
230.....	5.4 التحديات وكيفية التغلب عليها.....	230.....
235.....	الفصل السادس : النتائج والتوصيات	235.....
235.....	6.1 النتائج	235.....
236.....	6.2 التوصيات	236.....
239.....	فهرس المصادر والمراجع	239.....
247.....	المصادر الإلكترونية:	247.....
248.....	المصادر الأجنبية:	248.....
248.....	القرارات والنشرات واللوائح والندوات:	248.....
251.....	الملاحق	251.....
272.....	السيرة الذاتية	272.....

قائمة الأشكال

- الرسم البياني 2.1 : القيمة الرأسمالية للسوق حسب الفئة 33
- 33..... (مليون دولار أمريكي، نهاية عام 2016م)
- الرسم البياني 3.1: مقارنة أداء مؤشر فايننشال تايمز لجميع الصناديق العقارية المتداولة الأمريكية منذ الإنشاء ومؤشر أي أند بي 500..... 35
- الرسم البياني 4.1: مقارنة أداء مؤشر فايننشال تايمز لجميع الصناديق العقارية المتداولة منذ عام 2000 ومؤشر أي أند بي 500..... 36
- الرسم البياني رقم 4.2: نسبة كل صندوق عقاري من السوق السعودية..... 114
- الشكل رقم 4.4: أداء مؤشر الصناديق المتداولة منذ الإنشاء مقارنة بمؤشر تاسي 116
- الشكل رقم 4.6: التحديات التي تؤثر على نمو صناديق الاستثمار العقاري ... 117
- الشكل رقم 4.8: خريطة توزيع الاستثمارات في السعودية 121
- الشكل رقم 4.9: مؤشرات المحفظة بعد زيادة رأس المال 122
- الشكل رقم 4.12: مؤشرات تداول الصناديق العقارية المتداولة منذ الإدراج حتى نهاية الربع الأول من عام 2018م..... 128
- الرسم البياني 4.14: العوائد الأولية للصناديق الاستثمارية العقارية السعودية المتداولة..... 131
- الرسم البياني 4.17: أداء سهم مشاركة في البورصة السعودية 143
- الشكل 4.18: أداء صندوق Equity Residential 144
- الرسم البياني 4.19: إجمالي عوائد صناديق الريت (التغير في السعر + توزيعات الأرباح) منذ إدراجها في السوق 145
- الرسم البياني 4.20: العوائد الأولية للصناديق الاستثمارية العقارية 146

- الشكل رقم 4.21: التغيير في أداء سهم الصندوق منذ أبريل 2018م. 167
- الشكل رقم 4.22: أهم الصناديق العقارية في تركيا 176
- الشكل 21.3: أداء أسهم صندوق البركة العقاري منذ بداية 2018م 188
- الشكل رقم 5.1: يبين الهيكل العام للصندوق العقاري 197
- الشكل 2.5: مهام ووظائف الأطراف في النموذج المقترح. 231



قائمة الجداول

- الجدول 5.2: مقارنة بين صندوق الاستثمار المفتوح وصندوق الاستثمار المغلق..... 22
- الجدول رقم 2.2: تاريخ إنشاء الصناديق العقارية وعددها في أمريكا وبعض دول أوروبا وآسيا وفي جنوب أفريقيا..... 34
- جدول رقم 4.1: التسلسل الزمني لصناديق الاستثمار العقارية المدرجة..... 112
- جدول رقم 4.3: يوضح أداء الصناديق العقارية المتداولة بالمملكة..... 115
- جدول رقم 4.7: رسوم وأتعاب صندوق الرياض ريت..... 120
- جدول رقم 4.10: حجم صندوق الرياض بعد الزيادة..... 126
- الشكل رقم 4.11: جدول يبين الإيرادات والعائدات المستهدفة خلال أعوام 2018-2020م..... 127
- جدول 4.13: صافي دخل صندوق الرياض ريت..... 130
- جدول رقم 4.15: الأتعاب المترتبة على الصندوق..... 134
- جدول رقم 4.16: توزيع استثمارات الصندوق:..... 136
- 4.1.3.6 الرسوم مقابل الخدمات والأتعاب والعمولات وأتعاب الإدارة..... 149

الفصل الأول: المقدمة

1.1 تمهيد:

بدأ الإنسان منذ القدم يتطلع إلى إشباع حاجاته، وسعى بالبحث عما يحتاجه، وتنوعت حاجاته بتقدم الزمن، وتطورت العلاقات بين أفراد المجتمع الواحد، وبطبيعة الحال تطورت على الصعيد الاقتصادي، وظهرت شيئاً فشيئاً ما يمكن تسميته بالعلاقات الاقتصادية، وتشعبت هذه العلاقات، مما أدى طبيعياً لظهور كيانات مالية بدائية، تطورت تدريجياً حسب ما تقتضيه المصالح والحاجات إلى أن وصلت إلى ما يسمى في الوقت الحاضر بالمؤسسات المالية.

وكان لا بد لفقهاء المسلمين أن يزنوا هذه العلاقات والمؤسسات والأدوات الاقتصادية المستحدثة بميزان الشرع، وبدأ مسمى الاقتصاد الإسلامي يظهر ويتم تداوله، حيث تميز النظام الاقتصادي الإسلامي بأنه نظامٌ ربّانيٌّ متكامل، يتفق مع الفطرة الإنسانية السليمة، ويرسخ القيم والأخلاق، ويراعي حاجات الفرد والمجتمع على حد سواء بميزان دقيق لا يحابي أحد، "لَقَدْ أَرْسَلْنَا رُسُلَنَا بِالْبَيِّنَاتِ وَأَنْزَلْنَا مَعَهُمُ الْكِتَابَ وَالْمِيزَانَ لِيَقُومَ النَّاسُ بِالْقِسْطِ وَأَنْزَلْنَا الْحَدِيدَ فِيهِ بَأْسٌ شَدِيدٌ وَمَنْفَعٌ لِلنَّاسِ وَلِيَعْلَمَ اللَّهُ مَن يَنْصُرُهُ وَرُسُلَهُ بِالْغَيْبِ إِنَّ اللَّهَ قَوِيٌّ عَزِيزٌ". (الحديد الآية 25).

ولنجاح أي مشروع حضاري يجب توفر الأركان الثلاثة التي ذكرت في الآية السابقة، وهي الكتاب والميزان والقوة (الحديد)، فالكتاب يمثل الأساس النظري والمرجعية الفكرية، أما الميزان فهو يمثل تطبيق هذه المرجعية بالعدل بين الناس، والحديد يمثل القوة التي تحمي تطبيق هذه المرجعية بالعدل من أيدي العابثين، وهذه العناصر الثلاث تمثل مثلث النجاح الحقيقي لأي مشروع إسلامي.

وفي ظل تراجع النظريات الاقتصادية العالمية وإخفاقها في إسعاد البشرية، سواء النظريات الاشتراكية أو النظريات الرأسمالية، والتي أدت إلى أزمات متتالية تعصف بالنظام المالي العالمي، وجد النظام المالي الإسلامي طريقه إلى الأسواق العالمية، وحقق نجاحات متتالية.

ومع تزايد الطلب على الاستثمار وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، برز التمويل القائم على الشريعة، وأثبت أنه قادر على المنافسة والتميز على غيره من أساليب التمويل. وهنا تظهر أهمية الصناديق الاستثمارية الإسلامية التي تعتبر الركيزة الأساسية لكثير من المؤسسات المالية، وقد توسع انتشارها حتى شمل البلاد الإسلامية والغربية أيضاً.

وقد مثلت تحدياً جديداً لفقهاء المسلمين، كونها تشكل رابطاً مشتركاً لكثير من المسائل الفقهية فيما يتعلق بالبيع والشركات، والعلاقة مع البنوك وشركات التأمين، والأسهم والسندات والصكوك، والزكاة والعقود بكافة أنواعها، والربح والخسارة، فكان لا بد من وضع كل ذلك تحت منظار الشرع وميزانه.

وقد بحث الفقهاء في كل ذلك واجتهدوا في بيان حلاله من حرامه، ومن ثم أصبحت صناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية بعد ذلك واحدة من الركائز الحيوية للمؤسسات المالية، مع أنها تعتبر حديثة العهد نسبياً، وتمكنت هذه الصناديق من دخول المنافسة في أسواق المال العالمية في ظل تزايد عدد الجهات المصدرة والمستثمرين الذين يسعون وراء الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث تقوم أنشطة هذه الصناديق على أساس المشاركة وتجنب الربا والغرر والمحرمات، وبذلك أضحت محل ثقة المستثمرين في تحقيق تطلعاتهم في تنمية ثرواتهم في بيئة تقوم على الخبرة والضوابط الرقابية والشرعية الصادرة عن هيئات الفتوى فيها.

وتعتبر الصناديق الاستثمارية الإسلامية حديثة العهد نسبياً خاصة في منطقتنا، وتعرضت لبعض الصعوبات نظراً للتغيرات التي تمر بها الأسواق الناشئة خاصة في منطقة الشرق الأوسط، ورغم كم الإيجابيات التي تتناولها هذه الصناديق، فما زالت تحتاج إلى جهود الباحثين لتطويرها، وابتكار أنواع جديدة حتى يمكن أن تجذب مدخرات الكثير من الشرائح الاجتماعية ذات الاستثمارات الصغيرة والمتوسطة.

لذا فإننا في هذا البحث نحاول التعرف على الصناديق الاستثمارية الإسلامية وأنواعها والمشاكل التي تعترضها، من خلال تقييمها في أكثر من مكان لمحاولة إيجاد نموذج يجذب شرائح أكثر كي لا تكون الأموال مركزة في شرائح صغيرة "كَي لَا يَكُون دَوْلَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ" (الحشر الآية 7)

وفي نهاية البحث نقدم إضافات جوهرية للصناديق الموجودة، ونموذجاً مقترحاً لصناديق الاستثمار الصغيرة والمتوسطة أكثر تبسيطاً، ليناسب الشرائح التي لم تدخل في المساهمة في الصناديق الموجودة حالياً، وتحتاج إلى نموذج يناسب ثقافتها وطريقة تفكيرها، ويقوم بحل الكثير من المشكلات القائمة بالفعل في هذا الحجم من الاستثمار، على أمل أن يبذل علماء الأمة ما بوسعهم لتحقيق مزيد من النجاح للاقتصاد الإسلامي عامةً والمؤسسات المالية والصناديق الاستثمارية خاصةً.

ونأمل أن يكون هذا البحث بإذن الله ضمن الجهود المبذولة لتحقيق ذلك.

جمال شعيب

1.2 مشكلة البحث

تعتبر صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين ومدخرات الأفراد، وقد أنشئت هذه الصناديق أساساً لصغار المستثمرين لكن إذا نظرنا إلى الواقع نجد أن شريحة صغيرة فقط من صغار المستثمرين هم فقط من استثمروا فيها وباقي استثمارات الصناديق الاستثمارية الإسلامية كان من نصيب المؤسسات والشركات الكبيرة والمستثمرين المؤهلين.

ومع ذلك فقد ظهرت العديد من المشكلات أثناء عمل الصناديق العقارية، أبرزها انخفاض قيمة وحدات الصندوق بعد الطرح الأولى للاكتتاب لدى الغالبية العظمى من الصناديق بعكس معظم صناديق الاستثمار العقارية في العالم.

الأمر الآخر هو أن باقي صغار المستثمرين الذين لم يستثمروا أموالهم في الصناديق الاستثمارية توجهوا إلى الاستثمار الصغير والمتوسط مثل شركات توظيف الأموال واتحادات الملاك وما يسمى بالمحافظ الاستثمارية وغيرها، بدون التقييد بأي ضوابط أو نموذج يسرون عليه، مما أدى إلى ظهور العديد من المشكلات أدت إلى ضياع الأموال، وإحجام الكثير منهم عن استثمار أموالهم.

والحجم السابق للاستثمارات حجماً لا يستهان به من الاستثمار الجماعي الصغير والمتوسط الحجم ولا يوجد له ضوابط وأطر ومعايير محددة، ويعتمد أساساً على العواطف والعلاقات الشخصية، وينتهي في الغالب بالفشل أو عدم تحقيق الأهداف الموضوعة له.

ونجد أن عدد الدراسات في هذا القطاع قليلة جداً والحلول المقدمة عجزت عن حل المشكلات القائمة لبعدها عن الواقع.

وبناءً على ما سبق نجد أننا بحاجة إلى تقديم نموذج لصناديق الاستثمار الصغيرة والمتوسطة التي تحمي هذه الشريحة من ضياع أموالها، وتكون سبباً لتحقيق الأهداف المرجوة ومعالجة الكثير من مشكلات القائمة.

1.3 فروض البحث

ينطلق البحث من الفروض التالية:

1. إمكانية إيجاد صيغ تمويل إسلامية تلي حاجات الشرائح المتوسطة والصغيرة من المستثمرين، وتطوير نوع جديد من صناديق الاستثمار العقاري يلبي احتياجات هذه الشريحة، ويمكن الاستفادة منها في القطاع العقاري وغيره من القطاعات المشابهة.
2. صناديق الاستثمار العقاري يمكن أن تكون البديل الآمن لشركات توظيف الأموال.
3. صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية قادرة على تجميع الكفاءات وتنميتها وتجميع المدخرات وتقليل المنازعات وتحقيق الربحية المطلوبة.
4. صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية قادرة بصورتها المقترحة على المساهمة في معالجة البطالة والمساهمة في تنمية المجتمع.
5. صناديق الاستثمار العقاري تساهم في تقليل مخاطر الاستثمار.

1.4 أهداف البحث

إن لهذا البحث أهداف عديدة منها:

1. المساهمة في تنوع مصادر التمويل والاستثمار الإسلامي وتطوير الأدوات الموجودة بإضافة أفكار ونماذج مستحدثة، والتي من الممكن تطويرها مستقبلاً.
2. تقديم نموذج عملي واقعي لصندوق عقاري إسلامي يقوم بتجميع مدخرات صغار المستثمرين في صورة تسمح بتنميتها والحفاظة عليها من الضياع، ويمكن تطبيقه على الكيانات الصغيرة والمتوسطة بجانب النماذج الحالية المتعارف عليها.
3. المساهمة في حل مشكلات نماذج الاستثمار القائمة على شركات توظيف الأموال والمحافظ الاستثمارية واتحادات الملاك بصورة أكثر انضباطاً ووضوحاً بشكل يلبي أهداف جميع الأطراف المساهمة فيها.

1.5 منهج البحث

هو المنهج الاستقرائي الوصفي التحليلي، وتم التركيز في البحث على الجانب التطبيقي العملي من خلال دراسة عدة نماذج في ثلاث دول مختلفة هي السعودية ومصر وتركيا، ومن خلال التحليل تم التوصل إلى نقاط هامة تساعد في تطوير الصناديق الموجودة ورفع كفاءتها.

تم تحليل المشكلات التي تواجه التمويل والاستثمار للمشروعات الصغيرة والمتوسطة سواء كانت تسمى شركات توظيف أموال، أو محافظ استثمارية، أو اتحادات ملاك، وتم التوصل إلى أننا بحاجة إلى نموذج جديد أسميناه الصناديق الصغيرة والمتوسطة.

وتم شرح كيفية عمل وبناء هذا النموذج من النواحي التطبيقية والإدارية مع الإشارة إلى الضوابط الشرعية دون الدخول في تفاصيل، ومناقشة الآراء الفقهية والرد عليها.

1.6 الدراسات السابقة

1. دراسة أشرف دوابه: "صناديق الاستثمار الإسلامية بين النظرية والتطبيق"

2016م، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، ط3. رسالة ماجستير في

التمويل والإدارة من أكاديمية السادات للعلوم الإدارية.

تناول هذا الكتاب الاستثمار في المصارف الإسلامية من حيث مجالاته وصيغته ونطاقه ومشكلاته، ويتعرض الكتاب باستفاضة لصناديق الاستثمار من حيث ماهيتها، وتطورها التاريخي، وأنواعها، وأهدافها، ومزاياها، والتشريعات الحاكمة لها، فضلاً عن دراسة تطبيقية لبعض نماذجها، والتكييف الشرعي لها.

ويقدم الكتاب كذلك نموذجاً مقترحاً لصناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية يربط بين المبادئ العلمية وأحكام الشريعة الإسلامية، ويتيح البدائل الاستثمارية أمام صغار المستثمرين لاستثمار أموالهم استثماراً شرعياً يجمع بين الربحية والسيولة والأمان.

كما يتيح هذا النموذج للبنوك الإسلامية تنويع أوعيتها الادخارية، واستيعاب ظاهرة التمويل قصير الأجل، وتحقيق رغبتها أيضاً في الجمع بين الربحية والسيولة والأمان، بالإضافة إلى المساهمة في تحقيق أهدافها التنموية المأمولة على المستوى الاقتصادي والاجتماعي.

هذه الدراسة تتعلق بالصناديق التي تعمل بالأوراق المالية، وهي تختلف عن الصناديق التي تقوم بدراساتها، حيث نبحث في الصناديق العقارية الإسلامية التي تقوم بإدارة العقارات بالفعل، كما يتم التطرق إلى الصناديق الاستثمارية الصغيرة والمتوسطة.

2. دراسة حسن بن غالب بن حسن دائلة: "الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية"، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الفقه، 2010م. جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، كلية الشريعة بالرياض

حيث قدم الباحث بحثاً فقهياً موسعاً للصناديق الاستثمارية، وعرض فيه مختلف ما يتعلق بالصناديق الاستثمارية، حيث اشتمل بحثه على مقدمة وأربعة أبواب، استعرض فيه حقيقة الصناديق الاستثمارية، وتعريفها، ومميزاتها، كما يشرح عن كيفية تأسيس الصناديق الاستثمارية، والاكتمال فيها وشروط التأسيس، والإجراءات المتبعة التي يتم بها تأسيس الصناديق، ويعدد أنواع الصناديق الاستثمارية بكافة أشكالها.

وبعدها يتطرق إلى التكييف الفقهي للصناديق الاستثمارية، الذي هو أساس بحثه، فيتوسع فيه ثم ينتقل إلى أحكام مكونات الصناديق الاستثمارية، وأيضاً أحكام الصناديق الاستثمارية الأخرى (الصناديق المتوازنة، صناديق المؤشرات، الصناديق المؤمنة، الصناديق المركبة، أحكام الصناديق المحملة وغير المحملة).

كذلك تطرق الباحث إلى أحكام أموال الصناديق الاستثمارية من حيث رأس المال، والمصروفات والأرباح في الصناديق الاستثمارية، وأحكامها، وحكم توزيع الأرباح بالتنضيق الحكمي، وعن وسائل استثمار رؤوس أموال الصناديق الاستثمارية من مراجعة ومشاركة، وتأجير واستصناع.

إن البحث السابق هو بحث شرعي يتعلق بالجوانب الفقهية والتكييف الشرعي للصناديق الاستثمارية، ولم يتطرق بأي شكل إلى موضوع تقييم الصناديق الاستثمارية العقارية وغيرها.

3. دراسة أحمد حسن أحمد الحسني: "صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999م.

هدف البحث إلى الدراسة الفقهية والاقتصادية لطبيعة صناديق الاستثمار باعتبارها أداة مالية جديدة من أدوات الاستثمار المعاصر، وبيّن أنواعها، ونشاطاتها الاستثمارية، والتكييف الشرعي لها، ومعرفة الحكم الشرعي للتعامل بها، وقد قسم البحث إلى مبحثين:

بدأها بالتعريف بصناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار والمصارف التجارية التقليدية وشركات التأمين، وتحديد نشاطاتها، وبيان أنواع هذه الصناديق، ومكونات محافظ الأوراق المالية، ثم الحكم الشرعي لاستثماراتها، ثم تناول التعريف بصناديق الاستثمار التي تنشئها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وتحديد نشاطاتها، وبيان أنواع هذه الصناديق، والتكييف الفقهي لصيغها التعاقدية.

لم يتطرق البحث السابق إلى موضوع الصناديق العقارية بشكل خاص، وإنما تم البحث فيها بشكل عام، بخلاف بحثنا الذي تم التركيز فيه على الصناديق العقارية الاستثمارية، وصناديق الاستثمار الصغيرة والمتوسطة.

4. دراسة عبد المحسن يوسف الناصر الخرافي: "الاستثمار العقاري في الاقتصاد الإسلامي"، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي من قسم الدراسات العليا بجامعة أم القرى، 1985م.

اختص هذا البحث بالاستثمار العقاري وما يتعلق به، فبيّن الباحث أهمية الاستثمار العقاري وتطوره في الفكر الاقتصادي، و إلى أنواع الاستثمار العقاري في الاقتصاد الإسلامي، ثم انتقل إلى المقارنة بين أنواع العقارات وبيان الرأي الشرعي فيها.

قام الباحث بعد ذلك بشرح أساليب الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي وتقييمها، حيث قدم نموذجاً مختصراً لشركة استثمار عقارية إسلامية، واستطرد بعدها ببيان مصادر وأساليب تمويل الاستثمار العقاري من قبل الأفراد أو المؤسسات أو المصارف العقارية أو المصارف الإسلامية أو صناديق التقاعد أو شركات التأمين الإسلامية، ونوّه بدور الحكومة في أساليب التمويل للاستثمار العقاري، حيث تحدث عن التمويل بالمشاركة، والتمويل بالإقراض، والتمويل بالإقطاع، والتمويل بالبيع، وبالتقسيط، وبالهبئة، والتمويل بالبيع مرابحةً، وتقسيط الثمن، والتمويل بعقد التأجير المنتهي بالتملك.

أفرد الباحث باباً عن الدولة والاستثمار العقاري في الاقتصاد الإسلامي، وتكلم عن البيئة المواتية للاستثمار العقاري، وكذلك استخدام الاستثمار العقاري في السياسة الاقتصادية للدولة، ودور الإسلام، وعن كيفية جعل الاستثمار العقاري أداة للسياسة الاقتصادية للدولة، والسبل التي تمكن الدولة من التأثير في حجم الاستثمار العقاري، وكذلك أورد الباحث مسألة إحياء الموات وأحكامها.

لم تقدم الدراسة السابقة نموذجاً تفصيلياً عن صناديق الاستثمار العقارية الصغيرة والمتوسطة، كذلك لم يتم التطرق إلى تقييم الصناديق الموجودة، وهذا ما يختلف به عن بحثنا.

5. دراسة فتيحة كحلي: تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة تجارب بعض الدول العربية، دراسة مقدمة لنيل الماجستير من جامعة حسبية بن بوعلي بالشلف كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2011.

حيث قدمت الدراسة الأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار الإسلامية باعتبارها أدوات مالية وأوعية استثمارية لها تأثيرها في جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار، وبينت تفاصيل الصناديق الاستثمارية المرتبطة بالبنوك وكذلك قيام بعض البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بإدخال هذه الصناديق ضمن نشاطها الاستثماري وتطوير أعمالها بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

كما تتطرق البحث إلى معرفة موقف الشريعة الإسلامية من هذه الصناديق وكذا إعطاء صورة واضحة لمن يريد معرفة المعاملات الاستثمارية بالصناديق ومدى مشروعيتها.

كذلك تم تقييم صناديق الاستثمار المتنوعة في بعض الدول العربية مثل الكويت والبحرين والسعودية، لكن الدراسة السابقة لم يتم التطرق فيها إلى الصناديق العقارية الإسلامية، وكذلك موضوع المشروعات الصغيرة والمتوسطة وحلوله والمشكلات التي تواجهها والحلول المقترحة.

6. دراسة خالد بن علي ثويني الثنيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)، أطروحة دكتوراه، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005 م.

تناولت الدراسة مختلف المفاهيم الخاصة بصناديق الاستثمار وكيفية التكييف الفقهي لها بالإضافة إلى التطرق لأساليب عمل صناديق الاستثمار الإسلامية، مع عرض واقع صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية بالإضافة إلى إجراء تقييم لأداء كل من الصناديق التقليدية والصناديق الإسلامية المدرجة في السوق المالي السعودي والمقارنة بين أدائها.

في هذه الدراسة كذلك لم يتم الحديث عن الصناديق العقارية الاستثمارية ولا عن المشروعات الصغيرة والمتوسطة ومشكلاتها وحلولها.

7. دراسة عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية - دراسة فقهية تأصيلية، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، بجامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات 2005 م.

تناولت الدراسة المسائل الفقهية الخاصة بالاستثمار عموماً وكذا أحكام الاستثمار في صناديق الاستثمار عند الفقهاء بداية من عقد تأسيسها وكيفية الاكتتاب فيها وصولاً إلى تصفيتها، من خلال بيان الضوابط الشرعية لأنشطة الصناديق التي تستثمر في

الأسهام والسندات، وكذا كيفية إخراج زكاة الصناديق لئتم إيجاز كل هذه الأحكام في معيار المحاسبة المالية رقم 14 الخاص بصناديق الاستثمار.

ما الذي يختلف فيه هذا البحث عن الدراسات السابقة:

قدّم الباحثون أبحاثاً طيبة تغطي موضوع الصناديق الاستثمارية الإسلامية من الناحية الشرعية، كما قدموا أيضاً شروحاتاً عن هذه الصناديق، وعملها، وإدارتها، ومخاطرها، أما ما يتعلق منها بالصناديق العقارية فلم تغطِ جميع الجوانب التي يحتاجها المستثمر، وخاصة في مجال الصناديق العقارية الإسلامية والتي ما زالت تحتاج إلى الكثير من الجهد والبحث.

إضافة إلى ما سبق فإن هذا البحث يقدم نموذجاً لصندوق استثماري صغير أو متوسط، وهذا النوع لم يتم التطرق إليه من قبل، وهذا النموذج يقدم حلولاً واقعية للمشاكل التي يعانها الاستثمار الجماعي في الشرائح الصغيرة والمتوسطة.

كما سنحاول طرح حلولٍ عمليةٍ وواقعيةٍ للمعوقات والملاحظات التي ظهرت في أداء الصناديق الاستثمارية العقارية الإسلامية، والارتقاء بفكرة عملها لتتم الاستفادة الفردية والمجتمعية، لأن الاستثمار في هذا المجال يقوم على اقتصادٍ حقيقيٍّ وتنميةٍ مستدامةٍ للمجتمع.

كما ستقدم هذه الدراسة إجاباتٍ عن الكثير من تساؤلات الراغبين بالاستثمار في الصناديق العقارية الإسلامية، والتي سنتطرق إليها بالتفصيل - إن شاء الله تعالى - والتركيز على الجانب التطبيقي العملي.

1.8 خطة البحث

يشتمل البحث على مقدمة وستة فصول وفهارس.

الفصل الأول: المقدمة .

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار ماهيتها، أنواعها وتكييفها الشرعي.

2.1 الصناديق الاستثمارية: تعريفها ومفاهيمها.

2.2 أنواع الصناديق الاستثمارية.

2.3 التكييف الشرعي للصناديق الاستثمارية.

الفصل الثالث: الصناديق العقارية الإسلامية خصائصها، إدارتها ومخاطرها.

3.1 العقار: تعريفاته وخصائصه، مزاياه.

3.2 الصناديق العقارية المتداولة وغير المتداولة.

3.3 آليات إنشاء الصناديق العقارية المتداولة.

3.4 مخاطر وصعوبات الاستثمار في الصناديق العقارية.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية للصناديق الاستثمارية العقارية.

4.1 الصناديق العقارية في المملكة العربية السعودية.

4.2 الصناديق العقارية في مصر.

4.3 الصناديق العقارية في تركيا.

الفصل الخامس: تحليل واقع الصناديق الاستثمارية والتصور المقترح.

5.1 صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية المتداولة.

5.2 الاستثمار الجماعي المتوسط والصغير .

5.3 نموذج مقترح للصناديق الاستثمارية الصغيرة والمتوسطة.

الفصل السادس: أهم النتائج والتوصيات.

المصادر والمراجع

الملاحق

السيرة الذاتية

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار: ماهيتها، أنواعها، تكييفها الشرعي.

يختلف الإنسان عن سائر المخلوقات الأخرى على الأرض في طبيعته، وطريقة حياته الاجتماعية والاقتصادية. ولو استعرضنا فكرة التعاون الاقتصادي تاريخياً لوجدنا أن فكرة النشاط الاقتصادي الجماعي كانت موجودة ولو بشكلها البسيط عبر العصور المختلفة، مع ملاحظة تطورها من عصر إلى آخر.

ف نجد أن في الحضارة البابلية مدناً كبيرةً، وعلاقاتٍ متعددةٍ ومتشابكة، دعت حمورابي إلى سن قوانين تنظم المجتمع في كافة نواحيه، ومنها الناحية الاقتصادية، حيث سنّ قوانين تحمي الملكية الجماعية للأراضي، ووُجدت نصوص تحوي قوانين تخص الجرائم المرتكبة ضد الملكية وأحكام الأراضي والدور وأحكام التجارة، كما توصل إلى مفاهيم قانونية جديدة كالعقود الصحيحة والباطلة، وتنظيم مسألة التبادل التجاري⁽¹⁾.

وفي الحضارة المصرية القديمة تذكر كتب التاريخ أن المصريين القدماء اعتادوا بيع أجزاءٍ من مراكبهم حتى يقللوا المخاطر على المالكين الأفراد⁽²⁾. أما عند الرومان فقد كان النشاط الاقتصادي قائماً بشكل أساسي على الزراعة حيث توسعت بالتدريج، وقامت المزارع الكبيرة من خلال استغلال الرق، حيث خصصت منتجات المزارع الكبرى بصورة رئيسية للبيع في السوق، ولهذا اعتبر أن ما يميز النشاط الاقتصادي آنذاك تطور أهداف الإنتاج من مجرد إشباع الحاجات الاستهلاكية إلى الإنتاج بهدف المبادلة، وتكوين الثروات من قبل التجار وأصحاب رؤوس الأموال، وهنا بدأ مفهوم الاستثمار.

وقد كان العرب أهل تجارةٍ تخطت حدود شبه الجزيرة العربية، وأوجدت علاقات اقتصادية داخلية وخارجية، ومظاهر حياةٍ اقتصاديةٍ متطورةً نسبياً بالنظر إلى ذلك العصر، وتجلت المشاركة في هذا العصر بأن كانت القوافل التجارية قوافل جماعية كما كان يحدث في مكة من رحلة الصيف إلى الشام ورحلة الشتاء إلى اليمن، وذكر ذلك في القرآن الكريم في قوله

(1) العزاوي، طارق، الفكر والتاريخ الاقتصادي، ط2، (بغداد: مطبعة الزهر، 1975م)، 16.

(2) دوابه، أشرف، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط3، (القاهرة: دار السلام، 2016م)، 60.

تعالى: " لِإِيلَافِ قُرَيْشٍ (1) إِيْلَافِهِمْ رِحْلَةَ الشِّتَاءِ وَالصَّيْفِ (2) فَلْيَعْبُدُوا رَبَّ هَذَا الْبَيْتِ (3) الَّذِي أَطْعَمَهُمْ مِنْ جُوعٍ وَأَمَّنَّهُمْ مِنْ خَوْفٍ " (3).

2.1 نشأة الصناديق الاستثمارية: تعريفها وأهدافها.

2.1.1 تعريف الاستثمار:

يعرف الصندوق بـ "وعاء من خشبٍ أو معدن ونحوهما تختلف الأحجام تحفظُ فيه الكُتُبُ والملابسُ ونحوها". الاستثمار لغةً: "قال الأزهري في تهذيب اللغة: "الثمر: حمل الشجرة. وورد لفظ ثمر "بقول الله تعالى: وَكَانَ لَهُ ثَمْرٌ" وُفسر: بأنواع أنواع المال."، ثم قال: "ثمر الرجل: كثر ماله، ويقال ثمر الله مالك."، وعليه يكون أحد معاني لفظ الاستثمار: تنمية الرجل ماله والقيام عليه وتكثيره، هذا هو المعنى اللغوي لكلمة الاستثمار⁽⁴⁾.

أما تعريفه اقتصاداً فقد عُرف بأنه "التعامل مع الأموال للحصول على الأرباح"⁽⁵⁾.

وهذا التعريف واسع لأنه "شمل جميع عمليات تحريك الأموال للحصول على الأرباح، سواء ساهم في إيجاد أصول جديدة في المجتمع، أو كان الاستثمار مجرد تحويل ملكية الأصل الموجود من البائع إلى المشتري"⁽⁶⁾.

أما التعريف الأكثر تفصيلاً فهو "تنمية المال عن طريق تشغيله في عمليات تجارية وإنتاجية"⁽⁷⁾.

(3) سورة قريش، الآيات (1-4).

(4) الأزهري، تهذيب اللغة، د.ط، الجزء 15، (بيروت: دار إحياء التراث العربي، 1967م)، 62.

(5) عوض، مروان، العملات الأجنبية الاستثمار والتمويل والنظرية والتطبيق، د.ط، (عمان: معهد الدراسات المصرفية، 1988م)، 211.

(6) الوطيان، محمد، المؤسسات المالية في الكويت، د.ط، (القاهرة: مكتبة الفلاح للنشر والتوزيع، 2016م)، 94.

(7) النمري، خلف، شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، د.ط، (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 2000م)، 28.

أما حديثاً فالاستثمار يقصد به: "اكتساب الموجودات المادية والمالية المتاحة في لحظة زمنية معينة، ولفترة زمنية معينة، بقصد الحصول على تدفقات مالية أو مادية أو معنوية مستقبلية للمستثمر والمجتمع، تتمثل في شكل أرباح للمستثمر، ومن خلالها تصب لمصلحة المجتمع من خلال زيادة معدل الإنتاج، والفرص التصديرية، وانخفاض نسبة البطالة، وزيادة القوة الشرائية للعملة المحلية، ومنها ارتفاع مستوى معيشة الفرد والمجتمع".⁽⁸⁾

وبتعريف شامل للاستثمار فهو: "التعامل بالأموال للحصول على الأرباح، وذلك بالتخلي عنها في لحظة زمنية معينة، ولفترة زمنية معينة، بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوض عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة، وتعوض عن المخاطر المتوقعة في المستقبل".⁽⁹⁾ ومهما كان نوع الاستثمار والمخاطر المحيطة به فإن المستثمر يسعى دوماً لتحقيق الأهداف التالية:

أ- المحافظة على رأس المال الأصلي للمستثمر: وذلك بعد دراسة المخاطر المتوقعة، وما يجنب رأس المال المخاطرة يعد أمراً استراتيجياً، لأن التضحية بجزء من هذه الأصول أو بكاملها "يؤدي إما إلى ضياع ممتلكات خاصة حققها المستثمر في نشاطات سابقة، أو سوء استخدام للأصول الاستثمارية، مما يتطلب أهمية الاستخدام الأمثل للأصول المستثمرة".⁽¹⁰⁾

ب- تحقيق العائد الملائم: فهدف المستثمر من توظيف أمواله هو تحقيق عائد ملائم وربحية مناسبة يعملان على استمرار المشروع، والمحافظة على رأس المال الأصلي للمشروع، "وذلك من خلال المفاضلة بين المشاريع والتركيز على أقلها مخاطرة، لأن أي شخص

(8) خالد، جميل محمد، أساسيات الاقتصاد الدولي، د.ط، (عمان: الأكاديميون للنشر والتوزيع، 2014م)، 307.

(9) عرفة، سيد سالم، إدارة المخاطر الاستثمارية، د.ط، (عمان: دار الراجحة للنشر والتوزيع، 2009م)، 15.

(10) سانو، قطب مصطفى، الاستثمار أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، ط1، (عمان: دار النفائس، 2000م)، 61.

يتوقع الخسارة والربح، ولكن إذا لم يحقق المشروع ربحاً فيسعى المستثمر إلى المحافظة على رأس المال الأصلي".⁽¹¹⁾

ج- استمرارية الدخل: حيث يمثل أهم طموحات المستثمر تحقيق دخل مستقرٍ ومستمرٍ حفاظاً على استمرارية النشاط الاستثماري، ويلجأ بعض المستثمرين إلى النشاط الاستثماري الذي يدر دخلاً دورياً يغطي احتياجاته المطلوبة، حتى ولو كان بعائدٍ أقل من المشروعات التي يأتي الربح فيها في نهاية المشروع.

د- ضمان السيولة اللازمة: "تمثل السيولة عصب النشاط الاستثماري لتلبي الاحتياجات الدورية والطارئة، حيث ينبغي أن يعمل البرنامج الاستثماري الناجح على توفير السيولة اللازمة عند الحاجة إليها بأقل تكلفة ممكنة"⁽¹²⁾، وتوفير السيولة يمكن للمستثمرين استرداد أموالهم واستعمالها كيفما أرادوا.

2.1.2 تعريف الصناديق الاستثمارية:

عرّف الباحثون الصناديق الاستثمارية تعريفاتٍ متعددة، "فمنهم من عرف الصناديق الاستثمارية بالنظر إلى ذاتها وموجوداتها"⁽¹³⁾ بأنها "مجموع الأصول والموجودات التي يمتلكها المستثمر لزيادة ثروته وتحقيق الربح"⁽¹⁴⁾.

وعرفها آخرون بلفظ وعاء حيث عرفوا الصناديق الاستثمارية بأنها "أوعية استثمارية تشتمل على مجموعة من الأوراق المالية يتم اختيارها وفقاً لأسس ومعايير محددة تحقق فائدة التنوع الذي يؤدي إلى خفض مستوى المخاطرة الإجمالية للاستثمار"⁽¹⁵⁾.

كما ذكر بعضهم بأنها "سلة تحتوي على مجموعة مختلفة من الأسهم والسندات"⁽¹⁶⁾.

(11) عوض، العملات الأجنبية الاستثمار و التمويل النظرية والتطبيق، 215.

(12) عوض، العملات الأجنبية الاستثمار و التمويل النظرية والتطبيق، 216.

(13) المومني، غازي، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، (عمان: دار المناهج، 2002م)، 17.

(14) صيام، أحمد زكريا، مبادئ الاستثمار، ط2، (عمان: دار المناهج، 2003م)، 88.

(15) الزبيدي، حمزة، الاستثمار في الأوراق المالية، ط1، (عمان: مؤسسة الوراق، 2004م)، 50.

كما ذهبت مجموعة أخرى إلى تعريفها بأنها "عقد شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين فيه، يدفع بمقتضاه المساهمون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق في مقابل حصولهم على وثائق اسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في أموال الصندوق التي تتعهد الإدارة باستثمارها، ويشترك المساهمون في الأرباح الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يملكه من حصص وفقاً للشروط التي تبينها نشرة الإصدار".⁽¹⁷⁾

وبناء على ما سبق فالتعريف المختار هو أن الصناديق الاستثمارية هي "مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، واستثمارها بواسطة إدارة محترفة بهدف تحقيق منفعة لمؤسسيها وللمستثمرين، وللاقتصاد القومي ككل".⁽¹⁸⁾

وبناءً على التعريفات السابقة تكون المراحل التي تمر بها الصناديق الاستثمارية تشمل:

- أ- قيام جهة معينة (بنوك وشركات استثمار) بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط أو مشروع معين أو مشاريع معينة، بحيث تبين جدوى الاستثمار في ذلك المجال.
- ب- قيام تلك الجهة بتكوين صندوق استثماري، وتحديد أغراضه وإعداد نشرة الاكتتاب في الصندوق أو لائحة العمل للصندوق بحيث تتضمن كامل التفاصيل عن نشاط الصندوق، وشروط الاكتتاب فيه، وحقوق والتزامات مختلف الأطراف.
- ج- تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية، بحيث يكون اقتناؤها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق.

(16) توفيق، عبدالرحمن، البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار، د.ط، (القاهرة: مركز الخبرات المهنية للإدارة، 2006م)، 23.

(17) الحسيني، أحمد، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، د.ط، (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 1999م)، 6.

(18) دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، 59.

د- بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتتبين، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب، وتوزيع الأرباح في الفترات، وبالكيفية المتفق عليها.⁽¹⁹⁾

وكذلك لا يمكن النظر لصندوق الاستثمار على أنه صندوق استثمار ما لم تتوفر فيه الشروط الآتية:

- أ- الغرض الذي أنشئ الصندوق من أجله.
- ب- تحديد الأداة المالية المستخدمة التي يستثمر فيها الصندوق.
- ج- مدير أو فريق لإدارة محفظة الأوراق المالية للصندوق، على أن تكون إدارة محترفة.
- د- التقييم الدوري للأوراق المالية الداخلة في نطاق الصندوق.
- هـ- القدرة على شراء وبيع أسهم الصندوق دورياً.
- و- وجود آلية توزيع الأرباح والعائدات وطريقة تصفية الصندوق إن لزم الأمر.⁽²⁰⁾

2.1.3 بدايات صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية:

إن إنكلترا هي أقدم دولة عرفت الإدارة الجماعية للمدخرات، وقد تمثلت هذه الإدارة في التزام شخصٍ ما يسمى (الأمين)، يتلقى بعض أموال الغير بغرض إدارتها لحسابهم، وقد عبرت فكرة صناديق الاستثمار إلى الولايات المتحدة الأمريكية، وأخذت سبيلها إلى التجديد والتطوير "بابتكار الأمريكيين لصناديق استثمار الهيكل المفتوح لرأس المال، والتي تعتمد على إصدار أسهمٍ جديدةٍ بطريقةٍ متواصلة، وإعادة شراء الأسهم القديمة دون المرور ببورصة الأوراق المالية"⁽²¹⁾.

(19) خوجة، عز الدين، صناديق الاستثمار الإسلامية، د.ط، (مجموعة دلة البركة، إدارة البحوث والتطوير، 1993م)، 13-14.

(20) دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، 59.

(21) دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، 61.

"وفي عام 1924م تم إنشاء أول صندوق استثمار في بوسطن باسم (Masashotes Investment Trust)، وعمل كإدارة استثمارية لأساتذة جامعة هارفرد بأصول لم تتجاوز 392 ألف دولار يملكها 200 مساهم في ذلك الوقت، وفي أعقاب الحرب العالمية الثانية ازدهرت صناديق الاستثمار بشكلٍ كبيرٍ في الولايات المتحدة، حيث بلغ عددها في يونيو 1947م (352) صندوقاً، صافي أصولها أربعة مليارات دولار"⁽²²⁾.

"أما في الدول العربية فقد كانت السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة، حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم **صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل** في كانون الأول (ديسمبر) 1979م، ولم تصدر قواعد وتنظيم صناديق الاستثمار السعودية إلا بعد هذا التاريخ بنحو 14 عاماً، أي في بداية عام 1993م. واستمرت البنوك السعودية نتيجة لنجاح هذه التجربة في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة، أما باقي الدول العربية فقد خاضت التجربة نفسها بنسبٍ متفاوتة من النجاح والإقبال، واتسمت أغلب تلك التجارب بصدور الصناديق الاستثمارية قبل صدور التشريعات المنظمة لها، وجاءت الكويت ثاني دولة عربية بعد السعودية في خوض التجربة، إذ بدأت تجربتها عام 1985م، ثم تبعتها بعض الدول العربية بعد نحو عقد من الزمن وهي: مصر والبحرين وعمان في عام 1994م، ثم المغرب عام 1995م، تلتها لبنان عام 1996م، والأردن عام 1997م"⁽²³⁾.

2.1.4 تطور صناديق الاستثمار الإسلامية:

أدى النجاح الذي حققته البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في جذب الأموال واستثمارها وفقاً للأساليب الشرعية إلى البحث عن أوعية جديدة لجذب واستثمار مزيد من الأموال على أسس شرعية، وكان أول ظهورٍ لصندوق استثمار إسلامي ممثلاً في صندوق أمانة للاستثمار التعاوني بالولايات المتحدة الأمريكية، وفي العام 1987م أنشأت دلة البركة شركة

(22) المصدر السابق، 64.

(23) المصدر السابق، 65.

التوفيق للصناديق الاستثمارية، وتم تسجيلها في البداية بالبحرين مع شركة الأمين، وبعد ذلك توالى تباعاً إنشاء العديد من الصناديق الإسلامية في العديد من دول العالم.⁽²⁴⁾

وقامت ماليزيا بإنشاء أول صندوق إسلامي في 2006م، وتم إدراجه في بورصة ماليزيا في 2006م، وكان هدفه إنشاء منشآت صحية، ومنذ إنشاء هذا الصندوق ارتفعت عدد الملكيات العقارية في القطاع الصحي من 6 إلى 24 ومع معدل إشغال وصل إلى 100%.

وفي مصر ظهر أول صندوق استثمار إسلامي من خلال صندوق بنك فيصل الإسلامي المصري ذي العائد الدوري والذي حصل على ترخيص هيئة سوق المال في 2004م، بعدها صدرت التراخيص تباعاً لصناديق الاستثمار الإسلامية.

2.2 أنواع الصناديق الاستثمارية.

يتم تقسيم الصناديق الاستثمارية بشكل عام وفقاً لعدة معطيات تتوافق مع رغبات المستثمرين أو القوانين الناظمة ويمكن التصنيف وفق ما يلي⁽²⁵⁾:

2.2.1 التصنيف وفقاً لاعتبار هيكل رأس المال:

2.2.1.1 صناديق الاستثمار المفتوحة:

كما تسمى أيضاً صناديق الاستثمار المشتركة، وهي صناديق يتم إنشاؤها من شركة استثمار أو بنك أو شركة تأمين، وتقوم بإصدار عدد غير ثابت من الحصص التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، "وتقوم استراتيجية هذا النوع من الصناديق بإصدار وثائق جديدة كلما استثمر مستثمر أموالاً إضافية في هذا الصندوق، فتصدر له وثائق بقيمتها،

(24) يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج، دار النشر للجامعات ، القاهرة، ط3،

1998، 2

(25) خليل، غدير أحمد، "تطوير وابتكار صناديق استثمار متوافقة مع الشريعة الإسلامية"، بحث مقدم

للمؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، 6-7 أغسطس 2014م، (عمان: الجامعة الأردنية، 2014م)، 6-8.

وتكون رؤوس أموالها متغيرة وغير ثابتة⁽²⁶⁾، " ويزداد حجمها ببيع الوثائق الاستثمارية، ويقل حجمها باسترداد بعض المستثمرين للوثائق الاستثمارية⁽²⁷⁾، ويبقى الصندوق مفتوحاً للدخول والخروج منه طالما أن نشاطه ما زال قائماً.

ولعل أهم ما يميز هذه الصناديق هو أن عدد وثائق محافظها المالية غير ثابت وغير محدد، بل دائماً تتسم هذه الوثائق بالتقلب الناشئ عن عمليات البيع والشراء والاسترداد، ولا يتم طرح وحدات محددة من الوثائق، بل يبقى الصندوق مفتوحاً للدخول والخروج منه طالما أن نشاطه ما زال قائماً، وبإمكان المستثمر شراء وثائق من هذا الصندوق عندما يشاء، وبإمكانه كذلك بيع هذه الوثائق عندما يشاء، وذلك بعد إخطار قصير المدى قد لا يتجاوز الأسبوع، وحينئذ يصدر الصندوق وثائق جديدة لسد الفراغ الذي تركه أي مستثمر ببيع وثائقه.

2.1.2.2 صناديق الاستثمار المغلقة:

وقد سميت بهذا الاسم لأن عدد الوثائق التي تصدرها ثابت لا يتغير، وأهم ما يميز هذه الصناديق أنها محددة القيمة والحجم والهدف والعمر، وينبثق عن ذلك كون وثائقها الاستثمارية ذات أجل محدد أيضاً، لذا فهي تنتهي بإنهاء مدة الصندوق، ويتم حينئذ استرداد قيمتها من الجهة المنشئة للصندوق، وتتاح هذه الصناديق بصفة دورية بين الحين والآخر، وذلك إذا ما تبين لخبراء الاستثمار أن هناك فرصة جيدة متاحة للاستثمار في مجال محدد، وتطرح هذه الصناديق وثائق للبيع عن طريق وكلاء الصندوق، ويتم تداولها عن طريق بورصة الأوراق المالية، وعليه فإن الصندوق لا يقبل استردادها أو يقوم بطرح وثائق جديدة منها.

(26) الفطافطة، حسن، صناديق الاستثمار في الدول العربية: نشأتها تطورها خصائصها، د.ط، (عمان:

الفطافطة للدعاية والإعلان، 2001م)، 98.

(27) الهندي، عدنان، وآخرون، المصارف الإسلامية وصناعة صناديق الاستثمار، د.ط، (الأردن: اتحاد

المصارف العربية، 1995م)، 90.

"ويتم إدارة المحفظة الخاصة عن طريق البورصة لصالح حامل وثيقة الاستثمار الأخير، ولذلك فإن صناديق الاستثمار المغلقة بعد إصدارها لوثائق الاستثمار لا علاقة لها بالمستثمر بعد أن يشتري منها الوثيقة، وتقوم الصحف بنشر أسعار هذه الأسهم يومياً، وإذا رغب في بيعها فعليه أن يتجه إلى شركة سمسة لتقوم ببيع الوثيقة له في البورصة، ويمثل العرض والطلب في هذه الأسواق المحدد الرئيسي لسعر الوثيقة"⁽²⁸⁾. ومن صفات هذا النوع من صناديق الاستثمار أن المستثمرين الأوائل يتحملون تكاليف الاكتتاب في إصدارات أسهمها، وظهر في السنوات الأخيرة توجه كبير للاستثمار في هذا النوع من الشركات من قبل المستثمر الفرد بسبب تركيزها على محافظ استثمارية دولية.

الجدول 5.2: مقارنة بين صناديق الاستثمار المفتوح وصندوق الاستثمار المغلق.⁽²⁹⁾

الصندوق المغلق	الصندوق المفتوح	عنصر المقارنة
ثابت ويحدد بنهاية فترة الاكتتاب للوحدات الاستثمارية	متغير بصورة دورية حسب رغبة المستثمرين	رأس المال
مدرج ويتداول في السوق المالية	غير مدرج وغير متداول	الإدراج والتداول في السوق المالي
يتم بالتداول بيعاً وشراءً في السوق المالي	يتم مباشرة مع أمين الاستثمار في مواعيد محددة مسبقاً	بيع وشراء الوحدات الاستثمارية
حسب القيمة السوقية للوحدة والتي قد تكون أقل أو أعلى من صافي قيمة الموجودات	حسب صافي قيمة الموجودات الوحدة الاستثمارية بتاريخ الشراء أو الإطفاء	أساس شراء وبيع الوحدات الاستثمارية
محددة في معظم الأوقات	غالباً غير محددة	مدة الصندوق

(28) هندي، منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في سوق المال: الأوراق المالية - صناديق الاستثمار، ط1، (الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، 2016م)، 19-18-22.

(29) الطالب، غسان، "صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق"، بحث مقدم للمؤتمر الأول للمالية الإسلامية 6-7 أغسطس 2014م، (عمان، الجامعة الأردنية، 2014م)، 10.

المصدر: غسان الطالب، "صناديق الاستثمار في الاردن بين النظرية والتطبيق"، بحث مقدم للمؤتمر الاول للمالية الإسلامية 6-7 اغسطس 2014 (عمان، الجامعة الاردنية، 2014): 10.

2.2.2 التصنيف وفق الهدف المنشأ من أجله الصندوق⁽³⁰⁾.

2.2.2.1 صناديق الدخل:

وتهدف إدارة هذه الصناديق إلى المحافظة على أصول الصندوق، وتحقيق عائد دوري معقول على الاستثمار، وذلك في نطاق درجة المخاطر المحددة سلفاً، وعادةً ما تشمل تشكيلة محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق على سندات حكومية وغير حكومية، متوسطة وطويلة الأجل، وعلى أسهم منشآت كبيرة ومستقرة، وتوزع الجانب الأكبر من أرباحها التي تم تحقيقها، وهي تناسب المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم لتغطية نفقات معيشتهم.⁽³¹⁾

2.2.2.2 صناديق النمو:

وتهدف إدارة هذه الصناديق إلى تحقيق نموٍ طويل الأجل وعائدٍ مستقبلي كبير، وذلك من خلال العمل على تحسين القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق. وتشتمل على أسهم عادية تابعة لشركات وقطاعات ذات درجة عالية من النمو، والتي تظهر سجلاتها نمواً متزايداً في الأرباح التي تنعكس آثارها على القيمة السوقية للأسهم، فعن طريق تدوير الأرباح يتولد المزيد من الأرباح التي يعاد استثمارها وهكذا. وتناسب هذه الصناديق عادة المستثمرين الراغبين في تحقيق عائد مرتفع، كما تناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين لا يعتمدون منها على عائد استثماراتهم لتغطية نفقات معيشتهم.

(30) دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، 73.

(31) المصدر السابق، 73

2.2.2.3 صناديق الدخل والنمو:

وتهدف إدارة هذه الصناديق بجانب المحافظة على أصول الصندوق وتحقيق دخل دوري إلى النمو في الأجل الطويل، وتتكون محفظة الأوراق المالية بها من النوعين السابقين، بحيث يتولد عن الأسهم الموجودة دخل بالإضافة إلى أرباح تضاف إلى الاستثمار، وتختلف حصيلة بيع الأسهم وفقاً لنوعيتها، فحصيلة بيع أسهم الدخل يتم شراء أوراق مالية تدر عائداً دورياً مرتفعاً، وحصيلة بيع أسهم النمو يتم شراء أسهم نمو في شركات تميل إلى الاحتفاظ بأرباح محتجزة.

وتعتبر هذه الصناديق من الصناديق المغلقة، وعادةً ما يتراوح مدة ممارستها لنشاطها من عشرة إلى عشرين سنة، وبعد انتهائها يمكنها إعادة التأسيس مرةً أخرى، وتناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يهدفون إلى الحصول على دخلٍ من استثماراتهم، والذين يهدفون إلى تحقيق نموٍ في استثماراتهم.⁽³²⁾

2.2.2.4 صناديق إدارة الضريبة:

وتهدف هذه الصناديق إلى تأجيل دفع الضريبة من قبل المستثمرين المشتركين في هذه الصناديق، حيث إنه لا تجري أي توزيعاتٍ للعوائد على المستثمرين عند الاستحقاق، وإنما يتم عادةً استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل الحصول على وحداتٍ استثماريةٍ إضافية في الصندوق، يعدل قيمتها بهدف تأجيل الضريبة من قبل المستثمرين المشتركين في هذه الصناديق بحكم أنها لا تدفع ضريبة ما لم يتم توزيع العوائد على المستثمرين، وهي تناسب المستثمرين الذين يرغبون في تأجيل دفع الضريبة إلى سنواتٍ لاحقة.⁽³³⁾

(32) دائلة، حسن، "الصناديق الاستثمارية: دراسة فقهية تطبيقية"، (رسالة دكتوراه لم تنشر، جامعة

الإمام محمد بن سعود الإسلامية، كلية الشريعة، 2009م)، 155.

(33) دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، 74.

2.2.2.5 الصناديق المتحفظة:

تتسم السياسة الاستثمارية لهذه الصناديق بالتحفظ تجاه المخاطر، وينعكس ذلك على مكونات الصندوق.⁽³⁴⁾

2.2.3 التصنيف وفق التقسيم الجغرافي.

2.2.3.1 الصناديق العالمية:

"هي الصناديق التي تستثمر أموالها في دولة أخرى أو عدة دول من دول العالم، وقد ظهرت هذه الصناديق العالمية مع التطور الهائل في وسائل الاتصال والتقنيات المرافقة لها، والحاجة إلى صناديق تقلل المخاطر التي تظهر عند الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية"⁽³⁵⁾.

"حيث كان الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية محفوفاً بالمخاطر كون المخاطر والتكاليف والعمولات مرتفعة، وظهرت الصناديق العالمية لتجنب هذه المخاطر، وقد زاد عدد المستثمرين في سوق الأوراق المالية العالمية مؤخراً لتحصيل أكبر قدرٍ ممكنٍ من العوائد والأرباح"⁽³⁶⁾. وتهدف هذه الصناديق إلى الاستثمار في الأسواق الاقتصادية الأسرع نمواً والتي تحقق ما يتطلع إليه المستثمرون من الزيادة في القيمة السوقية

(34) دائلة، حسن، "الصناديق الاستثمارية: دراسة فقهية تطبيقية"، 195.

(35) دائلة، حسن، "الصناديق الاستثمارية: دراسة فقهية تطبيقية"، 186.

(36) مطاوع، سعد، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، ط1، (الرياض: مكتبة الملك فهد الوطنية،

2005م)، 617.

لاستثماراتهم، ومنها صناديق الاستثمار في الدول النامية التي تحاول توفير فرص للمستثمرين لتنمية رؤوس أموالهم على المدى المتوسط في محفظة استثمارية متوازنة⁽³⁷⁾.

2.2.3.2 الصناديق المحلية:

"وهي الصناديق التي يتم تأسيسها محلياً وتدار من قبل جهات محلية"⁽³⁸⁾، ويحرص كثير من المستثمرين على الاستثمار في الصناديق المحلية، فعلى سبيل المثال غالبية توظيفات المستثمرين اليابانيين بالأسهم تشكل من أسهم محلية، وكثير من المستثمرين يفضلون الاستثمار بالأصول الوطنية على الأصول الأجنبية بسبب⁽³⁹⁾:

- أ- التقلب بأسعار الصرف.
- ب- الأخطار السياسية والتعديلات الضريبية وما إلى ذلك من أخطار تتعلق بالوضع السياسي.
- ج- عدم الإحاطة الكاملة بآفاق المشروع الأجنبي والحصول على المعلومات.
- د- السيولة الضعيفة لأسهم الأسواق الصغيرة التي تحد من عمليات البيع عند الضرورة.
- هـ- تكاليف عمليات الشراء والبيع للأسهم الأجنبية أعلى من نظيرتها في الأسواق المحلية.

(37) الشراح، رمضان، محروس حسن، الاستثمار النظرية والتطبيق، ط2، (الكويت: ذات السلاسل، 1999م)، 245.

(38) معروف، هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، (عمان: دار صفاء، 2009م)، 22.

(39) وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، د.ط، الجزء2، (بيروت: دار المنهل، 2003م)، 240-237.

2.2.4 التصنيف وفقاً لمكونات الصندوق الاستثماري.

2.2.4.1 صناديق العملات:

وهي صناديق "يقوم فيها المدير بالاستثمار في مجموعة معينة من العملات الدولية الرئيسية، علماً أنه ينبغي أن يكون المستثمر في هذه الصناديق مستعداً لتحمل مخاطر تغيرات أسعار صرف العملات"⁽⁴⁰⁾.

2.2.4.2 صناديق الأسهم:

"وتتكون هذه الصناديق من الأسهم العادية، وتعتبر من صناديق الاستثمار متوسطة وطويلة الأجل"⁽⁴¹⁾، "والهدف الاستثماري لصناديق الأسهم يتمثل في العمل على تحقيق نمو رأس المال في المدى الطويل عن طريق الاستثمار في تشكيلات متنوعة من الأسهم"⁽⁴²⁾. ويجب أن تستثمر الصناديق في الشركات التي تتصف بدرجة عالية من الموثوقية والربح وأثبتت نفسها من خلال عملها في السوق، وتتصف إدارة هذه الصناديق بالفعالية والبحث عن الأسهم التي تحقق الربح في حالي الربح والشراء، أو قد تقوم بعض الإدارات بالاستثمار بناءً على مؤشرات الأسواق المعروفة.

2.2.4.3 صناديق السندات:

يتم الاستثمار في تلك الصناديق بالسندات، وذلك بهدف الحد من مخاطر الصندوق مع تحقيق عائدٍ ثابتٍ محدد مسبقاً وفق شروط السندات المستثمرة بالصندوق، ولكن العوائد هنا

(40) معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، 238-239.

(41) الجهني، الاستثمار الناجح، 104.

(42) سلامة، زينب، "ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في السعودية"، مجلة الإدارة العامة، م.39،

ع.1 (1999م)، 90.

تكون متدنية بما لا يحقق طموح الاستثمار، ولا يغري المستثمرين على الاكتتاب في وثائق استثمار الصندوق.

"وهذا النوع من الصناديق يتناسب مع الذين يرغبون زيادة دخولهم بمقدار ثابت، وليس لهم دراية ويبحثون عن ينوب عنهم في ذلك"⁽⁴³⁾.

"وتهدف هذه الصناديق إلى توفير إمكانية المكاسب الرأسمالية مع إعادة استثمار الدخل المتحصل من الاستثمار في السندات"⁽⁴⁴⁾ وتشمل تلك الصناديق أنواع منها:

أ- صناديق السندات المحلية: "ويتم الاستثمار هنا في سندات البلديات والمحليات والتي تعفى فوائدها من الضرائب، وغالباً ما يلجأ ذوو الدخل المرتفعة إلى الاستثمار في هذه الصناديق نظراً لوقوعهم في شرائح ضريبية مرتفعة"⁽⁴⁵⁾.

ب- صناديق السندات الدولية: "حيث تتكون هذه الصناديق من السندات الدولية الممتازة والتي تتميز بدرجة سيولة عالية واستقرار نسبي في أسعارها، وتحتفظ هذه المحفظة غالباً بالسندات طويلة الأجل"⁽⁴⁶⁾.

ج- صناديق سندات ذات عوائد دورية.

د- صناديق السندات الخاصة: وتنقسم بدورها إلى "سندات حكومية كما في الولايات المتحدة، وهي تتميز بأن عائدها معفى من الضرائب وتتيح إدارة الصندوق للمستثمر الحصول على نصيبه من العائد على أساس شهري"⁽⁴⁷⁾، وإلى "سندات قابلة للتحويل إلى أسهم حيث تهدف إلى الاستفادة من المميزات

(43) صقر، عطية، "الإطار القانوني لصناديق الاستثمار"، ندوة أبحاث صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، 22 مارس 1997م، (القاهرة: 1997م)، 53/1.

(44) دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية، 65.

(45) عبد اللطيف، أحمد سعد، بورصة الأوراق المالية، مراجعة حسين عطا غنيم، د.ط، (العراق: دار المثني، 1998م)، 274.

(46) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، 178.

(47) هندي، منير، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، ط1، (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1998م)، 35.

التي تحققها السندات القابلة للتحويل إلى أسهم حيث ترتفع هذه السندات مع ارتفاع قيمة الأسهم⁽⁴⁸⁾.

2.2.4.4 صناديق السلع:

وهي "الصناديق التي تعمل في شراء السلع والبضائع بالنقد ثم بيعها بالأجل، ويتم استخدام الأموال المكتتبة في شراء السلع المختلفة من أجل إعادة بيعها، وتشكل أرباح هذا البيع دخل الصندوق والذي يوزع على المكتتبين بنظام النسب، ويتم استخدام عقود البيع المختلفة في تداول السلع مثل بيع المراجحة والسلم والاستصناع⁽⁴⁹⁾.

وتتمتع بعض السلع بمزايا خاصة تجعلها أداةً صالحةً للاستثمار، ويتم التعامل بين المستثمرين في أسواق السلع عن طريق ما يسمى بالعقود المستقبلية، وتتمتع صناديق السلع بعدة سمات منها: (50)

- أ- درجة المخاطرة عالية نسبياً إذا ما قورنت بأدوات الاستثمار الأخرى ذلك لاحتياج هذه البضائع للتخزين والحفظ والنقل مما قد يعرض المستثمر للخسارة.
- ب- ارتفاع درجة المخاطرة في صناديق البضائع أدى لنمو المضاربة لدى المستثمرين فيها.
- ج- الأفق الزمني للاستثمار في السلع قصير نسبياً إذا ما قورن ببقية أدوات الاستثمار.
- د- لا يتقاضى الوسيط في بورصة السلع سوى عمولة واحدة عن الصفقة الكاملة بخلاف ما يكون في بورصة الأوراق المالية حيث يتقاضى الوسيط هناك عمولتين من المشتري والبائع.

(48) دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية، 65.

(49) مبروك، نزيه، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، ط1، (الإسكندرية:

دار الفكر الجامعي، 2006م)، 109.

(50) مطر، محمد، إدارة الاستثمارات، ط2، (عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 1999م)، 69.

2.2.4.5 صناديق الأحجار الثمينة والذهب:

وهي صناديق استثمارية تهتم بالاستثمار في أسهم شركات الذهب والمعادن النفيسة وأسواق الذهب والمعادن النفيسة.

2.2.2.6 صناديق النقد:

هي "الصناديق التي تحتوى على الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تقل فترة استحقاقها عن سنة، مثل أذونات الخزانة، وشهادات الإيداع، والكمبيالات المصرفية"⁽⁵¹⁾، وذلك من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية، وبيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في تلك الأوراق.

"وقد ظهرت تلك الصناديق لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1973م، وذلك عندما وصل العائد المحقق عن الاستثمار في تلك الأوراق إلى مستوى مرتفع، وتختلف أهداف هذا الصندوق من صندوق لآخر، فمنها على سبيل المثال يهدف إلى تحقيق عائدٍ يقارب العائد المحقق في سوق النقد عن الودائع قصيرة الأجل.

وتناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يضعون هدفي السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية، وتوفر هذه الصناديق للمستثمرين الحق في السحب منها في أي وقت"⁽⁵²⁾.

كذلك يوجد العديد من أنواع الصناديق الاستثمارية من حيث اعتبار استراتيجياتها وسياساتها وإدارتها ولكن ذكرنا أهمها والأكثر شهرة.

2.2.5 نشأة الصناديق العقارية:

(51) عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، 274.

(52) دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية، 67 – 68.

ظهرت صناديق الاستثمار العقاري للمرة الأولى في الولايات المتحدة في سنة 1960م عندما أقرت قانون العقارات، والذي سمح بإنشاء صناديق عقارية، وكانت هولندا أولى الدول التي قامت بسن تشريعات تنظم الصناديق العقارية بعد الولايات المتحدة في سنة 1960م، ثم تلتها أستراليا في سنة 1971م.

وقد ساهمت الإصلاحات الضريبية سنة 1980م في جعل هياكل الصناديق العقارية أكثر جاذبيةً للشركات العقارية والمستثمرين، وبالتالي إعطائهم الفرصة للاستفادة من كفاءتها الضريبية بالإضافة إلى درجة السيولة العالية والتنوع في الاستثمار مع درجة مخاطرة قليلة. وتم تبسيط تشريعات صناديق الاستثمار العقارية لإعطاء مرونة تشغيلية أكثر للشركات العقارية. وإلى حدود منتصف التسعينات كانت صناديق الاستثمار العقاري منتشرة غالباً في الولايات المتحدة، ولكن خلال العقد الأخيرين، لوحظ نمو متزايد لصناديق الاستثمار العقارية، ليس فقط في الأسواق الرائدة كالولايات المتحدة، ولكن في العديد من الأسواق الأخرى حول العالم، خاصة بعد إقرار أنظمة الصناديق العقارية.

"كما ظهرت الصناديق العقارية في آسيا عقب الأزمة المالية الآسيوية، وترجع نشأة صناديق الاستثمار العقارية في آسيا إلى اليابان في سنة 2000م، وتعد اليابان من أهم وأكبر الأسواق الآسيوية، وقد حققت تعاملات صناديق الاستثمار العقاري اليابانية ارتفاعاً يزيد على 60٪ من إجمالي معاملات البيع في اليابان، وتأتي سنغافورة والتي اعتمدت الصناديق العقارية في سنة 2000م في المرتبة الثانية بعد اليابان من حيث الاستثمار في الصناديق العقارية بقيمة سوقية لرأس المال تجاوزت 61 بليون دولار، أما هونغ كونغ والتي اعتمدت الصناديق العقارية في سنة 2003م فتحتل المرتبة الثالثة من حيث الاستثمار في الصناديق العقارية، وبلغت القيمة السوقية لرأس المال تقريباً 25 بليون دولار في سنة 2013م".⁽⁵³⁾

"أما في المنطقة العربية فقد كانت دول الخليج العربي السبابة إلى السماح بمزاولة العمل في الصناديق الاستثمارية العقارية، وتطورت الآليات والقوانين حيث سُمح لصناديق الاستثمار

(53) الصلاحين، عبد المجيد، "صناديق الاستثمار الإسلامية، مفهومها وخصائصها وأحكامها"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، 6-8 مارس 2007م، (دبي: جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م)، 4.

العقارية في سنة 2013م بمزاولة نشاط بيع الوحدات العقارية على الخارطة، والتي تتيح للمشتري الحصول على العقار بتكلفة أقل، وتتيح للمطور العقاري الحصول على تمويل مباشر من خلال دفعات المشترين، وبدأت الصناديق المدرجة بالظهور في المنطقة في مارس عام 2014م، مع إدراج أسهم صندوق الإمارات للتداول في بورصة ناسداك دبي، وفي أبوظبي تم تشريع قانون لتمكين وتنظيم استخدام صناديق الاستثمار العقارية العامة والخاصة وذلك في يونيو 2015م، وتم تأسيس أولى الصناديق الخاصة للاستثمار العقاري في عام 2017 في سوق أبو ظبي العالمي، وهي تشمل صندوق ريزيدنشيال ريت إضافة إلى صندوق الاتحاد ريت لمجموعة أبو ظبي المالية".⁽⁵⁴⁾

وفي المملكة العربية السعودية لا تعد أدوات وصناديق الاستثمار العقارية غير المدرجة جديدة على السوق، ومن أبرزها الصندوق الذي تم إنشاؤه عام 2015م لتطوير مدينة جدة الاقتصادية التي تشمل مشروع برج جدة.

ويمكن تقسيم الأسواق العالمية لصناديق الاستثمار العقارية إلى أربعة مستويات للنضج:⁽⁵⁵⁾

- المستوى الأول: وهي الأسواق الناضجة وتشمل الولايات المتحدة الأمريكية.
- المستوى الثاني: وهي الأسواق ذات الأسس القوية مثل المملكة المتحدة، كندا، فرنسا، ألمانيا، هونغ كونغ، اليابان، أستراليا، هولندا، نيوزلندا، سنغافورة.
- المستوى الثالث: وهي الأسواق الناشئة مثل بلجيكا، فنلندا، إيرلندا، إيطاليا، ماليزيا، المكسيك، جنوب إفريقيا، كوريا الجنوبية، إسبانيا، تركيا.
- المستوى الرابع: وهي تشمل البحرين، البرازيل، بلغاريا، كوستاريكا، الإمارات العربية، السعودية، باكستان، كينيا.

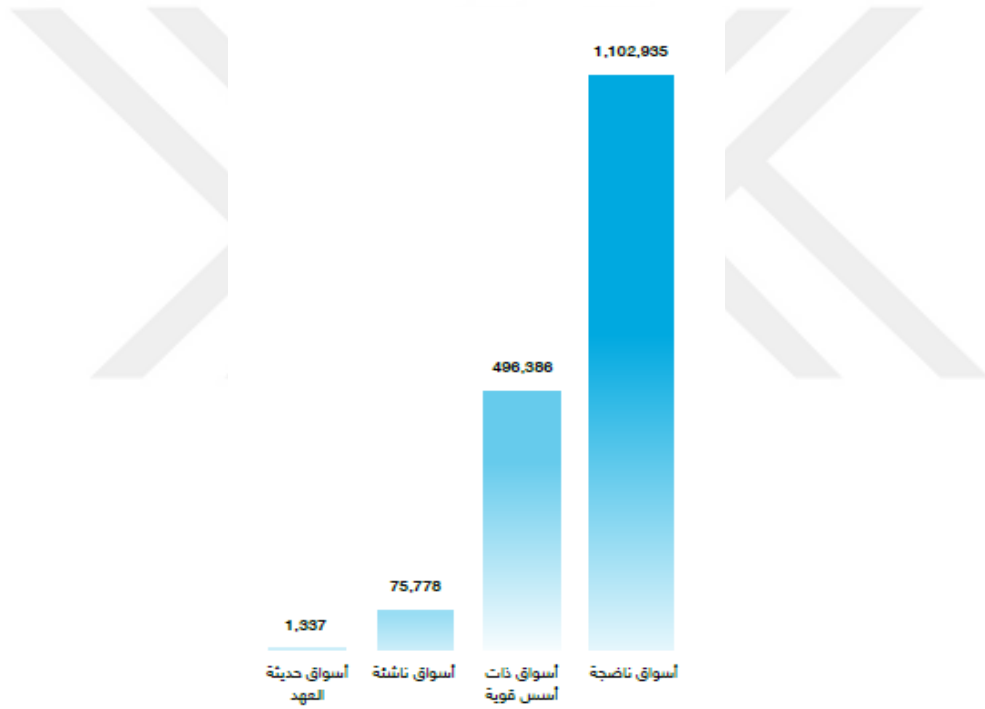
(54) مجدلاي، رنا، مؤسسة نايت فرانك، "تقرير صناديق الاستثمار العقارية، آراء متعمقة حول المملكة العربية السعودية الربع الثالث 2017م"، www.knightfrank.com.sa (20 نوفمبر 2017م)، 2.

(55) مجدلاي، رنا، مؤسسة نايت فرانك، "تقرير صناديق الاستثمار العقارية ، 2.

"وبلغت القيمة الرأسمالية لصناديق الاستثمار العقارية العالمية المتداولة 1.7 تريليون دولار أمريكي بنهاية عام 2016م، حيث يبين الرسم البياني رقم 1.1 أن الولايات المتحدة تهيمن على المشهد العالمي، حيث تستأثر بنسبة تفوق 60% من القيمة السوقية العالمية لصناديق الاستثمار العقارية"⁽⁵⁶⁾.

الرسم البياني 2.1 : القيمة الرأسمالية للسوق حسب الفئة

(مليون دولار أمريكي، نهاية عام 2016م)



المصدر: رنا مجدلائي، مؤسسة نايت فرانك، "تقرير صناديق الاستثمار العقارية، آراء متعمقة حول المملكة العربية السعودية الربع الثالث 2017"، 2.

(56) مجدلائي، مؤسسة نايت فرانك، "تقرير صناديق الاستثمار العقارية، آراء متعمقة حول المملكة

العربية السعودية الربع الثالث 2017م"، 2.

ويبين الجدول التالي تاريخ إنشاء صناديق الاستثمار العقارية في بعض الدول حسب التسلسل الزمني: (57)

الجدول رقم 2.2: تاريخ إنشاء الصناديق العقارية وعددها في أمريكا وبعض دول أوروبا وآسيا وفي جنوب أفريقيا.

النسبة المئوية من إجمالي أسواق الصناديق العقارية في العالم	القيمة السوقية لرأس المال (مليون دولار)	عدد الصناديق	تاريخ إقرار الصناديق	البلد
57.68 %	621294	163	1960	الولايات المتحدة
0.81 %	8745	5	1969	هولندا
8 %	86169	52	1971	أستراليا
4.5 %	48522	50	1994	كندا
0.83 %	8917	17	1995	بلجيكا
0.06 %	637	3	1999	اليونان
0.76 %	8237	25	1999	تركيا
5.98 %	64414	41	2000	اليابان
6.33 %	68193	37	2003	فرنسا
0.7 %	7492	16	2005	ماليزيا
0.52 %	5624	7	2013	جنوب إفريقيا

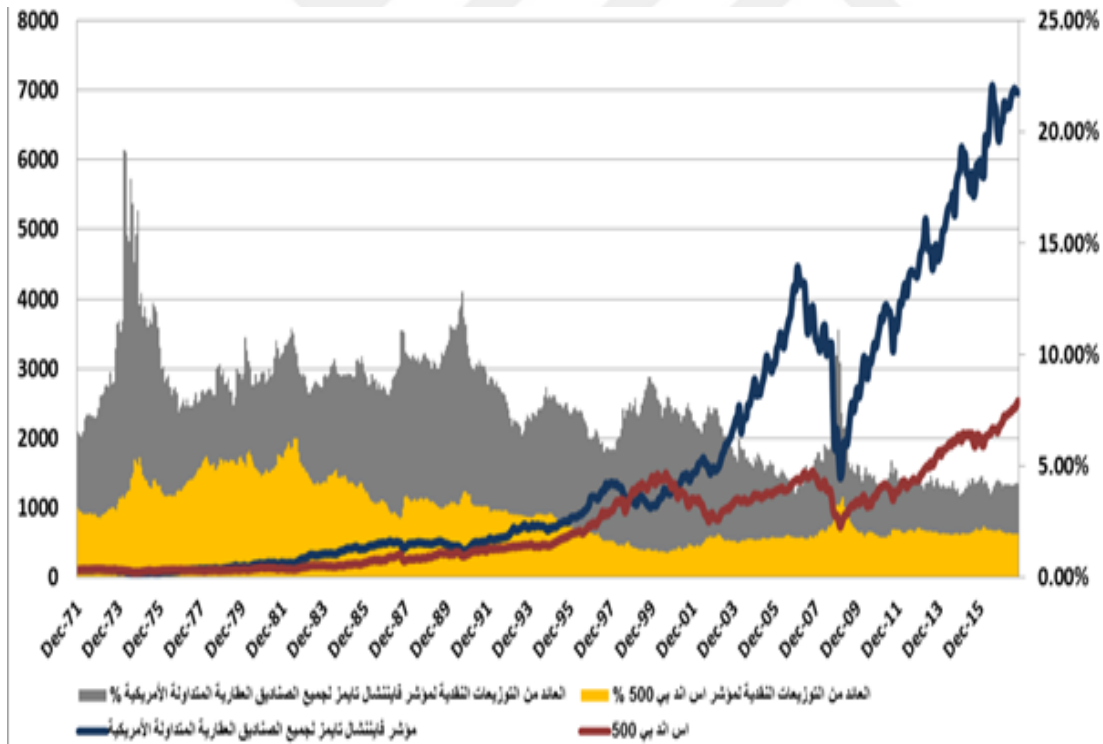
(57) العمراني، عبد الله، الصناديق العقارية في المملكة العربية السعودية: البيئة الاستثمارية والهياكل

الشرعية، د.ط، (السعودية: كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2014م)، 22.

المصدر: عبد الله العمراني، الصناديق العقارية في المملكة العربية السعودية: البيئة الاستثمارية والهياكل الشرعية. (السعودية: كرسي سابك لدراسات السوق المالية الإسلامية، 2014)، 22.

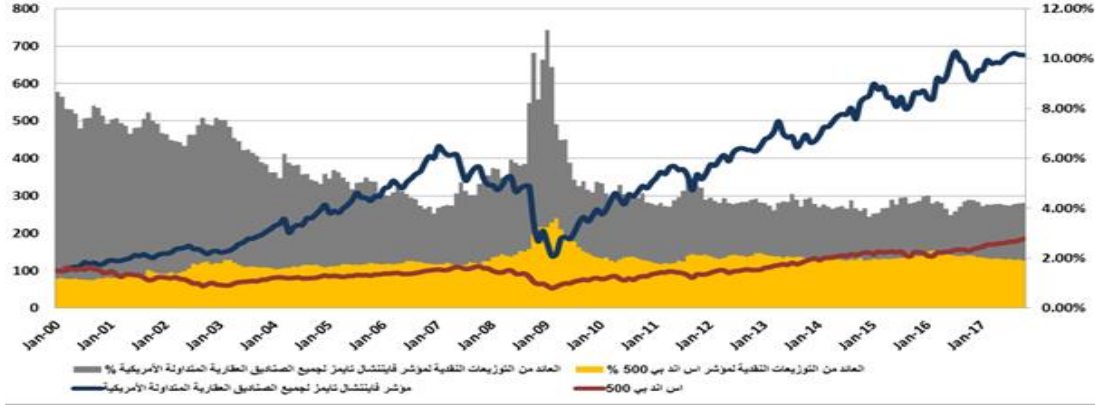
وبالنظر لأداء الصناديق العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية كونها الرائدة في هذا المجال نجد أن البيانات تشير إلى تحقيق هذه الصناديق عوائد أعلى مقارنة بالأسهم، وضمن مستوى تذبذب أقل على الرغم من عدم وجود أي ضمانات بشأن العائدات المستقبلية من قبل الصناديق العقارية.

الرسم البياني 3.1: مقارنة أداء مؤشر فايننشال تايمز لجميع الصناديق العقارية المتداولة الأمريكية منذ الإنشاء ومؤشر أي أند بي 500.



المصدر: تقرير صادر عن الاستثمار كابيتال عن صناديق الريتس بتاريخ ديسمبر 2017

الرسم البياني 4.1: مقارنة أداء مؤشر فايننشال تايمز لجميع الصناديق العقارية المتداولة منذ عام 2000 ومؤشر أي أند بي 500.



المصدر: تقرير صادر عن الاستثمار كاييتال عن صناديق الريتس بتاريخ ديسمبر 2017

2.2.5.1 أنواع صناديق الاستثمار العقاري:

- أ- صندوق الاستثمار العقاري المتنوع: الشركات أو الصناديق التي تحتوي على استثمارات في نوعين أو أكثر من العقارات، مثل الوحدات السكنية وكذلك المكاتب بأنواعها المختلفة والمحلات التجارية.
- ب- صندوق الاستثمار العقاري الصناعي: الشركات أو الصناديق التي تقوم بأعمال الاستحواذ، التطوير العقاري، التملك، التأجير، الإدارة، أنشطة تشغيلية للمستودعات بما يشمل الشركات العاملة في مجال التخزين الصناعي والمستودعات، والتوزيع بأنواعها المختلفة والمنشأ.
- ج- صناديق الاستثمار العقاري في المكاتب: الصناديق التي تستثمر في عمليات الاستحواذ والتطوير والتملك والتأجير والإدارة والعمليات التشغيلية للعقارات السكنية بما فيها المنازل الجاهزة ومساكن الطلاب.
- د- صناديق الاستثمار العقاري في قطاع التجزئة: الشركات أو الصناديق التي تستثمر في عمليات الاستحواذ والتطوير والتملك والتأجير والإدارة والعمليات التشغيلية للمركز التجاري، والمولات التجارية، ومراكز التسوق في الحي والمجتمع.

2.3 التكييف الشرعي للصناديق الاستثمارية:

2.3.1 التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار من حيث أساليب الاستثمار فيها:

2.3.1.1 صناديق المراجعة:

المراجعة لغةً: هي النماء في التجارة⁽⁵⁸⁾، وأعطى المال مراجعةً، أي على أن الربح بيني وبينه⁽⁵⁹⁾. وقال صاحب المصباح المنير: وبعته المتاع واشتريته منه مراجعةً إذا سميت لكل قدر من الثمن ربحاً.

إن ما يجري في صناديق المراجعة هو أن أموال المستثمرين المجتمعة فيها يشتري بها سلع ومن ثم تباع بالآجل فتتحول إلى ديون في ذمم المشترين لصالح المستثمرين في الصندوق الاستثماري⁽⁶⁰⁾ وقد تكون المراجعة بسيطة تنحصر العلاقة فيها على طرفيهما البائع والمشتري، أو قد تكون المراجعة مركبة تنحصر العلاقة فيها على ثلاث أطراف هم: البائع الأول والمأمور والامر بالشراء، وقد ذهب جمور الفقهاء المعاصرين إلى جواز هذه الصورة، وصدر به قرار مجمع الفقه الإسلامي⁽⁶¹⁾، وفتوى مؤتمر المصرف الإسلامي الأول والثاني⁽⁶²⁾، ولصناديق المراجعة ضوابط شرعية عديدة:

أ- "أن لا يكون الثمن في بيع المراجعة قابلاً للزيادة في حالة العجز عن السداد".⁽⁶³⁾

(58) ابن منظور، لسان العرب، الجزء 2. (بيروت: دار صادر)، 442.

(59) الأزهرى، تهذيب اللغة، الجزء 5. (بيروت: دار احياء التراث العربي، 2001)، 21.

(60) المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، 254.

(61) قرار رقم (2,3) الخاص بموضوع الوفاء بالوعد والمراجعة للامر بالشراء، مجلة المجمع، 1965/2/5.

(62) عبد الستار أبو غدة، الجوانب الفقهية لتطبيق عقد المراجعة في المجتمع المعاصر، ضمن بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، ج 1، 3.

(63) شبير، محمد، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، ط 6، (عمان: دار النفائس، 2006م)، 319.

ب- "أن يكون الوعد بين المأمور والآمر بالشراء غير ملزم ولا يقيد أحدهما بغيره أو وثيقة أو كفالة أو نحوها مما يفيد الإلزام، لأنه لو كان ملزماً لكان شبيهاً بعقد البيع، فيكون المأمور حينئذ قد باع ما لم يملك".⁽⁶⁴⁾

ج- "أن تكون السلعة مباحة غير محرمة فإن كانت كذلك حرم عقد المراجعة".⁽⁶⁵⁾

د- "أن تدخل السلعة المأمور بشرائها في ملكية المأمور وضمائه قبل مرحلة المعاقدة بينه وبين الآمر بالشراء، فلا يصح توقيع عقد المراجعة مع الآمر بالشراء قبل التعاقد مع البائع الأول لشراء السلعة موضوع المراجعة".⁽⁶⁶⁾

هـ- "أن يتم قبض السلعة من قبل المأمور قبضاً حقيقياً أو حكماً قبل بيعها للآمر بالشراء، مع الأخذ بعين الاعتبار أن قبض الأشياء يختلف بحسب أحوالها واختلاف الأعراف فيما يكون قبضاً لها".⁽⁶⁷⁾

و- إذا كان الثمن في المراجعة مؤجلاً فإنه يلزم أن تكون السلعة المباعة موضوع المراجعة حالية وليست مؤجلة حتى لا يكون من بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه.

ز- "أن لا يكون بيع المراجعة المركبة ذريعة للربا، بأن يقصد الأمر بالشراء الحصول على المال ويتخذ السلعة وسيلة لذلك، كان يكون الأمر بالشراء هو البائع الأول أو وكيله أو شريكه".⁽⁶⁸⁾

ح- "أن يتحمل المأمور مخاطر الصفقة منذ شرائها وحياتها حتى تنتقل ملكيتها إلى العميل ويجوزها".⁽⁶⁹⁾

(64) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، 830.

(65) خلف، فليح، البنوك الإسلامية، ط1، (عمان: عالم الكتب الحديث، 2008م)، 314.

(66) المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2015م، 253-254.

(67) المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 254.

(68) المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 254.

2.3.1.2 صناديق السلم:

عرف الفقهاء السلم بعدة تعريفات فالحنفية عرفوه بأنه "بيعٌ آجلٌ بعاجل".⁽⁷⁰⁾

وعرفه المالكية بأنه "بيعٌ يتقدم فيه رأس المال، ويتأخر المثلثن لآجل"⁽⁷¹⁾

وعرفه الشافعية بأنه "عقدٌ على موصوفٍ في الذمة ببدلٍ يعطى عاجلاً"⁽⁷²⁾

وعرفه الحنابلة بأنه "عقد على موصوفٍ في الذمة مؤجل بثلثن يقبض في مجلس العقد"⁽⁷³⁾

فالسلم عقدٌ مشروعٌ، فقد جاء في القرآن الكريم قوله تعالى:

﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ ﴾⁽⁷⁴⁾

وفي الحديث الشريف "عن ابن عباس رضي الله عنهما قال: قدم النبي صلى الله عليه وسلم المدينة وهم يسلفون في الثمار السنة والستين، فقال: من أسلف في تمر فليسلف في كيل معلوم، ووزن معلوم، إلى أجل معلوم".⁽⁷⁵⁾

تستثمر أموال صناديق السلم في عمليات التمويل للمشروعات الزراعية والصناعية وغيرها بأموال المستثمرين في الصندوق إلى أجل محدد حتى إذا حل الأجل استلم الصندوق

(69) حوى، أحمد سعيد، صور التحايل على الربا وحكمها في الشريعة الإسلامية، ط1، (بيروت: دار ابن حزم، 2007م)، 228.

(70) زين الدين ابن نجيم: البحر الرائق شرح كنز الدقائق، الطبعة 2، المجلد 6. (القاهرة: دار الكتب العربية الكبرى)، 168.

(71) الدردير، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير، ت محمد عليش، المجلد 3. (القاهرة: دار الكتب العربية الكبرى)، 195.

(72) النووي، روضة الطالبين وعمدة المفتين، المكتب الاسلامي، ط2. (بيروت، 1405 هـ، 3/4

(73) المرادوي، الإنصاف في معرفة الراجح من الخلاف على مذهب الامام أحمد، الجزء 5، 84 .

(74) سورة البقرة الآية 282

(75) صحيح مسلم، كتاب المساقاة، باب السلم، حديث رقم 3111.

الاستثماري منتجات تلك المشاريع يقوم ببيعها ويكون فرق السعر هو الربح الذي يتحصل عليه الصندوق، وتقوم هذه الصناديق بمعاملات السلم الثلاث إن كانت بشكلها البسيط أو السلم الموازي أو السلم المقسط حيث يعرف بيع السلم الموازي بأنه " أن يبيع شخصاً أو هيئة ما (المسلم) إلى طرف ثالث بضاعة - من نفس جنس ومواصفات ما أسلم فيه مع الطرف الثاني - بعقد سلمٍ آخر، فيتسلم منه رأس المال كاملاً في مجلس العقد، ويكون أجل تسليم المسلم فيه بعد أجل السلم الأول دون أن يوجد ارتباطاً بين عقدي السلم، وهكذا يكون هذا الشخص أو الهيئة مرةً مسلماً، ومرةً مسلماً إليه، وإذا تسلم هذا الطرف السلعة في عقد السلم الأول سلمها للمشتري في عقد السلم الثاني".⁽⁷⁶⁾ وهذا النوع من السلم جائز وبه صدرت فتوى ندوة البركة الثانية للاقتصاد الإسلامي⁽⁷⁷⁾، وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية⁽⁷⁸⁾.

أما عقد السلم المقسط فهو " أن يسلم شخص في جنسٍ واحدٍ على أن يتسلمه في آجالٍ متفاوتةٍ دوريةٍ كانت أو غير دوريةٍ عند كل أجلٍ منها مقداراً معلوماً".⁽⁷⁹⁾ وتوجد عدة ضوابط لجواز الاستثمار في صناديق السلم.⁽⁸⁰⁾

- أ- أن يتوافر في السلم الشروط التي ذكرها الفقهاء في البيع.
- ب- أن تتوافر الشروط في أركان السلم نفسه (الصيغة والمسلم ورأس المال والمسلم به).

(76) محمود أرشيد، الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية، ط2. (عمان: دار النفائس، 2006)، 114.

(77) عبد الستار أبو غدة، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، ندوة البركة الثانية، 36.

(78) المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية المعاصرة، المعيار الشرعي رقم (10)، 162.

(79) محمود أرشيد، الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية، 114.

(80) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، 940.

- ج- " ألا يجعل الدين رأس مالٍ للمسلم، لأن المسلم فيه دينٌ، فيكون من باب بيع الدين بالدين المنهي عنه " (81).
- د- ألا يشترط البائع شرطاً جزائياً على المشتري في حال تأخره في تسليم المسلم فيه لأنه ربا نسيئة.
- ه- ألا يبيع المشتري المبيع قبل قبضه، ولكن لا مانع من أن يعقد سلماً موازياً مستقلاً مع طرفٍ ثالثٍ ليبيعه سلعةً مطابقةً في الوصف السلعة التي اشتراها في السلم الأول وفي نيته استلام السلعة من السلم الأول وتسليمها للمشتري في السلم الثاني، وليس هذا من قبيل بيع المسلم فيه قبل قبضه.
- و- يجوز للمسلم استبدال المسلم به بشيءٍ آخر - غير النقد - بعد حلول الأجل سواءً كان المسلم فيه طعاماً أم غير طعام، وسواءً كان البديل من جنس المسلم فيه أم من غير جنسه، وذلك إذا تحقق شرطان: الأول أن يكون البديل صالحاً لأن يجعل مسلماً فيه لرأس مال السلم، لأن البديل سيحل محل المسلم فيه، والثاني ألا تكون القيمة السوقية للبديل أعلى من القيمة السوقية للمسلم فيه وقت التسليم.
- ز- " يلزم البائع تسليم المبيع بالصفات المتفق عليها المشتري عند حلول الأجل، كما يلزم المسلم قبول المسلم فيه إذا سلم له وفق الصفات المتفق عليها، بل يجبر على قبوله في حال امتناعه " (82).
- ح- إذا تعذر على المسلم إليه تسليم المسلم فيه عند حلول الأجل بسبب جائحةٍ أفسدته، أو لم يتوافر كله أو بعضه في الأسواق ونحو ذلك، فإن المسلم مخيرٌ بين أن ينظر إلى أن يوجد المسلم فيه، أو يفسخ العقد ويرجع برأس ماله وأن كان اعساراً فنظرةً إلى ميسرة.
- ط- " ألا يصدر المسلم صكوك سلمٍ قابلةً للتداول لأن تداولها من بيع الدين المحظور شرعاً " (83).

(81) المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية ، 159.

(82) المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، 161.

2.3.1.3 صناديق المشاركة:

تستخدم المصارف الإسلامية أسلوب المشاركة في العديد من المشاريع حيث تقوم بتقديم حصة في إجمالي التمويل اللازم لتنفيذ المشروع، بينما يشارك العميل بالجزء المتبقي بالإضافة إلى قيام الصندوق بإدارة عملية المشاركة والإشراف عليها ثم يقسمان الربح حسب المتفق عليه. وللمشاركة نوعان: مشاركة ثابتة وهي أن يشترك الشريكان بالعمل والمال وهي شركة العنان، وقد ثبتت مشروعية الشركة بالكتاب والسنة فقال تعالى " فهم شركاء في الثلث " وفي السنة ما يروى عن أبي هريرة رفعه إلى النبي صلى الله عليه وسلم قال: إن الله عز وجل يقول: " أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما صاحبه، فإذا خانته خرجت من بينهما"⁽⁸⁴⁾ ⁽⁸⁵⁾وقد أجمع الفقهاء على جوازها⁽⁸⁶⁾ ، أو مشاركة متناقصة "وهي شركة يتعهد فيها أحد الشركاء بشراء حصة الآخر تدريجياً إلى أن يملك المشتري المشروع بكامله"⁽⁸⁷⁾، وقد أجازته مؤتمر المصرف الإسلامي الأول بدبي⁽⁸⁸⁾، وقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي⁽⁸⁹⁾. أما بالنسبة لصناديق المشاركة فلها ضوابط شرعية هي:

أولاً: الضوابط الشرعية للمشاركة الثابتة:⁽⁹⁰⁾

(83) قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 85(2/9)، " السلم وتطبيقاته المعاصرة "، المؤتمر التاسع

لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، 1 - 6 أبريل 1995 (ابو ظبي: 1995)

(84) رواه أبو داود والحاكم وصحح إسناده.

(85) سورة النساء ، الآية 12

(86) ينظر في شركة العنان: السمرقندي ، تحفة الفقهاء 3 / 7. ابن رشد، بداية المجتهد 2/189.

الشريبي، مغني المحتاج 2/218، البهوتي، شرح منتهى الإرادات 2/207.

(87) المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية ، 206.

(88) عز الدين خوجة ، أدوات الاستثمار الإسلامي ، 108-109.

(89) القرار رقم 136(5/2) بشأن المشاركة المتناقصة وضوابطها الشرعية ، مجلة المجمع 15/646.

(90) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، 861-862.

- أ- أن يكون المعقود عليه قابلاً للوكالة ليتحقق مقصود الشركة وهو الاشتراك في الربح.
- ب- أهلية الشركاء للتوكل والتوكيل، لأن كل واحدٍ من الشركاء أصيلٌ عن نفسه ووكيلٌ عن شريكه.
- ج- أن يكون رأس مال الشركة معلوماً حاضراً يمكن التصرف فيه، لأن مقصود الشركة الربح، وهو لا يكون إلا بالتصرف، والتصرف لا يمكن بالدين والمال الغائب.
- د- الأصل أن يكون رأس مال الشركة نقوداً غير أن بعض الفقهاء أجازوا الشركة بالعروض بشرط تقويمها بالنقد عند المشاركة .
- هـ- أن يكون الربح جزءاً مشاعاً معلوماً معيناً، إذ لو كان معيناً لربما أدى إلى قطع الشركة من الربح وهو لا يجوز ويكون العقد فاسداً.
- و- أن يكون الربح بين الشركاء حسب المتفق عليه بينهم، أما الخسارة فتوزع عليهم بحسب مساهمتهم في الشركة.
- ز- " يد الشريك يد أمانة في أموال الشركة، ولا يجوز أن يشترط على الشريك ضمان رأس مال شريكٍ آخر"⁽⁹¹⁾

ثانياً: الضوابط الشرعية للمشاركة المتناقصة

- أ- أن تتوافر في المشاركة المتناقصة الشروط التي ذكرت آنفاً في المشاركة الثابتة.
- ب- ألا تكون المشاركة المتناقصة مجرد عملية تمويلٍ بقرض، بل لا بد من وجود الإرادة الحقيقية للمشاركة، وأن يتحمل جميع الأطراف الربح والخسارة.
- ج- أن يمتلك المشارك حصته في المشاركة ملكاً تاماً، وأن يتمتع بحقه الكامل في الإدارة والتصرف وفي مراقبة الأداء ومتابعته في حالة توكيله الشريك بالعمل.
- د- ألا يضمن عقد المشاركة المتناقصة شرطاً يقضي برد الشريك إلى المصرف كامل حصته في رأس المال، ورد ما يخصه من أرباح لما في ذلك من شبهة الربا .
- هـ- ألا تتضمن المواعيد السابقة لعقود البيع المتتالية لحصة الممول إلى العميل تحديداً للثمن، إذ لو تضمنت ذلك لكانت المواعدة الملزمة على إبرام كل واحدٍ من تلك

(91) المعايير الشرعية للمؤسسات الإسلامية، 197.

العقود بيعاً مضافاً إلى المستقبل في صورة وعدٍ ملزمٍ من الجانبين ، وهو غير جائزٍ شرعاً.

و- أن تبرم العقود الموجودة في المشاركة المتناقصة بشكلٍ متتالي ومنفصل، إذ لو أبرمت دفعةً واحدةً عقب المواعدة لأدى ذلك إلى محظوراتٍ شرعيةٍ كالبيع المضاف إلى المستقبل، وكبيع من لا يملك من الأعيان، وكالبيع بثمنٍ مجهول.

ز- لا بد من اشتراك الممول والعميل في ضمان الخسارة حال وقوعها بحسب حصصهم في الملك لئلا تكون المشاركة المتناقصة حينئذ حيلةً للقرض الربوي.⁽⁹²⁾

ح- إذا تم الاتفاق على شراء الشريك حصة المصرف تدريجياً، فإنه يجب تقدير الحصة بقيمتها السوقية يوم البيع لا بالقيمة الاسمية، وإلا كان من ضمان رأس مال المشاركة وهو محرم.

ط- يشترط أن تكون المواعدة التي بين المصرف والعميل غير ملزمة، فلا يلزم المصرف بالبيع، ولا العميل بالشراء، وإلا كانت من قبيل بيع ما لا يملك.

ي- لا تنتقل ملكية المشروع من الممول إلى الشريك إلا بعقدٍ مستقلٍ بعد الوفاء بالتزاماته.

ك- أن يكون محل عقد المشاركة المتناقصة مباحاً، فيبرم على أمرٍ قد أباحه الشارع سواء كان نشاطاً تجارياً أم صناعياً أو حرفياً.

ل- ألا يشترط أحد الطرفين مبلغاً مقطوعاً من الأرباح لئلا يؤدي إلى قطع الشركة في الربح.

م- يجب أن يكون الجزء المقتطع لمواجهة مخاطر الاستثمار مقتطعاً من نصيب الشركاء في عائد الربح حسب نصيب كل شريك، أو حسب ما يتفق عليه .

ن- ألا يشترط تحمل أحد الشريكين وحده مصروفات التأمين أو الصيانة وغيرها بحجة أن محل المشاركة سيؤول إليه.

(92) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، 863-864.

س- ألا يقتطع الممول جزءاً مالياً من طالب التمويل بشكلٍ كليٍّ كأخذ ضمانات أو رهونات لما فيه من شبهة القرض، وهو معرض لحقيقة الشركة من جعل كافة الشركاء مشتركين في الربح والخسارة.

تنتهي الشركة بإنتهاء مدتها أو قبل ذلك إذا ما اتفق عليه الشركاء، أو بالتنضيف الحقيقي للموجودات حين المشاركة بصفقة معينة، أو بالتنضيف الحكمي.⁽⁹³⁾

2.3.1.4 صناديق التأجير:

الأجر يطلق على الجزاء على العمل، ويطلق أيضاً على الثواب.⁽⁹⁴⁾ والأجرة: الكراء، وهي: العوض المسمى في عقد الإجارة⁽⁹⁵⁾ والتأجير اصطلاحاً: تملك المنافع بعوض.⁽⁹⁶⁾

وبتعريف جامع هي: عقدٌ على منفعة معلومة مباحة من عينٍ معينة أو موصوفة في الذمة، مدة معلومة أو عملٌ معلومٌ بعوضٍ معلوم.⁽⁹⁷⁾

وقد ثبت جوازه في الكتاب والسنة والإجماع فقد قال تعالى " قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَأْجِرْهُ ۖ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِيرُ " .⁽⁹⁸⁾ وقوله تعالى " فَإِنْ أَرْضَعْنَ لَكُمْ فَآتُوهُنَّ أُجُورَهُنَّ " ⁽⁹⁹⁾

(93) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، 863-864.

(94) أبو الحسن المرسي، المحكم والمحيط الأعظم، ت عبد الحميد هندراوي، ط1، ج7. (بيروت: دار الكتب العلمية، 2000)، 484.

(95) البعلي، المطلع على أبواب المقنع، ت محمد الادلي، (بيروت: المكتب الاسلامي، 1981)، 48.

(96) الجرجاني، التعريفات، ت ابراهيم الايباري، ط1. (بيروت: دار الكتاب العربي، 1984)، 23.

(97) البهوتي، شرح منتهى الإيرادات المسمى دقائق اولي النهي لشرح المنتهي، ط2. ج2 (بيروت: عالم الكتب، 1996)، 241.

(98) سورة القصص الآية 26

(99) سورة الطلاق الآية 6

وفي السنة الشريفة: " ما رواه أبو هريرة عن النبي صلى الله عليه وسلم قال: "قَالَ اللَّهُ: ثَلَاثَةٌ أَنَا حَصْنُهُمْ يَوْمَ الْقِيَامَةِ، رَجُلٌ أَعْطَى بِي ثُمَّ غَدَرَ، وَرَجُلٌ بَاعَ حُرًّا فَأَكَلَ ثَمَنَهُ، وَرَجُلٌ اسْتَأْجَرَ أَجِيرًا فَاسْتَوَى مِنْهُ وَمَنْ يُعْطِهِ أَجْرَهُ" (100) كذلك فقد أجمعت الأمة منذ عصر الصحابة على جواز التأجير. (101)

في صناديق التأجير يقوم مدير الصندوق بشراء أصول من عقارات ونحوها، ومن ثم القيام بتأجيرها، فيكون المستثمر في صندوق التأجير هنا يمتلك جزءاً مشاعاً من هذه الأصول، وما ينتج عنها من نقود وديون ومنافع، وعليه فيباح له بيع وحداته بمثل قيمتها الحقيقية أو دون ذلك أو أكثر منه سواء قبض الثمن أم لم يقبضه، لأن العبرة بنشاط الصندوق الاستثماري، والنشاط هنا استثمار. وعقود التأجير عقود جائزة، قد ثبت جوازها بالكتاب والسنة والإجماع.

2.3.1.5 صناديق الاستصناع:

" حيث تستثمر أموال صناديق الاستصناع في تمويل المشاريع الضخمة، وذلك لشراء آلاتٍ ومبانٍ ونحوها استصناعاً، ثم إذا قبض الصندوق الاستثماري تلك الآلات والمباني أعاد بيعها بثمن أعلى، ويكون فرق السعرين هو الربح الذي يتحصل عليه الصندوق، ويكون المستثمر مالكاً جزءاً مشاعاً من الآلات والمباني وشيئاً من النقود والديون المتحصلة منها، والعبرة بنشاط الصندوق الاستثماري، وعليه يحل تداول وحدات الصندوق" (102)

في الاستصناع " يلتزم البائع بتقديم المبيع بأوصافٍ معينة، ويظهر من هذا الالتزام أن المبيع في الاستصناع يكون في ذمة البائع، ونتيجة لهذا الالتزام في الذمة فإن المبيع يجب أن يكون محدد المواصفات، والمبيع المصنوع بمواد من الصانع مثل المواد الأولية التي يصنع منها المبيع،

(100) أخرجه البخاري في صحيحه، كتاب الأجرة ، باب من منع أجر الأجير ، رقم 2150،

792/2.

(101) الكاساني، بدائع الصنائع 4/174، الأم للشافعي، 4/25. المغني لابن قدامة 6/8.

(102) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، 971.

وكل ما يحتاجه الصانع من مواد أساسية أو كمالية يجب أن يقدمها البائع للصانع من عنده، تكون مملوكة لديه أو يشتريها من ماله من جهاتٍ أخرى⁽¹⁰³⁾

ويذهب الشافعية والمالكية والحنابلة على أن الاستصناع نوع من أنواع السلم لذا فهي تشترط له شروط السلم أما الحنفية فإنهم يجعلون الاستصناع نوعاً مستقلاً من السلم له أحكامه التي تخصه، ومن ثم جعلوا له شروطاً لجوازه ومن شروطه:

- أ- بيان جنس المستصنع، ونوعه، وقدره، وصفته بوصفه مبيعاً فلا بد من معرفته.
- ب- أن يكون مما يجري فيه التعامل بين الناس، وذلك لأن هذا البيع جاء على خلاف القياس، وإنما أجاز استحساناً لتعامل الناس به .
- ج- يجب ألا يتضمن العقد أجلاً محددًا، لأنه يتضمنه الأجل يصبح سلماً وليس استصناعاً⁽¹⁰⁴⁾
- د- إن مادة الصنع والعمل من الصانع فلو كانت من المستصنع لكانت إجارة لا استصناعاً⁽¹⁰⁵⁾.
- هـ- أن يكون الثمن معلوماً، لأنه أحد العوضين في معاوضة وغالباً ما يؤدي الجهل به إلى التنازع والخصام بين الطرفين .

(103) فتيحة كحلي، "تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة تجارب بعض الدول العربية" (رسالة ماجستير لم تنشر. جامعة حسية بن بوعلي. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2011)، 65.

(104) قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الاسلامي وأثرها على الأسواق المالية، ط1. (دمشق: دار رسلان، 2006)، 150.

(105) الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، 4/5.

" ومن الطبيعي أن يحسب الصانع في ثمن المبيع تكلفة مواد الصنع المستخدمة، بالإضافة إلى جهده وعمله، ويدفع الثمن حسب الإتفاق عند التعاقد أو بعد التسليم أو في أجلٍ محددٍ، فالثمن لا يجب تعجيله في الاستصناع، ويتعامل بصيغة الاستصناع من خلال أسلوبيين"⁽¹⁰⁶⁾

أولاً: باعتباره مستصنعاً

يمكن للصندوق في تعامله مع عملائه أن يكون طالباً لمنتجاتٍ صناعيةٍ ذات مواصفاتٍ خاصة، فيقوم بإجراء التعاقد مع الشركات والمؤسسات الصناعية والحرفية من أجل شراء تلك السلع والمنتجات التي يتسلمها في موعد محدد في المستقبل، فالصندوق هنا هو المشتري المستصنع، وهو يمارس بهذه الصيغة تمويل عملائه بصفتهم جهاتٍ صانعةٍ يوفر لهم الموارد المالية اللازمة عبر شراء منتجاتهم الصناعية إذ تدخل تلك المصنوعات في ملكية الصندوق، ولهذا يحق له التصرف فيها بعد ذلك إما بالإتجار المباشر بنفسه، أو من خلال توكيل الغير.

ثانياً : باعتباره صانعاً

يمكن للصندوق في تعامله مع عملائه من الأفراد والشركات أن يلعب دور الصانع في عقد الاستصناع، وذلك في حالة توجه هؤلاء المساهمين للصندوق لشراء منتجاتٍ صناعيةٍ ذات مواصفاتٍ محددةٍ بثمنٍ مؤجلٍ لعدم قدرتها على توفير الأموال اللازمة حالياً، ففي هذه الحالة يقوم الصندوق بتمويل مساهميه بصفتهم جهات مستصنعة، وهو الجهة الصانعة⁽¹⁰⁷⁾.

(106) صافية أحمد أبو بكر، " صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها " ، المؤسسات المالية الإسلامية : معالم الواقع وآفاق المستقبل، ١٥-١٧ مايو ٢٠٠٥ (الامارات :جامعة الامارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون،2005): 846 – 849.

(107) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، 96

2.3.2 التكيف الشرعي لصناديق الاستثمار من حيث مكونات الاستثمار

يتم التعامل في الصناديق الاستثمارية غالباً بالسندات والأسهم والسلع، ونظراً لوجود التشابه لدى البعض بين هذه الأدوات لا بد من التفريق بينها حتى نفهم طبيعة هذه الأدوات وخصائصها المميزة .

2.3.2.1 صناديق الاسهم:

"صناديق الأسهم هي الصناديق التي تقوم باستثمار الأموال في شكل شركة مساهمة مشتركة، حيث يتم تحصيل الأرباح أصلاً من الأرباح المحققة من بيع وشراء الأسهم عند زيادة أسعارها، كما تحصل على الأرباح أيضاً من عوائد الأسهم المستثمر فيها"⁽¹⁰⁸⁾ وتوجد عدة أنواع للأسهم التي يتم التعامل بها في هذه الصناديق وهي من حيث الشكل إما أن تكون أسهم إسمية " وهي التي تصدر باسم مالكةا، ويتداول هذا السهم عن طريق القيد في سجل الشركة، ويؤشر على الأسهم بما يفيد نقل الملكية باسم من انتقلت إليه، وهذه الأسهم تحمل اسم صاحبها المساهم، وتثبت الملكية له، وهذا هو الأصل في الشركة شرعاً لأن الشريك هو الذي ساهم في الشركة بتقديم حصة فيها، فهو الذي يملك الأسهم، وهو الذي له الحق في أن تحمل الصكوك المثبتة لحقه اسمه"⁽¹⁰⁹⁾ أو أن تكون أسهم إذنية وهي " وهي الأسهم التي تقتن بشرط الإذن، ويتداول هذا السهم بطريق التظهير أي بكتابة على ظهر السهم تفيد نقل ملكيته للمظهر إليه، وهذا النوع من الأسهم لا مانع منه شرعاً لأن هذه الأسهم تكون محددة بمعرفة الشريك الأول فالجهاة منتفية، ولا يقضى تنقلها إلى منازعة أو ضرر، والأمر في حقيقته نقل ملكية من مالك إلى آخر بالبيع أو التنازل، وهذا جائز شرعاً"⁽¹¹⁰⁾

(108) سمير رضوان، أسواق الاوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، 305-307.

(109) دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية، 229.

(110) المصدر السابق، 229.

أو أن تكون الأسهم لحاملها " وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم المساهم، وإنما يذكر فيه أن السهم لحامله، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة"⁽¹¹¹⁾، "ونظراً لإندماج الحق مع السهم فإن هذه الأسهم تعتبر من المنقولات المادية، والتي ينطبق بشأنها قاعدة الحيابة في المنقول سند الملكية"⁽¹¹²⁾

" وذهب مجمع الفقه الإسلامي الدولي إلى جواز اصدار هذا النوع من الأسهم باعتبار أن المبيع في السهم لحامله هو حصّة شائعة في موجودات الشركة، وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصّة"⁽¹¹³⁾

ويرى الباحث أن ما ذهب إليه مجمع الفقه الإسلامي هو الراجح لتشابهها مع النقود الورقية حيث إنّها كانت بدايةً عبارة عن صكوك لحاملها تدفع له قيمتها ذهباً حيث إن سر قبول الأوراق المالية ثقة الناس بها لعدة عوامل منها اطمئنان الناس لسلطة الإصدار، والتعهد بتسليم حاملها ما سجل عليها وقت الطلب لأن جميعها مغطى بالذهب، كذلك هذه الأسهم يقع عليها ما يقع على الأوراق النقدية مضافاً إليها جهات رقابية أخرى حكومية وغير حكومية يخضع لها التعامل بهذه الأسهم، وأن الطرح من الشركة يمثل الإيجاب ودفع حامل السهم للقيمة يمثل القبول، وهذا ما يتم في تداول الأسهم في البورصة حيث لا تتم معرفة مشتري الأسهم من إدارة الشركة أو مؤسسيها.

أما من حيث الحقوق فهناك الأسهم العادية " وهي التي ينعقد لمالكها الحق في اقتسام الأرباح المحققة بعد دفع التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة وقبل صرف أرباح الأسهم المؤجلة"⁽¹¹⁴⁾ جائزة شرعاً ما لم تكن الشركة المصدرة لهذه الأسهم تتعامل بالربا أو في المحرمات.

(111) ثروت حبيب، دروس في القانون التجاري، (القاهرة: مطبعة جامعة القاهرة، 1981)، 490.

(112) رضوان أبو زيد، شركات المساهمة وفقاً لأحكام القانون رقم 159 لسنة 1981 والقطاع العام، (بيروت: دار الفكر العربي، 1983)، 105،

(113) قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 63(7/1)، " الأسواق المالية الأسهم، الاختيارات، السلع، بطاقة الائتمان"، المؤتمر السابع لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، 9-14 مايو 1992(جدة: المملكة العربية السعودية، 1992).

وكذلك الأسهم الممتازة وهي الأسهم التي تتمتع ببعض مزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية، وهذا النوع من الأسهم يجرمه الاسلام لما فيه من إخلال بقاعدة المساواة بين الشركاء في الربح وتحمل الخسارة والتي أوجبها الفقهاء بالإجماع.

أما من حيث الاستهلاك فهناك أسهم رأس المال وهي " الأسهم التي لم تستهلك قيمتها بعد إذ تمثل جزءاً في رأس مال الشركة لم يسترده المساهم بعد، والأصل أن الأسهم لا تستهلك طالما الشركة ما زالت قائمة، ومن حق الشريك تبعاً لذلك البقاء في الشركة إلى أن تنقضي"⁽¹¹⁵⁾ وهذه الأسهم تمثل الصورة العادية المألوفة للأسهم وهي جائزة شرعاً .

وهناك أسهم التمتع وهي " الأسهم التي تمنح للمساهم الذي استهلك أسهمه في رأس المال أثناء حياة الشركة، وهذه الأسهم قابلة للتداول، كما أنها تمنح صاحبها حق حضور جلسات الجمعية العمومية، والحصول على الأرباح دون أن يكون لها حق في موجودات الشركة عند التصفية"⁽¹¹⁶⁾ وأسهم التمتع لا تجوز شرعاً إلا في صورة واحدة: أن يتم استهلاك الأسهم لجميع المساهمين دفعة واحدة أو على دفعات متتالية بنسبة معينة من جملة ما يمتلكه كل شريك ودونما تمييز"⁽¹¹⁷⁾.

2.3.2.2 صناديق السندات:

كما ذكرنا سابقاً فإن الاستثمار في صناديق السندات يهدف إلى الحد من مخاطر الصندوق مع تحقيق عائد ثابت محدد مسبقاً وفق شروط السندات المستثمرة بالصندوق وقد أجمع الباحثون أن كل زيادة على قرض يقع ضمن الربا، فإذا نظرنا إلى السندات لوجدنا أنها قروض، والعلاقة بين حاملها ومصدرها علاقة مقرض بمقترض، وهذا هو قرار مجمع

(114) دوابه، الصناديق الاستثمارية في البنوك الإسلامية، 232.

(115) الشريبي، مبادئ القانون التجاري، 122.

(116) المرجع السابق، 122.

(117) دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية، 235.

البحوث الإسلامية ومجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة مؤتمر العالم الإسلامي، ونرفق هنا بعض قرارات المؤتمرات والجامع الفقهية الخاصة بالسندات :

- فتوى المؤتمر الثاني لمجمع البحوث الإسلامية المنعقد بالقاهرة عام 1385 هـ - 1965 م وهذا نصها: (118)

1. الفائدة على أنواع القروض كلها ربا محرم لا فرق ذلك بين ما يسمى بالقرض الاستهلاكي وما يسمى بالقرض الإنتاجي، لأن نصوص الكتاب والسنة في مجموعها قاطعة في تحريم هذين النوعين.

2. كثير الربا وقليله حرام كما يشير إليه الفهم الصحيح لقوله تعالى " يا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ " (119)

3. الإقراض بالربا محرم لا تبيحه حاجة ولا ضرورة والاقتراض بالربا محرم كذلك، ولا يرتفع إثمه عن المقرض إلا إذا دعت إليه الضرورة ، و كل امرئ متروك لدينه في تقدير ضرورته.

- قرارات المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي بمكة المكرمة في دورته السابعة سنة 1404 هـ حول سوق الأوراق المالية والبضائع والتي جاء فيها: (120)

إن العقود العاجلة والآجلة على سندات القروض بفائدة بمختلف أنواعها غير جائزة شرعاً لأنها معاملات تجري بالربا المحرم .

- قرارات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة في دورة انعقاد مؤتمره الثاني بجدة عام 1985 وجاء فيها: (121)

(118) المؤتمر الثاني لمجمع البحوث الإسلامية في الأزهر، (القاهرة: مايو 1965) .

(119) سورة آل عمران الآية 130

(120) قرارات المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي، الدورة السابعة سنة 1984م، (مكة المكرمة : 1984)، 123.

(121) قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، منظمة التعاون الإسلامي، المؤتمر الثاني 1985 (جدة: مطبوعات مجمع الفقه الإسلامي، 1985): 22-23.

أن كل زيادةٍ أو فائدةٍ على الدين الذي حل أجله، وعجز المدين عن الوفاء به مقابل تأجيله، وكذلك الزيادة أو الفائدة على القرض منذ بداية العقد، هاتان صورتان ربا محرّم شرعاً.

القرار رقم 6/11/62 الصادر عن مجمع الفقه الإسلامي بجدة في مؤتمره السادس سنة 1410 هـ بشأن السندات وهذا نصه: (122)

إن السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع دفع فائدةٍ منسوبةٍ إليه أو نفعٍ مشروطٍ محرّم شرعاً من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروضٌ ربويةٌ سواء كانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهاداتٍ أو صكوكاً استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الملتزم بها ربحاً أو ريعاً أو عمولةً أو عائداً.

2.3.2.3 صناديق السلع:

صناديق السلع فهي: صناديق يتمثل نشاطها الأساسي في شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، ففي هذا النوع من الصناديق يتم استخدام الأموال المكتسبة في شراء السلع المختلفة من أجل إعادة بيعها، وتشكل أرباح هذا البيع دخل الصندوق والذي يوزع على المكتسبين بنظام النسب، ويتم استخدام عقود البيوع المختلفة في تداول السلع مثل بيع المراجحة والسلم والاستصناع، وحتى تتوافق صناديق السلع مع أحكام الشريعة الإسلامية فإن هناك عدداً من الضوابط التي يجب مراعاتها والتي تتمثل فيما يلي:

أ- أن تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل، ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل أو المراجحة أو السلم، وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع العالمية.

ب- أن تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا صورية، بحيث يقع البيع على سلعة موجودة فعلاً ويتحقق للطرفين القبض الذي هو أساس صحة البيع.

(122) الدورة السادسة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، منظمة التعاون الإسلامي، مجلة مجمع الفقه

الإسلامي، م2، ع6، (1990): 1725 .

ج- يجب تحديد سعر السلعة لكلا الجانبين، فإذا لم يتحدد سعر السلعة، أو ترك لأي حدث محدد لا يعتبر البيع جائزاً كما يجب أن تكون السلع مملوكة من قبل البائع في وقت البيع، فلا يجوز لشخص أن يبيع سلعةً قبل أن يملكها.

الفصل الثالث: الصناديق العقارية الإسلامية خصائصها، إدارتها، مخاطرها

مع تزايد حجم الاستثمارات في المجال العقاري، ظهرت الحاجة إلى تنظيم قانوني وهيكلية شرعي وتسويقي متطور، يواكب كل ما هو جديد في عملية الاستثمار العقاري، هذا التنظيم الذي مر بمراحل عدة ما بين العلاقات الناشئة عن أعمال الاستثمار العقاري وما يرتبط بها، وما لحق ذلك من وضع قواعد قانونية خاصة في مجال التشييد والبناء، وملكية الأراضي والعقارات، وتنظيم المهن التي تدخل تحت مظلة الاستثمار العقاري بالمعنى الواسع، إلى أن وصلت إلى ما يسمى بالصناديق الاستثمارية العقارية.

وسنستعرض في هذا الفصل ما يتعلق بالصناديق الإسلامية العقارية، بدايةً من العقار والاستثمار العقاري وخصائصهما وميزاتهم، ثم سنتطرق بعدها إلى الصناديق العقارية التقليدية (المتداولة أو غير المتداولة)، والصناديق العقارية الإسلامية (المتداولة أو غير المتداولة) وإدارتها، والقوانين المنظمة للعمل فيها من خلال اللوائح التنفيذية التي أقرتها الجهات المختصة.

وأيضاً نتعرض في هذا الفصل للمخاطر الناشئة عن هذا النوع من الاستثمارات، حيث نلاحظ أحجام بعض المستثمرين عن الخوض في هذا النوع من الاستثمار، لعدم المعرفة الكافية بالمخاطر المتعلقة به، وكذلك تفاصيل عمل الصناديق والعلاقات بين الأطراف المشكلة له من مؤسسين وإدارة، وأطراف أخرى متعلقة بأداء الصندوق من هيئات استشارية ومطورين ومسوقين و... الخ.

وكان لابد من إدراج مبحثٍ يغطي بشكل مختصر أنواع البيوع المستحدثة المختلفة، لما له من ارتباط وثيق بالواقع الحالي من حيث الدفع النقدي أو المؤجل، والمواصفات والضمانات، وما إلى ذلك.

3.1 العقار: تعريفاته، خصائصه، مزاياه.

3.1.1 تعريف العقار، الاستثمار العقاري، الصناديق العقارية:

تعريف العقار لغةً: "العقار الضيقة، وهي العقار والدور، وسميت ضياعاً لأنها تضيع إذا ترك تعهدتها وعمارتها"⁽¹²³⁾، والنخل والأرض ونحو ذلك، يقال ما له دارٌ ولا عقار، "وقيل في المصباح المنير: العقار كل ملكٍ ثابتٍ له أصل"⁽¹²⁴⁾ حتى أنه يسمى بغير المنقول.

تعريف العقار في الاصطلاح الفقهي: هو المال الثابت الذي لا يمكن نقله وتحويله إلى مكان آخر دون أن تتغير هيئته كالأرض والبناء، مع ملاحظة أن هذا التعريف هو للعقار في عرف فقهاء السلف.

أما في الوقت الحالي فالعقار اصطلاحاً: الأراضي، وما اتصل بها من بناءٍ وغيره.

و يعرف العقار قانوناً: "بأنه كل شيء يمثل أصلاً مستقراً وثابتاً في موقعه مما يؤدي إلى عدم قابليته للانتقال من موقعٍ إلى آخر دون تعرضه للتلف".⁽¹²⁵⁾

أما تعريف النشاط العقاري: "فهو شراء وبيع وتطوير الأراضي والمباني السكنية وغير السكنية".⁽¹²⁶⁾

(123) الزبيدي، تاج العروس من جواهر القاموس، تحقيق عبد العليم الطحاوي، د.ط، الجزء 21،

(الكويت: مطبعة حكومة الكويت، 1984م)، 433.

(124) المصدر السابق، الجزء 13، 110.

(125) فريدة، مزياني، "دور العقار في التنمية المحلية"، دفا تر السياسة والقانون، العدد 6، (الجزائر: جامعة الحاج لخضر باتنة، 2012م)، 49.

(126) مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، (يناير 2009م)، 24.

تعريف الاستثمار العقاري: "هو استثمار المؤسسة المالية لأموالها، أو أموال عملائها في موجودات عقارية أو في شراكة في العقار لأغراض تجارية لتحقيق أرباح من التطوير العقاري أو للاستفادة من فروق الأسعار".⁽¹²⁷⁾

تعريف الصناديق العقارية: يُعرف صندوق الاستثمار العقاري في المادة الثانية من لائحة صناديق الاستثمار العقاري السعودي بأنه: "برنامج استثمار عقاري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جمعياً في أرباح البرنامج، ويديره مدير الصندوق مقابل رسوم محددة".⁽¹²⁸⁾

ويعرف في لائحة صناديق الاستثمار العقاري المصري بأنه: وعاء استثماري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرص للمستثمرين فيه بالمشاركة جمعياً في الاستثمار في المجالات العقارية المختلفة.

3.1.2 خصائص العقار، السوق العقارية، الاستثمار العقاري:

3.1.2.1 خصائص العقار:

أ- "موقعه الثابت المستقر، فالأرض غير قابلة للنقل بتاتاً، وكذلك ما عليها من إنشاءات، إذ ليس من الممكن نقلها دون إتلافها، وهذا ما أكسب العقار صفة المحلية"⁽¹²⁹⁾ ولذلك يسمى بغير المنقول.

ب- أسعار العقار بوجه عام تتجه إلى الارتفاع دوماً في الأجل الطويل، وهناك عدة عوامل تسبب هذا الارتفاع وتعززه في الأجل الطويل وهي باختصار:

⁽¹²⁷⁾ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، 24.

⁽¹²⁸⁾ اللائحة التنفيذية لصناديق الاستثمار العقاري في السعودية الصادر عن مجلس هيئة السوق المالية بتاريخ 2006/12/24م، 5.

⁽¹²⁹⁾ الخرافي، عبد المحسن يوسف الناصر، "الاستثمار العقاري في الاقتصاد الإسلامي"، (رسالة ماجستير لم تنشر، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 1989م)، 29.

1. النمو السكاني.
 2. ازدياد الدخل.
 3. نمو شبكات الطرق الرئيسية و الفرعية.
 4. تزايد توطن الصناعة على أطراف المدن، وما يؤدي إليه ذلك من زيادة الاستخدام السكاني والتجاري والترفيهي للأرض حول المدن.
 5. التجديدات في المدن، وخصوصاً في مراكزها والتي تكون غالباً قديمة.
 6. زيادة المرتبات ومكافآت التقاعد، وتحسن دخولهم من مصادر دخلٍ أخرى.
 7. "ازدياد ثقافة الفرد، واطلاعه على مجال الاستثمار العقاري وطرقه ومزاياه".⁽¹³⁰⁾
- ج- فردية المواصفات الخاصة لكل عقار حيث يتميز كل عقار عن العقارات الأخرى بمواصفات وخصائص قد تكون سلبية أو إيجابية، وهذه الفردية ينتج عنها أن قرار الاستثمار مرتبط بهذا العقار وحده، ولا ينبغي تعميم القرارات الاستثمارية بناء على هذا القرار.
- د- العقار يملك خاصية الاستمرارية والبقاء لفترات طويلة من الزمن وهي تعمّر وتبقى أكثر من الأصول الأخرى بكثير.
- هـ- "العقار يختلف عن الأصول الأخرى للثروة بتعدد الأوضاع القانونية له، والتي تختلف من صفةٍ لأخرى ولكل وضعٍ منها حقوقٌ ومسؤولياتٍ خاصةٍ به، كحقوق المستأجر والمؤجر، وحقوق المرتهن والراهن، وحقوق الارتفاق والشفعة"⁽¹³¹⁾.

(130) الخرافي، "الاستثمار العقاري في الاقتصاد الإسلامي"، 31.

(131) كريستي، جورج، وجون كليندين، مقدمة في الاستثمار، (الولايات المتحدة الأمريكية: ماك كرو هيل بوك، 1978م)، 631.

3.1.2.2 خصائص السوق العقاري

أ- "صعوبة توازن السوق العقاري بشكل سريع فالسوق العقاري قلما يكون في حالة توازن بالنسبة للعرض والطلب، وهو بطيء الاستجابة للتغيرات التي تحدث في ظروف العرض والطلب"، (فالعقارات تعمر طويلاً، والإضافات إلى العرض الكلي كل عام قليلة، بل أن هناك عقارات عديدة تسحب من العرض الكلي سنوياً بسبب الهدم أو التدمير، فبناء عقار جديد يستغرق الكثير من الوقت، وهذا صحيح في حالة أن الوحدات لا يتم عرضها إلا بعد الإنتهاء، ولكن أصبح الوضع حالياً أنه بمجرد إنتهاء الرسومات الهندسية والتراخيص يبدأ عرض بيع الوحدات مباشرة دون الحاجة إلى الإنتهاء من التنفيذ.

ومما يخل بعملية توازن العرض مع الطلب أن هناك صعوبة في توقع حجم الطلب، والطلب على العقار يعتمد على عوامل عدة مختلفة منها: (132)

1. دخل الناس.
 2. الإقراض.
 3. حجم السكان.
 4. قرارات الحكومة الاقتصادية.
 5. وقد يسبب بعض هذه العوامل تغيراً مفاجئاً في الطلب على أنواع معينة من العقار، خاصة في الدول النامية التي تتغير فيها القرارات بشكل مفاجئ، أما الدول المتقدمة فإن جميع هذه الأمور تكون واضحة لفترة زمنية ليست بالقصيرة.
- ب- أن عرض العقار ثابتٌ وقليل المرونة، بينما العقارات الموجودة تشكل جزءاً من العرض الكلي حتى ولو لم تكن مستخدمة، أي ليس عليها طلب، ومما ينقل العقار من قليل المرونة إلى مرن ما ظهر حديثاً من البيع على المخططات والرسومات، وإمكانية عرض العقار فور إنتهاء المخططات والرسومات.

(132) الخرافي، الاستثمار العقاري في الاقتصاد الإسلامي ، 34.

ج- ومع ذلك فإن الشركات المتخصصة ذات الخبرات الطويلة لديها إمكانية دراسة الاحتياجات المستقبلية للسوق ومعرفة العرض والطلب المستقبلي، وتعتمد في ذلك على دراسات السوق ودراسات سلوك المستهلك وغيرها من الدراسات التسويقية ودراسات السوق.

د- السوق العقاري بدأ يأخذ الشكل المنتظم - بعد أن كان عدم الانتظام سمة السوق وكان السوق العقاري عبارة عن تشكيلة من عدة أسواق محلية - وذلك بوجود الشركات العابرة للقارات ومراكز الدراسات والأبحاث، وأصبح التوازن في الأسعار يحدد من خلال الشركات القائمة للسوق، ففي حال حدوث فجوة في الأسعار بالزيادة مثلاً إلى زيادة العرض فيحدث التوازن في ذلك السوق، وإحياناً تتدخل الدولة عن طريق شركاتها العقارية بطرح كمية من الوحدات تؤدي إلى توازن ذلك السوق، وفي حال وجود ركود في ذلك فإن الشركات العابرة للقارات تخرج، وكذلك تقلل الشركات التابعة للدولة من عرضها مما يؤدي إلى قلة العرض، وبالتالي يستعيد السوق توازنه مرة أخرى.

هـ- قلة النشاط في السوق العقاري عنه في الأسواق الأخرى، "فالكثير من أنواع العقارات لا يوجد لها إلا عددٌ قليلٌ من المشترين، الأمر الذي يؤدي إلى صعوبة تحديد سعرٍ للسوق من هذا النوع من الاستثمارات، وهو ما يطيل عملية اتخاذ قرار البيع والشراء في هذا السوق".⁽¹³³⁾

و- اتصاف العقار بخاصية الفردية جعل السوق العقاري سوقاً غير مبيّنة للسلعة إبانةً كاملةً، مما اضطر المتعاملين في هذا السوق لعمل ملحق لعقد الوحدات العقارية يوضع فيه جميع تفاصيل مراحل الإنشاء، وأنواع التشطيبات مرفق فيه الصور التوضيحية (ويسمى ملحق المواصفات الفنية) وماركة المواد المستخدمة وشكلها ولونها، وكل ما يتعلق بتفاصيلها، مما يجعلها معلومةً علماً ينافي الجهالة فيها، وأصبح

(133) كريستي، جورج، وجون كليندين، مقدمة في الاستثمار، (الولايات المتحدة الأمريكية: ماك كرو هيل بوك، 1978م)، 633.

الأمر يتطلب إعادة النظر في التكييف الفقهي لعقود البيع المستحدثة وبخاصة البيع على الخارطة والبيع بالتقسيط وغيرها.

ز- كان يتم في السابق عقد الصفقات العقارية في جو من الكتمان وعدم الشفافية بما يؤدي إليه ذلك من التقليل من كمية المعلومات التي يحتاجها متخذ القرار الاستثماري ليبنى عليه قراره، فلا نجد بيانات كاملة ومفصلة عن جميع الصفقات التي تمت في منطقة معينة ووقت معين، ولكن الآن أصبح توثيق العقارات من الأشياء الأساسية، وأصبحت مكاتب الوساطة العقارية ملزمة في معظم الدول بإثبات سعر العقار السابق، ومتى تم عرضه للبيع، وتاريخ البيع، حتى وصل الأمر إلى أنك بمجرد الدخول إلى الموقع الخاص بالعقار، تعرف تاريخ جميع العقارات منذ عشرات السنين، والعمليات التي تمت على ذلك العقار تفصيلاً، وذلك في الدول المتقدمة، وتخطو باقي الدول خطوات متسارعة في هذا المضمار.

ح- حدوث العرض في هذا السوق من قبل قاعدة متنوعة من العارضين الذين لا تربطهم علاقات منظمة ولا يعتمد على دراسات متعمقة ومكثفة للسوق، ورغم ذلك هناك بعض العقارات التجارية والصناعية تقوم بواسطة مؤسسات تقوم بعمل دراسات متخصصة للسوق ومعرفة حجم العرض الحقيقي والطلب الحقيقي مما يجعل قراراتها أكثر رشداً.

ط- تأثر السوق العقاري بقوانين الحكومة ولوائحها وإجراءاتها، وقد يؤثر إحياناً تغير التشكيل الوزاري على السوق وكيفية عمله، وخاصة أن الحكومة تعتبر المالك العقاري الأكبر بسبب تملكها لأصول عقارية ضخمة، وتدخلها يؤثر بشكل كبير على العرض والطلب ولكن هذا التدخل بدأ يقل تدريجياً لأن الحصة الأكبر من العقار تملكها الشركات الخاصة الكبيرة.

3.1.2.3 مزايا الاستثمار العقاري:

أ- العائد المستقر والمكسب المتزايد: "إن الأصول العقارية تعتبر من أكثر الأصول تعاضماً في قيمتها مع مر الزمن بسبب التزايد الدائم للطلب على العقار على اختلاف أنواعه في معظم الأحيان بالمقارنة مع عرضه، كما أنه في حين تدر بعض الأنواع الأخرى للاستثمار عائداً أعلى إحياناً من العائد في الاستثمار العقاري، إلا أنه يمتاز بالاستقرار إلى حدٍ ما، ولفترات أطول، ويرجع ذلك بدرجة كبيرة إلى طبيعة عرض العقار، وكونه قليل المرونة".⁽¹³⁴⁾

ب- يعتبر العقار وسيلة ادخار آمنة، ومخزن للقيمة والثروة والمدخرات؛ نظراً لصعوبة سرقة أو نقله، وإحياناً يكون العقار وسيطاً في التبادل التجاري.

ج- الحصول على تمويل كبير: أن اختيار الاستثمار في المجال العقاري يتيح للمستثمر الحصول على قدر كبير من التمويل، لأن مصادر التمويل المختلفة تندفع نحو تمويل العقار أكثر من غيره لخصائصه السالفة الذكر، وكونه أصلاً كبيراً قابلاً للرهن وتأمين البديل.⁽¹³⁵⁾

د- الوقاية من التضخم: إن العقار يعطي نوعاً ما وقاية من آثار التضخم، فأثمان العقارات وعوائدها تميل إلى الارتفاع مع الاتجاهات التضخمية، مع الأخذ بعين الاعتبار كل عقارٍ وخصوصيته.

هـ- إن امتلاك العقار يولد لدى المالك أثراً نفسياً إيجابياً قوامه الأمان والاطمئنان والثقة والشعور بالسلامة من الفقر، وهو شعورٌ نفسيٌّ كثيراً ما يدفع الأفراد إلى وضع ثروتهم في العقار، وتفضيله على غيره من أصول الثروة الأخرى كالمعادن والأحجار الثمينة والأوراق المالية، كما يمكن العقار مالكة من التحكم به مباشرةً والهيمنة الكاملة عليه، وهو ما لا يتيسر في أشكال الاستثمار الأخرى بشكلٍ عام، فهو الرئيس وصانع القرار في شأن ثروته.

⁽¹³⁴⁾ كريستي، جورج، وجون كليندين، مقدمة في الاستثمار، (الولايات المتحدة الأمريكية: ماك كرو هيل بوك، 1978م)، 631.

⁽¹³⁵⁾ كريستي، كليندين، مقدمة في الاستثمار، 631.

و- المستثمر في العقار إذا احتاج لقطعة من العقار لاستهلاكه واستخدامه الخاص كمسكنٍ أو محلٍ تجاريٍّ فإنه بإمكانه ذلك، دون أن يضطر إلى بيع جزءٍ منه والإنتفاع بثمنه، كما يفعل في حالة احتفاظه بثروته في صورة معادن ثمينة أو أوراقٍ ماليةٍ مثلاً.

3.1.3 أساليب بيع العقارات المستحدثة وأثرها في عمل الصناديق العقارية:

3.1.3.1 البيع على الخارطة:

أ- مفهوم البيع على الخارطة وتعريفه:

يعتبر البيع على الخارطة أحد أساليب بيع العقارات التي انتشرت في الآونة الأخيرة، حيث تشكل الوسيلة القانونية التي يتم من خلالها بيع وشراء الوحدات العقارية تحت الإنشاء، فهو عبارة عن بيع عقارٍ قبل أن يتم الشروع فيه أو يكتمل بناؤه.

وأما تعريفه: "فهو عقد يملك بموجبه المشتري عقاراً لم يبدأ البائع بنائه بعد أو لم يكمل بناؤه حين التعاقد. وفيه يتعهد البائع ببناء العقار المتفق على مواصفاته خلال المدة المتفق عليها مقابل تعهد الأخير بدفع أقساط الثمن في مواعيدها".⁽¹³⁶⁾

وحتى يستطيع الراغب بالشراء معرفة ما سيشتريه، يتم عرض الوحدة المراد بيعها على شكل خرائط ورسومات دقيقة تبين معلومات تفصيلية عن الوحدة مثل:

أ- موقع الأرض ووضعه القانوني.

ب- نوع العقار (سكني، تجاري، مكاتب،...).

ج- الطابق والجهة وعدد الغرف ومساحة كل غرفة.

د- جميع تفصيلات التشطيبات (الأبواب، النوافذ، الدهان، البلاط،...)، ونوع المواد المستعملة.

(136) النعيمي، ضحى محمد سعيد عبد الله، " مفهوم بيع العقار على الخريطة وتكييفه القانوني"، مجلة

الشرعية والقانون، كلية القانون، السنة السادسة والعشرون، العدد49، (2012م)، 231.

ثم يتم الاتفاق على الأمور المالية للعقد المطلوب مثل:

أ- الأسعار الكلية.

ب- الدفعة الأولى، والأقساط المتبقية شهرية كانت أم سنوية وكيفية دفعها.

ج- مدة التسليم، والإجراءات المتخذة في حال عدم التزام أحد الأطراف بالتزاماته.

ب- التكييف الفقهي للبيع على الخارطة:

"إن البيع على الخارطة يشبه في تكييفه القانوني عقد الاستصناع، وهو بيع ضمن أوصاف محددة، فإن بيع هذه الأشياء في الواقع القائم لا يمكن تسويغه إلا على أساس الوعد الملزم بالبيع أو على عقد الاستصناع، ويعد العقد صحيحاً إذا صدرت رخصة البناء، ووضعت الخريطة، وذكرت في شروط العقد مواصفات البناء، بحيث لا تبقى جهالة مفضية إلى النزاع والخلاف، وقد أصبح من السهل ضبط الأوصاف، ومعرفة المقادير، وبيان نوع البناء، سواء بيع البناء على الهيكل، أم مكسياً كامل الكسوة، مع الاتفاق على شروط الكسوة، وأوصافها، من النوع الجيد أو الوسط أو العادي. ويتم تسديد الثمن عادة على أقساط ذات مواعيد محددة، وتحتسب الأقساط جزءاً من الثمن، فلا زكاة فيها إلا إذا فسخ العقد. أما مدة التسليم فيكون ذكرها عادة على سبيل الاستعجال والتقريب الزمني والحث على الإنجاز في وقت معقول، لأن المتعاقدين يقدران تماماً مدى المشكلات والعوائق التي تعترض التنفيذ في وقت محدد. ويصعب تصحيح هذا العقد على أساس عقد السلم؛ لأن الثمن يشترط دفعه كله عند العقد. ثم إن الدولة تعترف عادة بأن البيع على الخريطة بيع صحيح لازم.⁽¹³⁷⁾ وأما في مجال المقاولات التي يتم فيها عادة الاتفاق على مدة التسليم والإلزام بغرامات معينة عند التأخير، فهو أي التغيريم جائز أيضاً وداخلاً تحت مفهوم ما يسمى قانوناً بالشرط الجزائي، وقد أقره القاضي شريح، وأيده قرار هيئة كبار العلماء في السعودية سنة 1394 هـ، قال شريح: «من شرط على نفسه طائعاً غير مكره، فهو عليه»⁽¹³⁸⁾

(137) الزحيلي، وهبة، الفقه الإسلامي وأدلته، الشامل للأدلة الشرعية، والآراء المذهبية، وأهم النظريات

الفقهية، ط2، (دمشق: دار الفكر للطباعة والتوزيع والنشر، 1985م)، 569،

(138) أعلام الموقعين 3/400، ط محي الدين عبد الحميد.

وفي الواقع لا يقف التزام المطور على هذا الحد، وإنما يتعدى ذلك، حيث يلتزم بنقل ملكية محل العقد إلى المشتري".⁽¹³⁹⁾

ويمكن القول بأنه في الاستصناع إذا كان محل العقد منقول يقوم الصانع بتسليمه إلى صاحبه بعد أن ينتهي الصانع من عمله، أما في العقار فالصانع يلتزم بتسليم المفتاح أو الخروج من موقع الأعمال وتسليمه.

كذلك لا يشترط في الوحدات المعروضة والمباعة على الخارطة أن تكون جميعها لم يتم البدء في إنشائها، ولكن قد يكون منها ما هو تحت الإنشاء أو يتم استكماله، وقد تكون الوحدات مكتملة ولكن ينقصها بعض التفاصيل، ومن ثم فإن نطاق العقد يكون متغيراً وفقاً لكل حالة على حدة، وعليه فإن اعتقدنا في أن البيع على الخارطة هو استصناع فإن ذلك سينعكس على ركن الثمن أو مقابل الاستصناع المراد أن يقوم المقاول بالالتزام به.

وقد نص مجمع الفقه الإسلامي⁽¹⁴⁰⁾ في معرض بيانه للطرق المشروعة لتوفير السكن " أن تملك المساكن عن طريق عقد الاستصناع - على أساس اعتباره لازماً - وبذلك يتم شراء المسكن قبل بنائه، بحسب الوصف الدقيق المزيل للجهالة المؤدية للنزاع، دون وجوب تعجيل جميع الثمن، بل يجوز تأجيله بأقساط يُتفق عليها، مع مراعاة الشروط والأحوال المقررة بعقد الاستصناع لدى الفقهاء، الذين ميزوه عن عقد السلم".⁽¹⁴¹⁾

ج- خصائص عقد البيع على الخارطة:

- هو ليس مجرد وعدٍ بالبيع، كما أنه ليس بيعاً مطلقاً، وإنما عقدٌ مستقلٌ يجب لإنعقاده توافر أركان العقد.

(139) إبراهيم، ولاء الدين محمد، التطوير العقاري دراسة مقارنة، ط1، (أبو ظبي: دائرة القضاء، 2014م)، 76.

(140) قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، منظمة التعاون الإسلامي، المؤتمر السادس 1990م، (جدة: مطبوعات مجمع الفقه الإسلامي 14-20 آذار، 1990م)، القرار رقم (6/1/52).

(141) الزحيلي، وهبة، الفقه الإسلامي وأدلته، الشامل للأدلة الشرعية، والآراء المذهبية، وأهم النظريات الفقهية 569.

- تحديد أوصاف العقار بشكل دقيق بما يكفي لجعله معلوماً لا جهالة فيه، حيث يشترط لينعقد عقد البيع أن يكون العقار أو الوحدة المبيعة موجودة عند التعاقد، أو تكون على الأقل قابلةً للوجود في المستقبل، لذا يكفي لصحة التعاقد الاتفاق على الأوصاف الأساسية للعقار من حيث المساحة وعدد الغرف والمكان والطابق الذي يقع فيه.

- لا يشترط أن يكون الثمن معجلاً، بل يمكن تقسيط الثمن إلى أقساط يتم تحديد قيمتها ومواعيد استحقاق كل منها، كي تكوّن في مجملها ثمن الوحدة محل البيع، وإلا كان العقد باطلاً.

- التزام المشتري بتسديد مقابل البيع وهنا تظهر حالتان:

1. دفع كامل الثمن مقابل المبيع دون ربطه مع تقدم العمل.
2. دفع أقساط بالتزامن مع تقدم الإنجاز في الأعمال، حيث يرتبط بيع العقار على الخارطة - الذي هو سلعةً مستقبليةً يجوز التعامل بها شرط أن تكون محققة الوجود في المستقبل - بمفهوم العدالة بين البائع والمشتري، فليس من العدل أن يوفّي المشتري كامل الثمن في مرحلةٍ لم يشرع فيها المطور في تنفيذ الالتزام المقابل والمتمثل في إنجاز البناء وتسليمها. (142)

د- آلية التعاقد في البيع على الخارطة:

يمر البيع على الخارطة بعدة مراحل حتى يتم الاستلام والتسليم، ففي "بداية الأمر يتم حجز وحدة عقارية معينة ومحددة بأن يتم الاتفاق فيها على رقم ونوع الوحدة والطابق الذي توجد فيه، إضافة إلى المساحة المبنية وأبعادها وتفصيلها التي تؤدي إلى تحديدها وتعيينها بسهولة والتعرف عليها وتمييزها عن الوحدات الأخرى التي يتكون منها العقار، كما يتم تحديد السعر

(142) إبراهيم، التطوير العقاري دراسة مقارنة، 76.

سواءً أكان معجلاً أم عن طريق الأقساط، ويتم بيان الأقساط، وتواريخ استحقاقها، والدفعة الأولى في حال وجودها، وبيانات البائع والمشتري كاملةً".⁽¹⁴³⁾

إن التعاقد في حالة البيع على الخارطة يمثل عقداً أولياً، ويلزم الطرفين سواء بالبيع أو الشراء، وخاصةً عند الاتفاق على ميعاد لإبرام عقد البيع النهائي، فإذا ما انعقد هذا البيع فالبائع ملتزمٌ بنقل ملكية المبيع إلى المشتري في المدة المتفق عليها، وهي غالباً من أسبوع إلى شهر، وكذلك بتسليم المبيع، والمشتري ملتزم بدفع الثمن والمصروفات وتسلم المبيع. بعد نهاية الأعمال الإنشائية، وتجهيز الوحدات، يتم عمل عقد بيع نهائي يكون ناقلاً للملكية بصورة رسمية في جهات التوثيق الرسمية.

3.1.3.2 الإجارة المنتهية بالتملك:

تعتبر الإجارة المنتهية بالتملك من الأساليب الجديدة نسبياً التي قدمت حلولاً لبعض المشكلات التي كانت تظهر عند البيع بالتقسيط، حيث كان البائعون بالتقسيط يتعرضون لمخاطر عدم السداد، ولا يملكون الضمانات الكافية لاسترداد حقوقهم في كثير من الحالات، وتعرف الإجارة المنتهية بالتملك بـ:

"عقد بين طرفين يؤجر فيه أحدهما لآخر سلعةً معينةً مقابل أجرٍ معينة يدفعها المستأجر على أقساط خلال مدة معينة، تنتقل بعدها ملكية السلعة للمستأجر عند سداده لآخر قسط بعقد جديد"⁽¹⁴⁴⁾، وتتميز الإجارة المنتهية بالتملك بعدة ميزات، منها:

أ- يستفيد من هذا النوع من البيع صغار الموظفين، وذوي الدخل المحدود، حيث يستطيعون الحصول على منازل أو سيارات.

(143) السنهوري، عبد الرزاق، الوسيط في القانون المدني، د. ط، الجزء 4، (الإسكندرية: منشأة

المعارف، 2004م)، 146.

(144) دائرة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، 886.

ب- يحقق التأجير المنتهي بالتملك عائداً مقبولاً للمؤجر، وبضمان مناسبٍ هو المبيع نفسه وهو أقل مخاطرة حيث إن المؤجر يملك الأصل المؤجر، ويتمتع بإيراد مستقر، وربع ثابت.

ج- يضمن المستأجر بقاء المبيع في ملكه طيلة فترة الإجارة، ولا يستطيع المستأجر التصرف فيه إلا بعد أداء كامل القيمة في الوقت المحدد، وفي حال نكول المستأجر عن السداد، أو إفلاسه، فإن السلة تعود للمؤجر. ولا بد من التفريق بين عدة أشكال من هذا التأجير:

أ- التأجير المنتهي بالتملك تلقائياً وبدون ثمن:

"حيث يبرم الطرفان عقد إجارة ينتهي بتملك العين المستأجرة بعد سداد جميع أقساط الإيجار، ويصبح المستأجر مالكاً للعين تلقائياً بمجرد سداد القسط الأخير دون عقد جديد ودون دفع ثمن آخر لنقل الملكية"⁽¹⁴⁵⁾. "وقد حرم الفقهاء هذه الصورة وبه صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي"⁽¹⁴⁶⁾، وندوة البركة الثامنة عشرة للاقتصاد الإسلامي.⁽¹⁴⁷⁾

ب- التأجير المنتهي بالتملك بثمن حقيقي أو رمزي:

"حيث يبرم الطرفان عقد إجارة ينتفع المستأجر بالعين مقابل أجرٍ محددة خلال فترة الإجارة، على أن يكون له الحق في تملك العين في نهاية مدة الإجارة لقاء مبلغٍ رمزيٍّ أو

(145) دوابه، أشرف، دراسات في التمويل الإسلامي، د.ط، (القاهرة: دار السلام، 2007م)، 87.

(146) مجمع الفقه الإسلامي، "موضوع الإيجار المنتهي بالتملك"، المؤتمر الخامس لمجمع الفقه الإسلامي، 10-15 ديسمبر 1988م، (الكويت، 1988م)، القرار رقم 44(5/6).

(147) قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، تنسيق وفهرسة عبد الستار أبو غدة وعز الدين خوجة، ط6، الندوة الثامنة عشرة المنعقدة بين 4-5 أكتوبر 2000م، (دمشق: 2000م)، قرار رقم 2/18، 312-314.

حقيقي⁽¹⁴⁸⁾، وقد حرّم الفقهاء كذلك هذه الصورة وبه صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي⁽¹⁴⁹⁾، وندوة البركة الثامنة عشرة للاقتصاد الإسلامي⁽¹⁵⁰⁾.

ج- التأجير المنتهي بتخيير المستأجر بين ثلاثة أمور:⁽¹⁵¹⁾

حيث يبرم الطرفان عقد إجارة ينتفع المستأجر بالعين مقابل أجرة محددة خلال فترة الإجارة، وفي نهاية المدة يكون للمستأجر الخيار بين ثلاث أمور:

- تملك العين المؤجرة بثمنٍ يراعي فيه ما دفع من الأقساط السابقة، أو بثمن حقيقي.
- تمديد مدة الإجارة لفترة أخرى.
- إعادة العين المؤجرة إلى مالكها.

وقد وافق عليها مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الخامسة⁽¹⁵²⁾، ووافق عليها قرار ندوة البركة الثامنة عشرة للاقتصاد الإسلامي⁽¹⁵³⁾.

د- التأجير المقترن بوعد بالبيع:

"حيث يبرم الطرفان عقد إجارة، ينتفع المستأجر بالعين مقابل أجرة محددة خلال فترة الإجارة المحددة، ويقترن به وعدٌ من المؤجر ببيع العين المؤجرة للمستأجر بعد سداد كامل الأجرة بثمن يتفقان عليه"⁽¹⁵⁴⁾ وهي جائزة.

(148) دوابه، دراسات في التمويل الإسلامي، 87.

(149) مجمع الفقه الإسلامي، "موضوع الإيجار المنتهي بالتملك"، القرار 44، (5/6).

(150) قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، قرار رقم 2/18، 312-314.

(151) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، 7.

(152) مجمع الفقه الإسلامي، "موضوع الإيجار المنتهي بالتملك"، القرار 44، (5/6).

(153) قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، قرار رقم 2/18، 312-314.

(154) الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، 405.

هـ - التأجير المقترن بوعدها بالهبة:

"حيث يبرم الطرفان عقد إجارة ينتفع المستأجر بالعين مقابل أجرة محددة خلال فترة الإجارة المحددة، ويقترن به وعد من المؤجر بهبة العين المؤجر للمستأجر بعد سداد كامل الأجرة".⁽¹⁵⁵⁾ وقد أجازها جمهور الباحثين، وصدر به قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الثانية عشرة، ووافقته قرار ندوة البركة الثامنة عشرة للاقتصاد الإسلامي.

3.2 الصناديق الاستثمارية العقارية المتداولة.

3.2.1 تعريف الصناديق الاستثمارية المتداولة

تعرف الصناديق الاستثمارية العقارية المتداولة بأنها "صندوق مطروح طرْحاً عاماً، تُتداول وحداته في السوق المالية (البورصة)، يستثمر في عقارات مُطورة تطويراً إنشائياً، قابلةً لتحقيق دخلٍ دوريٍّ وتأجيرٍ، وتوزَّع نسبةً محددة من صافي أرباح الصندوق نقداً على مالكي الوحدات في هذا الصندوق خلال فترة عمله، وذلك بشكلٍ سنوي كحد أدنى".⁽¹⁵⁶⁾

3.2.1.1 أغراض صناديق الاستثمار العقاري:

أ- التطوير الأولي ثم البيع، ويكون ذلك بتملك أرض خام، ثم تطويرها وتقسيمها إلى أراضٍ سكنية أو تجارية أو صناعية، وذلك عن طريق إدخال المرافق الأساسية إلى الأرض، ومن ثم بيعها، وإنهاء الصندوق أو التطوير الكامل بتقسيمها وتسويتها، وإدخال المرافق من مياه وكهرباء وصرف صحي وعمل شبكات الطرق وخطوط التلفون وتحديد المساحات الخضراء والمناطق التجارية والتعليمية والترفيهية والاجتماعية وغيرها، بحيث تكون جاهزة للبناء عليها، وبيع وحداتها لشركات الإنشاء لتقوم بالبناء مباشرة عليها.

(155) قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، قرار رقم 2/18، 312-314.

(156) اللائحة التنفيذية لصناديق الاستثمار العقاري في السعودية الصادر عن مجلس هيئة السوق

- ب- التطوير الإنشائي ثم البيع، ويكون ذلك بتملك أرض خام أو مطورة من أجل إنشاء وحدات سكنية أو تجارية عليها، وقد يكون الإنشاء بعمل جميع أنواع التشطيبات، أو بيع الوحدات نصف تشطيب، ويقوم المشتري بإكمال التشطيبات الداخلية، ويكون ذلك عن طريق شركات الإنشاء المرخص لها.
- ج- إعادة الشراء والتأجير لمدة زمنية محددة، ثم البيع وإنهاء الصندوق.

3.2.2 مخاطر الاستثمار العقاري:

تعرف مخاطر الاستثمار بأنها "حالة تذبذب وعدم إنتظام في العوائد واحتمال حدوث خسائر رأسمالية في الاستثمار"⁽¹⁵⁷⁾، لذا فعند القيام بأي استثمار يجب تحديد درجة المخاطر التي يمكن تحملها، وذلك لوجود علاقة طردية بين العائد المطلوب ودرجة المخاطرة، فكلما طلبنا عائداً أعلى كلما زادت درجة المخاطرة التي نتحملها، وكلما زادت درجة المخاطرة نقوم بطلب عائد أعلى للتعويض عن تحمل مخاطر إضافية.

"وبشكل عام فإن جميع المستثمرين يسعون لتحقيق أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطر أو تخفيض المخاطر إلى أدنى مستوى ممكن عند مستوى معين من العائد"⁽¹⁵⁸⁾، وهناك عدة أنواع للمخاطر:

3.2.1.2 المخاطر على أساس مصدر الخطر:

وهي مخاطر التشغيل والإدارة والمخاطر القانونية والائتمان والأسعار.

3.2.2.2 المخاطر على أساس ارتباطها بالمؤسسة: وتقسم عادة إلى:

(157) بلخير، لعروس، "تقدير العائد والمخاطرة للاستثمار"، (رسالة ماجستير لم تنشر، جامعة قاصدي

مرباح، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2016م)، 5.

(158) سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، د.ط،

(أبوظبي: هيئة الأوراق المالية والسلع، 2007م)، 17.

أ- المخاطر المنتظمة (مخاطر السوق): وهي المخاطر الناشئة بفعل عوامل مشتركة تؤثر بالنظام الاقتصادي ككل، وتصيب كافة الشركات في السوق وبدرجات متفاوتة ومن دون أن يكون للإدارة قدرة على تجنبها مثل:

1. مخاطر أسعار الفائدة (تؤثر بمعدل العائد المطلوب).
2. مخاطر القيمة الشرائية (التضخم).
3. مخاطر الدورة الاقتصادية من كساد ورواج.
4. مخاطر طبيعية كالكوارث.
5. مخاطر سياسية وأي أحداث عامة وهامة محلياً أو عالمياً تؤثر على الوضع الاقتصادي للدولة.

ب- المخاطر غير المنتظمة: "والتي تصيب صناعة أو مشروع أو شركة دون غيرها فالتغيرات مثل الأخطاء الإدارية، والحملات الإعلانية وتغير أذواق المستهلكين، والدعاوي القضائية، تسبب تغيرات في العوائد الخاصة بهذه الشركة أو المؤسسة دون غيرها"⁽¹⁵⁹⁾، وتتوقف هذه المخاطر على خبرة العاملين وتوظيفهم للمواد بالطريقة المناسبة والجودة المثلى ويمكن للمستثمرين التخلص منها أو تخفيفها بواسطة التنوع في الاستثمار.

3.2.3 الأطراف المشككة للصناديق العقارية:

3.2.3.1 الجهة المنشأة للصندوق:

قد تكون أحد المصارف الإسلامية، أو المؤسسات، أو مجموعة من رجال المال والأعمال، ويطلق عليهم المؤسسين أو المساهمين، وترتبطهم بالصندوق عقد الملكية، وهم يمثلون الصندوق قانوناً أمام الغير، ويمكن لمؤسس الصندوق الاستثمار أن يساهم في رأس المال.

(159) لعروس بلخير، تقدير العائد والمخاطرة للاستثمار، 6.

3.2.3.2 المشتركون في الصندوق:

وهم الذين يشترون الوحدات الاستثمارية، وهم يمثلون أغلبية رأس مال الصندوق، وقد تكون وحدات الصندوق أسهماً أو صكوكاً أو خليط بينهما.

3.2.3.3 إدارة الصندوق:

يتولى إدارة الصندوق مجلس إدارة تكون أغلبية أعضائه من غير المساهمين فيه، وكذلك حملة الوثائق، أو المتعاملين معهم، أو الأشخاص المرتبطة، والأطراف ذوي العلاقة، وأعضاء مستقلون، ويلزم تشكيل المجلس قبل طرح وثائق الصندوق للاكتتاب.

ويتولى مجلس إدارة الصندوق الإشراف على الصندوق، وإصداراته المختلفة، والتنسيق بين الأطراف ذوي العلاقة وبصفة خاصة ما يلي: (160)

- أ- التأكد من قيام مدير الاستثمار بمسؤولياته بما يحقق مصلحة مالكي الوحدات وفقاً لشروط الصندوق وأحكامه، وأحكام اللائحة.
- ب- الموافقة على جميع العقود والقرارات والتقارير الجوهرية التي يكون الصندوق طرفاً فيها، ويشمل ذلك على سبيل المثال:

- عقد الخدمات الرئيسي المبرم مع شركة المطور.
- عقد الخدمات الرئيسي المبرم مع شركة إدارة العقارات.
- العقد المبرم مع شركة خدمات الإدارة.
- عقد حفظ الأوراق المالية مع أمين الحفظ.
- عقد تسويق الأصول العقارية للصندوق.
- التعاقد مع المثلثين العقاريين.

(160) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في مصر رقم 95 لسنة 1992م وتعديلاته لعام 2007م، 63. كذلك اللائحة التنفيذية لصناديق الاستثمار العقاري في السعودية الصادر عن مجلس هيئة السوق المالية بتاريخ 2006/12/24م، 13.

- خطاب الارتباط الخاص بالتمويل اللازم لأنشطة الصندوق من إحدى المؤسسات المالية اعتماد عقود تملك الأصول العقارية للصندوق.
- عقد التأمين على الأصول العقارية للصندوق.
- ج- الموافقة على شروط الصندوق، وأحكامه، وأي تعديل عليها.
- د- التأكد من عدم وجود تعارض مصالح، والفصل في التعاملات التي تشكل تعارضاً في المصالح بين الأطراف ذوي العلاقة والصندوق حال تواجدها.
- هـ- الموافقة على تعيين المحاسب القانوني للصندوق الذي يرشحه مدير الاستثمار.
- و- الاجتماع ما لا يقل عن مرتين سنوياً مع المراقب الداخلي لدى مدير الاستثمار للتأكد من التزامه بأحكام قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية، والقرارات الصادرة تنفيذاً لهما.
- ز- التأكد من التزام مدير الاستثمار بجميع اللوائح والأنظمة المتبعة.
- ح- التأكد من التزام مدير الاستثمار بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية لمالكي الوحدات وغيرهم من أصحاب المصالح.
- ط- العمل بأمانة لمصلحة الصندوق ومالكي الوحدات فيه، وتتضمن مسؤولية أمانة عضو مجلس إدارة الصندوق تجاه مالكي الوحدات والاهتمام وبذل الحرص المعقول.
- ي- الالتزام بقواعد الإفصاح، ونشر التقارير السنوية ونصف السنوية المقدمة من مدير الاستثمار عن نشاط الصندوق، وعلى وجه الخصوص تلك المتعلقة باستثمارات الصندوق وعوائدها وما تم توزيعه من أرباح على حملة الوثائق.
- ك- التأكد من التزام شركة خدمات الإدارة بأداء واجباتها واعتماد القوائم المالية للصندوق.⁽¹⁶¹⁾

3.2.3.4 التزامات مدير الاستثمار في الصندوق العقاري:

يتولى مدير الاستثمار بالاستعانة كافة الخبرات المتخصصة في إدارة الاستثمارات العقارية ويلتزم بما يلي:⁽¹⁶²⁾

(161) اللائحة التنفيذية لصناديق الاستثمار العقاري، 13.

أ- الحصول على رأي مستشار مالي مستقل من المستشارين المعتمدين لدى الهيئة فيما يتعلق بدراسة الجدوى الخاصة بالمشروع العقاري للصندوق وتدفقاته المالية، وذلك قبل طرح نشرة الاكتتاب على المستثمرين، ويعتبر هذا الرأي جزءاً لا يتجزأ من نشرة الاكتتاب في وثائق الصندوق.

ب- الحصول على خطاب الارتباط الخاص بالتمويل لأنشطة الصندوق من إحدى المؤسسات المالية المتخصصة، وذلك قبل طرح نشرة الاكتتاب.

ج- توقيع عقد الخدمات الفنية مع إحدى الشركات المتخصصة في مجال التطوير العقاري تتولى إدارة وتنفيذ الجوانب الفنية المتعلقة بمشروع الصندوق، وذلك قبل طرح نشرة الاكتتاب، ويعتبر مدير الاستثمار ضامناً لقيام المطور بتنفيذ التزاماته.

د- توقيع عقد الخدمات الفنية مع إحدى الشركات المتخصصة في إدارة العقارات محل نشاط الصندوق، وذلك قبل طرح نشرة الاكتتاب للمستثمرين، ويعتبر مدير الاستثمار ضامناً لقيام شركة إدارة العقارات بتنفيذ التزاماتها.

هـ- التعاقد مع مستشار قانوني للصندوق يتولى إعداد كافة التعاقدات المرتبطة بنشاطه على أن يتم الإفصاح عن اسم المستشار القانوني للصندوق في نشرة الاكتتاب.

و- توفير الكفاءات اللازمة لتنفيذ مشروع الصندوق، وتلافي مخاطر تجاوز التكلفة والمدة المقررة للتنفيذ.

ز- تعيين خبراء تقييم عقاريين.

ح- يلتزم مدير الاستثمار بتقييم الأصول العقارية قبل شرائها أو بيعها بواسطة خبراء التقييم العقاري المتمتعين بالخبرة اللازمة في مجال النشاط العقاري والمنطقة محل الاستثمار، ومرخص لهم من الهيئة العامة للتمويل العقاري، ويجب أن يكون خبير التقييم مستقلاً عن أي طرف من الأطراف ذوي العلاقة، ويجب أن يتضمن تقرير خبراء التقييم على الأقل البيانات التالية:

1. أسلوب التقييم وطريقة التقييم والأسس التي بني عليها.

(162) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في مصر، 63. كذلك لائحة صناديق الاستثمار

العقاري لهيئة السوق المالي السعودي لعام 2006م، 13.

2. تحليل لمؤشرات العرض والطلب واتجاهات السوق العقاري.

3. وصف للعقار محل التقييم.

4. بيان بالمخاطر المرتبطة بالعقار محل التقييم.

ط- على مدير الاستثمار أن يقوم بكل ما يلزم لتمكين خبراء التقييم من أداء عملهم وبصفة خاصة تجهيز المستندات والمعلومات اللازمة لإتمام عملية التقييم.

ي- يجب على مدير الاستثمار تعيين أمين حفظ (أو أكثر) مرخص مخول للاحتفاظ بأصول الصندوق والوثائق الخاصة به بموجب عقد مكتوب، كما يجب أن يكون أمين الحفظ المعين مستقلاً، حيث لا يُسمح بأن يكون مدير الاستثمار أو مديراً مساعداً للصندوق المذكور، أو شركة تابعة لمدير الاستثمار أو إلى المدير المساعد.

ك- يجب أن يفصل أمين الحفظ المعين كافة أصول صناديق الاستثمار العقارية المتداولة عن أصوله الخاصة وعن أصول عملائه الآخرين، كما يجب الحفاظ على جميع السجلات اللازمة لدعم أداء المسؤوليات التعاقدية ويجب أن تحدد بشكل منفصل من خلال تسجيل الأوراق المالية وغيرها من الأصول من صندوق الاستثمار ذي الصلة باسم أمين الحفظ لصالح صندوق الاستثمار ذاته، ويتم تسجيل الأصول العقارية للصندوق المتداول باسم شركة تابعة لأمين الحفظ، كما يجب أن تكون أصول صناديق الاستثمار مملوكة بشكل جماعي لصالح حاملي الحصص في هذا الصندوق. (163)

ل- يجب على مدير الاستثمار تعيين شركة إدارة عقارات متخصصة في إدارة العقارات بعد التأكد من الحصول على الموافقات الحكومية المطلوبة من قبل الجهات الحكومية ذات الصلة، وذلك لإدارة العقارات المحتفظ بها للاستثمار، وينبغي لهذه الشركة أن تمتلك الخبرة اللازمة، وأن تكون مسؤولة عن تنفيذ أنشطة إدارة العقار، بما في ذلك على سبيل المثال لا الحصر، إدارة العقار وصيانته وخدمات التأجير وتحصيل الإيجار.

(163) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في مصر، 63. كذلك لائحة صناديق الاستثمار

العقاري لهيئة السوق المالي السعودي لعام 2006م، 13.

3.2.3.5 التزامات شركة خدمات الإدارة:

تتولى شركة خدمات الإدارة حفظ جميع المستندات والوثائق المتعلقة بالصندوق وأصوله التي تشمل ما يلي: (164)

- أ- عقود ملكية الأصول العقارية.
 - ب- الرخص والتصاريح الإدارية اللازمة لإقامة وتشغيل المشروعات محل الصندوق.
 - ج- قرارات الاستثمار الصادرة عن مدير الاستثمار.
 - د- جميع العقود المتعلقة بنشاط الصندوق.
 - هـ- عقود القروض والرهن أو الضمانات المرتبطة بأصول الصندوق.
 - و- محاضر اجتماعات مجلس إدارة الصندوق.
 - ز- تقارير التقييم.
- تكون شركة خدمات الإدارة مسؤولة عن إجراء التقييم العادل الدوري لإجمالي أصول الصندوق كل ستة أشهر على الأقل، وذلك بناءً على تقرير تقييم معد من اثنين من الخبراء في تقييم الأصول العقارية، ويعمل كل منهما باستقلال عن الآخر، ويكون الهدف من التقييم ما يلي:

- أ- التعرف على أوضاع السوق العقاري.
- ب- تحديد سعر استرشادي لقيمة الوثيقة بقسمة القيمة الصافية لأصول الصندوق على عدد الوثائق القائمة.
- ج- الاسترشاد بالتقييم عند بيع الأصول.
- د- التعرف على تطور تنفيذ مشروع الصندوق وتكلفته الفعلية أو القيمة السوقية للأصول خلال فترة التنفيذ، ويلتزم خبراء التقييم بإعداد تقرير مشترك عند نهاية

(164) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في مصر رقم 95 لسنة 1992م وتعديلاته لعام 2007م، 84.

مهمتها ترسل نسخة منه إلى كل من الصندوق ومدير الاستثمار وشركة خدمات الإدارة ومراقبي الحسابات.

وهناك أطراف عديدة ترتبط بإدارة الصندوق للقيام بالمهام الموكلة إليه، وتحقيق الأهداف التي أنشئ من أجلها الصندوق منها على سبيل المثال:

3.2.3.6 أمين الحفظ:

وهو مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات ذات السمعة الطيبة والمركز المالي المتين، إذ قد يتأسس الصندوق بمبادرة مزدوجة منه ومن المدير، وفي هذه الحالة يعتبر شريكاً في تأسيس الصندوق الاستثماري، وله وظيفتين أساسيتين:

أ- حفظ الحقوق والأموال التي يمتلكها الصندوق الاستثماري: حيث يلزم أمين الحفظ في الصندوق الاستثماري المحافظة على ممتلكات الصندوق من حقوق وأموال، ويلتزم أيضاً بحفظ الأموال السائلة في خزانة الصندوق، حيث تقيد هذه الأموال في حسابٍ يفتح لدى الأمين أو لدى بنكٍ آخر، ويتحقق الأمين من استخدام هذه الأموال حسب القانون واللوائح.

ب- الرقابة على حركة الأموال: يتولى أمين الحفظ مهام الإشراف على الصندوق الاستثماري من ناحية حركة الأموال، لذا فهو يعتبر بمثابة الوكيل على حملة شهادات الاستثمار، وعلى ذلك فكل القرارات التي تصدر من مدير الاستثمار والمتعلقة بإدارة الحقوق، وأموال الخزانة، وبطرح الصكوك للاكتتاب، وباستثمار فائض أموال الصندوق، وبتوزيع المعلومات، وبالالتزامات المحاسبية تمر عبر أمين الحفظ.

3.2.3.7 جهات تسويق الوحدات الاستثمارية:

"قد تعهد الجهة المنشأة للصندوق إلى بعض المؤسسات المالية الحق في إصدار وتسويق الوحدات الاستثمارية مقابل الحصول على عمولة أو أجر، كما قد تعهد إدارة الصندوق إلى بعض المؤسسات المالية أو غيرها لتساعدتها في استثمار أموال الصندوق

في عمليات استثمارية⁽¹⁶⁵⁾، وقد تتجاوز مهمة الوكيل مجرد التسويق إلى ضمان تصريف جميع أو بعض الشهادات المقرر إصدارها، أو يقوم بشرائها ثم بيعها على المكتسبين فيخرج بهذا عن كونه وكيلاً إلى كونه كفيلاً.

3.2.3.8 الهيئة الاستشارية:

وهي تضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار العقاري وتحليل السوق العقارية، يعينهم مدير الصندوق بقصد تقديم النصح والمشورة له في إدارة الصندوق وتوجيه استثماراته للمجالات المناسبة، و يمكن أن تتكون هذه الهيئة من أفراد أو من هيئات متخصصة.

"ومن مهام هذه الهيئة إنتقاء الاستثمارات العقارية المحمدية التي تتماشى مع سياسة وأهداف الصندوق المحددة كما تقوم بأبحاث اقتصادية ومالية تخص الشأن العقاري، وإسداء النصائح، والمساعدة في اتخاذ القرارات الخاصة بالبيع والشراء والتأجير، وتتقاضى أجراً محدداً على خدماتها كنسبة من موجودات الصندوق، بحيث إنه كلما زاد حجم الموجودات التي تتولى الإدارة فيها زاد أجرها، وهذه الطريقة تحفزها للقيام بواجبها على أكمل وجه"⁽¹⁶⁶⁾.

(165) الصلاحيين، صناديق الاستثمار الإسلامية: مفهومها وخصائصها وأحكامها، 9.

(166) شحاتة، حسين، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار

الإسلامية"، أبحاث المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، يونيو 2005م، (مكة المكرمة: جامعة أم القرى، 2005م)، 1.

3.2.3.9 شركة إدارة العقارات:

"شركة متخصصة تتولى إدارة المشروعات العقارية المملوكة لصندوق الاستثمار العقاري وصيانتها، وتحقيق أغراضه، وذلك بموجب عقد الخدمات المبرم بينها وبين مدير الاستثمار"⁽¹⁶⁷⁾.

3.2.3.10 المطور العقاري:

شركة متخصصة مسؤولة عن تنفيذ الجوانب الفنية لتنفيذ مشروعات الصندوق العقاري وتحقيق أغراضه، وذلك بموجب عقد الخدمات المبرم بينها وبين مدير الاستثمار. ويوجد العديد من الأطراف مثل شركات السمسرة وشركات الرقابة وغيرهم.

3.2.4 العلاقات بين أطراف الصندوق العقاري:

3.2.4.1 العلاقة بين مالكي الوحدات وإدارة الصندوق:

وهي تختلف حسب طبيعة العقد وتوزيع الأرباح والعوائد وغيرها

أ- شركة العنان:

يمكن أن تكيف العلاقة بين مالكي الوحدات والجهة المنشئة للصندوق على أساس شركة العنان، حيث تقوم الجهة المنشأة للصندوق العقاري بإصدار ترخيص إنشاء الصندوق، ومن ثم تقوم بإعداد نشرة الإصدار التي تعتمدها هيئة سوق المال، وبعدها يتم طرحها للاكتتاب العام أمام الجمهور، وتشارك الجهة المؤسسة في أرباح وخسائر الصندوق بنسبة ما يملكونه من وحدات في حالة كون الصندوق يوزع عوائد دورية، أما

⁽¹⁶⁷⁾شحاتة، حسين، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية ،

إذا كان الصندوق ذو عائدٍ تراكميٍّ فيشارك المؤسسون في زيادة قيمة وحدات الصندوق.

"أما المشتركون في الصندوق فهم الذين يدفعون أموالهم للصندوق ومن ثم يحصلون على وحدات استثمارية من الصندوق مقابل ما يدفعونه، ويحصلون مقابل ذلك على نسبةٍ من الأرباح يتم الاتفاق عليها مسبقاً، ولا يتحملون من الخسارة إلا مقدار ما دفعوه للصندوق".⁽¹⁶⁸⁾

ولذا نجد أن الجميع مشتركين في ملكية وحدات الصندوق العقاري، وبالتالي فالعلاقة بين الجهة المنشئة للصندوق والمشاركين فيه تندرج تحت شركة العنان، حيث يتبين أركان شركة العنان وهي:⁽¹⁶⁹⁾

1. الأطراف المتعاقدة: وهم المشتركون بالصندوق والجهة المؤسسة للصندوق.
2. رأس المال: ويكون من طرفي التعاقد، ولا يشترط أن يكون متساوياً بين الشركاء.
3. العمل: وهنا يتولى طرفٌ واحدٌ العمل بمفرده، ولا بأس بهذا باشتراطه من بداية الأمر، وهذا ما يحصل حيث إن نشرات الاكتتاب تنص على أن التصرف يكون للمؤسسين ورضي بذلك المشتركون.
4. الربح: "يكون الربح في شركة العنان جزءاً معلوماً من الأرباح، ولكل شريكٍ نسبةٌ معينةٌ محددةٌ مسبقاً، وفي حال حدوث خسائر فعلى قدر ملك كل شريك" ⁽¹⁷⁰⁾، وهذا ما يحصل في الصناديق، فالأنظمة في الصناديق العقارية تحول أصحابها الحق في الاشتراك في الأرباح والخسائر كلٌّ بحسب ما يملك من الوثائق.

(168) الثيان، خالد بن علي، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية: الواقع والآثار، 99.

(169) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، 270.

(170) كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة تجارب بعض الدول العربية، 67.

5. الصيغة: "وتتم بالإيجاب والقبول، ويتمثل في اكتتاب أصحاب الأموال في وحدات الصندوق العقاري، بينما يتمثل القبول في موافقة المؤسسين على طلبات الاكتتاب وتخصيص وثائق لهم مقابل أموالهم".⁽¹⁷¹⁾

ب- عقد مضاربة:

"يمكننا تعريف العلاقة بعقد شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين فيه يدفع بمقتضاه المساهمون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق العقاري، في مقابل حصولهم على وثائق اسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في أموال الصندوق التي تتعهد الإدارة باستثمارها، ويشترك المساهمون في الأرباح الناتجة عن استثمارات الصندوق كلٌ بنسبة ما يملكه من حصص وفقاً للشروط في نشرة الإصدار"⁽¹⁷²⁾، وتحديد نسبة من الأرباح لإدارة الصندوق وهو عين عقد المضاربة.

نجد مما سبق أننا نستطيع أن نكيف العلاقة بين الجهة المصدرة للصناديق وبين المالكين لوحدات أو لأسهم المشاركة في رأس مال تلك الصناديق على أساس عقد المضاربة، إذ تقوم الجهة المصدرة للصندوق بدور المضارب الذي يقوم باستثمار رأس مال المكتتبين وفق الشروط المنصوص عليها في نشرة الاكتتاب، وأركان عقد المضاربة ستة:⁽¹⁷³⁾

1. **رب المال:** وهو المستثمر الذي يملك رأس المال، حيث يقوم بتسليمه للمضارب لتشغيله واستثماره.
2. **المضارب:** وهو مدير الصندوق العقاري حيث يأخذ رأس المال ومن ثم يدخله في استثمارات عقارية طلباً للربح.
3. **العمل:** في الصناديق المضاربة تكون إما أن يكون مطلقاً دون قيود، وإما أن يكون مقيداً في نشاط معين، أو في مكان معين.

(171) الثيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية: الواقع والآثار، 99.

(172) حسني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، 6.

(173) الشبيلي، الخدمات الاستثمارية في المصارف، ط1، (السعودية: دار ابن الجوزي، 2004م)،

فالمضاربة غير المقيدة تكون مطلقةً إذا لم تقيد المضارب بعملٍ معين، أو مكان معين، أو زمان محدد، أو لم يتقيد المضارب بمن يعامله، ولا يتقيد بأي شروطٍ أو اتفاقٍ مع رب المال.

"أما في الصناديق العقارية فالتقيد بالشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار يعتبر من قبيل المضاربة المقيدة التي يلتزم فيها المضارب بالشروط الجائزة التي يضعها رب المال لحماية أمواله، غير أن هذه القيود والشروط في الصناديق الاستثمارية يضعها المضارب نفسه في نشرتي الإصدار والاكتتاب، وليس لرب المال سوى القبول أو الرفض والبحث عن صناديق منافسة أخرى، ولا يوجد في ذلك أي مانع شرعي، لأن رب المال بموافقته على هذه القيود والشروط يكون قد أقر بقبولها، والشروط الجائزة في الشرع يمكن أن تحدد من جانب رب المال فيقبل بها المضارب أو العكس"⁽¹⁷⁴⁾، "والصناديق العقارية غالباً ما تكون من المضاربة المقيدة، حيث يلتزم فيها المضارب بجميع القيود والشروط التي قد وقع عليها رب المال في نشرة الإصدار، ولا مشكلة في كون هذه الشروط من المضارب ابتداءً؛ لأن رب المال حين موافقته وتوقيعه عليها يكون قد أقر شروطها و تقييدها"⁽¹⁷⁵⁾، وكانما وضعها هو أصالةً. ولعل هذا هو المناسب في الصناديق الاستثمارية، لكون أرباب الأموال كثر، ويصعب استيعاب قيودهم وشروطهم الفردية.

4. رأس المال: المعلوم أن الأصل في المضاربة أن يكون رأس المال من طرف والعمل من الطرف الآخر، وكذلك الحال في الصناديق العقارية، غير أنه في بعض الصناديق الاستثمارية يشارك الصندوق بجزءٍ من رأس المال، وحينها يكون رأس المال من الطرفين والعمل من طرفٍ واحد، وعند رغبة الصندوق في المشاركة بجزءٍ من رأس

(174) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، 215.

(175) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية 215.

المال فإن هذا يبين جلياً في نشرة الاكتتاب، وقد أجاز الفقهاء هذا إذا كانت بإذن رب المال. (176)

5. **الربح:** "حيث يكون الربح في المضاربة حصّة معلومة شائعة، ولا يضمن المضارب رأس المال، بل يده يد أمانة مالم يفرط أو يتعد أو يخالف قيود رب المال" (177)، وكذلك الشأن في الصناديق العقارية فإن الأرباح توزع على المستثمرين ومدير الاستثمار بحسب النسبة الشائعة المتفق عليها في نشرة الاكتتاب.

6. **الصيغة:** وقد ذكر الفقهاء أن المضاربة تنعقد بإيجاب وقبول كبقية العقود، والإيجاب يكون بتعبئة نشرات الاكتتاب من قبل أرباب الأموال، والقبول هو ما تقوم به الجهة المؤسسة للصندوق من تخصيص الأوراق المالية للمكاتبين وإخطارهم بقبوله، وهو ما ورد في قرار مجمع الفقه الإسلامي المتعلق بسندات المقارضة وسندات الاستثمار ومما جاء فيه: "يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار، وأن الإيجاب يعبر عن الاكتتاب في هذه الصكوك، وأن القبول تعبر عنه الجهة المصدرة". (178)

وتتضمن المضاربة شروط يتعين توفرها لصحة العقد، وهذه الشروط هي:

- أ- أن تتوفر لدى كل من رب المال والمضارب أهلية التصرف.
- ب- أن يكون رأس المال معلوماً وصالحاً للتعامل فيه.
- ج- تسليم رأس المال إلى المضارب في مجلس العقد ليعمل فيه.
- د- أن تكون حصّة كل من المتعاقدين في الربح جزءاً معلوماً شائعاً. (179)

(176) الماوردى، الحاوى الكبير في فقه مذهب الامام الشافعى، ت.علي معوض، ط1، ج7، (بيروت:

دار الكتب العلمية، 1999م)، 320.

(177) ابن عابدين، حاشية رد المختار على الدر المختار، الجزء8، 441.

(178) مجمع الفقه الإسلامي الدولي، "سندات المقارضة وسندات الاستثمار"، المؤتمر الرابع لمجمع الفقه الإسلامي المنعقد في 6-11 فبراير 1988م، (جدة: 1988م).

(179) المصدر السابق

ج- وكالة بأجر:

قد تدار صناديق الاستثمار العقاري على أساس الوكالة بأجر، إذ يوكل أو يفوض مالكو الوحدات (الموكل) مدير الصندوق (الوكيل) بإدارة أموالهم توكيلاً عاماً، أي بحسب الشروط والقيود المنصوص عليها في نشرة الاكتتاب، وذلك مقابل أجر سنوي، أو عمولة أو نسبة من المال المكتتب فيه، يسمى الرسوم والمصاريف الإدارية، يؤخذ عند دخول أو خروج المستثمر من الصندوق. وبعد المصرف أو مدير الصندوق بمثابة الأجير العام للمستثمر، إذ يستطيع مدير الصندوق قبول وكالة المزيد من المستثمرين في هذا الصندوق، أو في صناديق أخرى يديرها. كما يمكن للوكيل توكيل غيره إذا أذن له الموكل، ويمكن تحقيق هذا الإذن بموافقة المستثمرين بتضمين ذلك في نشرة الاكتتاب⁽¹⁸⁰⁾.

في هذه الحالة نجد أن إدارة الصندوق تستحق الأجر لقاء الإدارة دون النظر لنجاح المشروع وتمامه، وكذلك فإن من شروط الاكتتاب دفع رسوم الإصدار قبل البدء في الاستثمار⁽¹⁸¹⁾.

والوكالة هي: تفويض شخص ما له فعله مما يقبل النيابة إلى غيره ليفعله في حياته، والوكالة جائزة بالكتاب والسنة والإجماع⁽¹⁸²⁾، وقد أجمع المسلمون على الوكالة وعلى العمل بها، وهي جائزة في الجملة، قال ابن قدامة: "وأجمعت الأمة على جواز الوكالة في الجملة. ويجوز أن يكون للوكيل أجرٌ باتفاق أهل العلم"⁽¹⁸³⁾، واشتروا أن يكون الأجر معلوماً فإن جهل صح التصرف بإذن الموكل، وللوكيل أجره المثل⁽¹⁸⁴⁾، وهي قسمان⁽¹⁸⁵⁾:

(180) كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية، 65.

(181) الشبيلي، الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي، 291/1.

(182) الجابر، أنس عبد الواحد صالح، "أحكام الرجوع في العقود المالية في الفقه الإسلامي: دراسة

فقهية مقارنة"، (رسالة دكتوراه، الجامعة الأردنية، كلية الدراسات العليا، 2007م)، 283.

(183) الأنصاري، أبو يحيى زكريا، أسنى المطالب في شرح روض الطالب، ت. محمد تامر، ط1، ج2،

بيروت: دار الكتب العلمية، 2001م)، 282.

(184) المرادوي، الإنصاف في معرفة الراجح من الخلاف على مذهب الإمام أحمد، ج5، 404.

1. **توكيل عام:** ويدخل تحته جميع ما تصح فيه الأمانة من الأمور المالية.
2. **توكيل خاص:** حيث يختص بما جعل الموكل للوكيل من قبض، أو بيع أو غيره، فإن أذن له أن يبيع بما يرى وكيفما يرى جاز له ذلك.
والوكالة بأجر تأخذ حكم الإجارة عند الفقهاء⁽¹⁸⁶⁾، وأن كانت بجعل فلها حكم الجعالة. وصورة الإجارة بأن يوكله على عمل بأجرة معلومة كقوله: وكلتك على تقاضي ديني من فلان وقدره كذا.

وصورة الجعالة: وكلتك على مالي من الدين، من غير تعيين قدره، أو يعين له قدره ولكن لا يعين له من هو عليه، فقوله: فكهما. أي فك الإجارة والجعالة وليس المراد أنها وقعت بلفظ الإجارة أو الجعالة، وإنما المراد أنه عين فيها الزمن أو العمل إذا وقعت بأجرة، وإما بجعل فظاهر⁽¹⁸⁷⁾، وللوكالة بأجر خمسة أركان: الوكيل والموكل وما فيه التوكيل والصيغة والأجر.

ونجد أن تكييف الصناديق الاستثمارية العقارية وغيرها ينطلق من أن المستثمرين يوكلون مدير الصندوق باستثمار أموالهم وتحريكها وإدارتها نيابة عنهم، فالمدير ينوب عن المستثمرين في إدارة أموالهم والتصرف فيها بما يحقق الربح، ويتقاضى أجراً محدداً لقاء إدارته.

وفي فتاوى ندوة البركة "يجوز إعطاء المال إلى من يعمل فيه على أساس عقد الوكالة بأجر معلوم، أو بنسبة معلومة من رأس المال، ويستحق الوكيل الأجرة سواءً تحققت أرباح أم لا، وتطبق على هذه المعاملة أحكام الوكالة بأجر لا أحكام المضاربة"⁽¹⁸⁸⁾، وتنطبق العلاقة السابقة على أركان الوكالة بأجر كالتالي:⁽¹⁸⁹⁾

(185) الثنيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية: الواقع والآثار، 97.

(186) النووي، روضة الطالبين وعمدة المفتين، الجزء 4، 332.

(187) الخرشبي، محمد، شرح الخرشبي على مختصر خليل، ط 2، ج 6، (القاهرة: المطبعة الأميرية الكبرى، 1900م)، 69.

(188) قرارات وتوصيات ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، 136.

(189) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، 252.

1. **الموكل:** وهو المستثمر حيث يقوم بدفع ماله إلى مدير الصندوق العقاري موكلاً بإياه في إدارة أمواله واستثمارها.
2. **الوكيل:** وهو مدير الصندوق حيث يقوم بأخذ هذه المبالغ واستثمارها نيابة عن المستثمرين.
3. **ما فيه التوكيل:** وهو استثمار الأموال والمتاجرة بها وإدارتها.
4. **الصيغة:** وتكون بتعبئة أوراق الاككتاب والتوقيع عليها من قبل المستثمر، ويكون القبول من مدير الصندوق.
5. **الأجر:** وهو المبلغ الذي يحدد للوكيل، وقد يكون أجراً يستحقه الوكيل مقابل قيامه بإدارة أموال المستثمرين بصرف النظر عن نجاح المشروع من عدمه، فهو مستحق له على العمل، ويصح اشتراطه مقدماً، وقد يكون جعالةً تستحق عند نجاح المشروع وتمام العمل، ولا يصح اشتراط الجعل مقدماً؛ لأنه يُستحق بإنجاز العمل وتمامه. والجعالة لا تلزم إلا الجاعل بالشروع⁽¹⁹⁰⁾، كما يوجد ما يسمى بالحوافز التشجيعية وذلك في حال زيادة الربح عن نسبة معينة، كما أنها قد تكون مضاربة ثانية حسب الاتفاق.

ويرى الباحث أن التكييف الشرعي الراجح لصناديق الاستثمار الإسلامية هو عقد مضاربة لأن المساهمين يدفعون أموالهم لإدارة الصندوق بغرض الحصول على الأرباح، وتحمل المخاطر وهو بعينه عقد المضاربة. كذلك في هذه الحالة لا تحصل إدارة الصندوق على إيرادات إلا في حالة تحقيق الأرباح ويكون لها النسبة الشائعة المتفق عليها بين الطرفين، وفي هذه الحالة تبذل إدارة الصندوق قصارى جهدها من أجل الحصول على الأرباح، وهو ما يحقق المقصود من إنشاء الصناديق العقارية الإسلامية طبقاً للقاعدة الفقهية " أن الأمور بمقاصدها".

أما الصورة الحالية التي يتم تكييف الصناديق الاستثمارية الإسلامية عليها أنها وكالة بأجر تجعل إدارة الصندوق يتوجه جل جهدها إلى تعظيم حجم الصندوق وتحصل الإدارة على نسبة ثابتة من الاموال سواء ربح الصندوق أو خسر وهذا يتعارض مع الهدف من إنشاء الصندوق.

(190) الحرشي، شرح الحرشي على مختصر خليل، 62/7.

3.2.4.5 العلاقة بين مدير الصندوق والأطراف المرتبطة بمدير الصندوق:

توجد أطراف عديدة ترتبط بمدير الصندوق لإنجاز المهام الموكلة إليه، ومن هذه الأطراف:

أ- المطور العقاري: غالباً ما تكون العلاقة بين مدير الصندوق والمطور العقاري علاقة مضاربة، حيث يشكل مدير الصندوق صاحب المال، ويشكل المطور العقاري المضارب، ويتضمن العقد فيما بينهما العمل الذي سيقوم به المطور العقاري ورأس المال المطلوب والربح.

وقد تكون العلاقة علاقة وكالة بأجر حيث يكون مدير الصندوق هو الموكل، والمطور العقاري هو الوكيل، والعقد بينهما يتضمن ما فيه التوكيل و الأجر والعمل المطلوب منه.

ب- أمين الاستثمار: ينطبق على هذه العلاقة ما ينطبق على العلاقة بين المطور العقاري ومدير الصندوق، وهي وكالة بأجر.

وغالباً لا تخرج العلاقة بين مدير الصندوق وبين الأطراف المرتبطة فيه (الهيئات الاستشارية، الهيئات الشرعية، المكاتب القانونية، مكاتب المحاسبة، شركات إدارة العقارات،...) عن ما سبق من وكالة بأجر.

3.3 آليات إنشاء الصناديق العقارية المتداولة:

حددت اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري آليات إنشاء الصناديق العقارية المتداولة

بما يلي: (191)

(191) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في مصر رقم 95 لعام 1992م، 63.

3.3.1 تسجيل الصندوق في هيئة سوق المال:

3.3.1.1 شروط تأسيس الصناديق الاستثمارية:

نصت الأنظمة والتعليمات على شروط لا بد من توفرها في الطلب المقدم لتأسيس الصندوق الاستثماري، وتتضمن:⁽¹⁹²⁾

- أ- نسخة من الشروط والأحكام المقترحة، لتكون أساساً للعقد فيما بين المدير والمستثمرين.
- ب- نوعية المتعاملين الذين يهدف الصندوق إلى جذبهم.
- ج- الحد الأدنى للاشتراك في الصندوق.
- د- الكتيبات والنشرات الدعائية التي سيصدرها البنك، واتفاقية حفظ الأصول، وأية اتفاقية أخرى ترى المؤسسة فحصها.
- هـ- التاريخ المقرر لبدء تشغيل الصندوق، وبيان الحد الأدنى اللازم لتشغيل الصندوق والتعهد بإرجاع أية مبالغ تم تجميعها في تاريخ معين في حالة تعذر تأسيس الصندوق.
- و- طبيعة الصندوق، ونوع الأصول التي سيستثمر بها وطريقة الاستثمار، وتحديد القيود الموضوعية على الاستثمارات.
- ز- بيان أنواع المخاطر التي قد تلحق بالمستثمرين.
- ح- بيان السياسات الاستثمارية للصندوق.
- ط- البيانات الخاصة بالمدير المسؤول عن الصندوق ومساعدته، ومستشار الصندوق والأمين على الصندوق، والمحاسب القانوني.
- ي- بيان التكاليف التي سيتقاضاها المدير كأتعاب، وطريقة احتسابها مقابل قيامه بإدارة الصندوق.

(192) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في مصر، 63. كذلك لائحة صناديق الاستثمار العقاري لهيئة السوق المالي السعودي لعام 2006م، 13.

3.3.1.2 الإجراءات التي يتم بها تأسيس الصناديق الاستثمارية:

- أ- تقديم طلبات تأسيس الصندوق الاستثماري: حيث تتقدم شركة الاستثمار بطلب خطي إلى هيئة سوق المال يتضمن رغبة هذه الشركة في تأسيس وإنشاء صندوق استثماري.
- ب- تلقي هيئة سوق المال للطلبات ودراستها: يتم تكوين لجنة قانونية وفنية للنظر في الطلب ودراسته، والتأكد من توافر الشروط اللازمة للصناديق الاستثمارية، ويتم كذلك دراسة الطلب ومناقشته مع مقدمه، وتقديم الاقتراحات المناسبة.
- ج- إصدار الحكم النهائي من الهيئة على الطلبات: بعد إنتهاء الهيئة من دراسة الطلب والتأكد من توافر الشروط والمتطلبات الأساسية، فإنها تقوم بإشعار مقدم الطلب بالموافقة كتابياً مع تبين الشروط والقيود التي تراها مناسبة، ومن ثم يحق له أن يطرح نفسه للجمهور في صندوقه.

3.3.1.3 الترخيص:

لا يمكن للصندوق مباشرة نشاطه وطرح وثائقه للاكتتاب العام أو الخاص إلا بعد موافقة هيئة السوق المالية، ويجب أن يقدم مدير الصندوق طلب الموافقة على الاكتتاب مرفقاً بالمستندات والمعلومات التالية:⁽¹⁹³⁾

- أ- نشرة الاكتتاب في وثائق استثمار الصندوق.
- ب- عقد إدارة الصندوق المبرم مع مدير الصندوق.
- ج- تفاصيل الهيكل التنظيمي، بما في ذلك كيفية اتخاذ قرار الاستثمار، ووظيفة أي شخص مشترك في القرارات، كمحلي الأبحاث ومدير محفظة الاستثمار وأعضاء لجنة الاستثمار.

(193) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في مصر، مرجع سابق، 61.

- د- اسم المراقب الداخلي.
- ه- عقود خدمات الإدارة وخدمات أمين الحفظ وتوزيع وثائق الاستثمار المبرم مع شركات السمسرة وترويج الاكتتاب.
- و- دراسة الجدوى الاقتصادية والمالية والفنية للصندوق ومشروعاته، والتي تعتبر جزءاً لا يتجزأ من نشرة الاكتتاب.
- ز- رأي المستشار المالي المستقل في دراسة الجدوى، والتدفقات النقدية.
- ح- صورة من العقد المبرم مع المطور العقاري لتنفيذ أغراض الصندوق.
- ط- صورة من العقد مع شركة إدارة العقارات التي سيمتلکها الصندوق.
- ي- صورة من خطاب الارتباط الخاص بالتمويل اللازم لأنشطة الصندوق من إحدى المؤسسات المالية المتخصصة.

3.3.1.4 الإعلان عن الصندوق

- يجب الإعلان عن الصندوق المعلومات التالية:
- أ- كيفية الحصول على نسخة من نشرة الاكتتاب في وثائق الصندوق وتقاريره المالية إذا كان الصندوق قائماً والغرض من الصندوق ورأس ماله ومدته.
- ب- موافقة الهيئة وتاريخها، بالإضافة إلى الموافقات والتراخيص الأخرى الصادرة عن الجهات الحكومية المختصة.
- ج- تعريف بنوعية المستثمر المخاطب بنشرة الاكتتاب في وثائق الصندوق وكيفية الإفصاح عن قيمة الوثائق دورياً.
- د- يجب ألا يتضمن الإعلان أي توقعات عن أداء الصندوق في المستقبل، أو أي بيانات أو معلومات مبالغ فيها، أو ذات تأثير مضلل.

3.3.1.5 الإجراءات المتبعة للاكتتاب: (194)

- أ- يقوم البنك أو الشركة المنشئة للصندوق بتقديم نشرة الاكتتاب للهيئة العامة لسوق المال.
- ب- تقوم الهيئة بفحص نشرة الاكتتاب، فإذا كانت مستوفية للشروط يتم عرضها على مجلس إدارة الهيئة خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ تقديمها، وأما إذا كانت غير مستوفية للشروط فإنه يتم إبلاغ ذوي الشأن لأجل استدراك ما فات واستيفاء الشروط.
- ج- يصدر المجلس قراره خلال مدة محددة في اللوائح التنفيذية من تاريخ تقديم الأوراق مستوفاة، ويخطر أصحاب الشأن بقرار مجلس الإدارة خلال عشرة أيام من تاريخ صدوره متضمناً رقم وتاريخ الموافقة.
- د- بعد موافقة الهيئة العامة لسوق المال على نشرة الاكتتاب، فإنه يتم طرح وثائقها للاكتتاب العام، ويتم الاكتتاب عن طريق أحد البنوك المرخص لها.
- هـ- تمتد فترة الاكتتابات على الأقل 15 يوماً، ويجوز بعدها قفل باب الاكتتاب إذا تمت تغطيته ويسقط قرار الهيئة باعتماد النشرة إذا لم يتم فتح باب الاكتتاب في الوثائق خلال شهرين من تاريخ الإخطار به.
- و- يتم الاكتتاب في وثائق الاستثمار بموجب شهادات اكتتاب موقع عليها من ممثل البنك الذي تلقى الاكتتاب، ومن المكتب أو وكيله في الوثائق الرسمية.

بعد إنتهاء فترة الاكتتاب، إذا كان الاكتتاب في 50% من مجمل الوثائق المصدرة فإنه يجوز للصندوق تعديل قيمة الأموال المراد استثمارها بالاكتفاء بما تم تغطيته من الوثائق، أما في حالة كان الاكتتاب أقل من 50% من مجموع الوثائق المصدرة، على البنك الذي قبض المبالغ من المكتتبين أن يردها إليهم كاملة فور طلبها، بما في ذلك مصاريف الإصدار، أما في حال الاكتتاب في كامل مجموع الوثائق المصدرة أو زيادة طلبات الاكتتاب، فيتم توزيع هذه

(194) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في مصر، 67.

الوثائق على المكتبتين كلٌ بنسبة ما اكتب به، ويتم التصرف في الكسور التي تنشأ عن عملية التخصيص لصالح صغار المكتبتين.⁽¹⁹⁵⁾

يجب أن تحتوي نشرة الاكتاب على:

1. اسم الصندوق وشكله القانوني والهدف من الصندوق.
2. تاريخ ورقم الترخيص الصادر للصندوق من الهيئة.
3. مدة الصندوق ومدة الوثيقة وقيمتها الاسمية.
4. اسم البنك المرخص له في تلقي طلبات الاكتاب.
5. الحد الأدنى والحد الأقصى للاكتاب في الوثائق.
6. المدة المحددة لتلقي الاكتابات.
7. أسماء أعضاء مجلس إدارة الصندوق والمديرين المسؤولين عن الإدارة العامة، وأسماء مراقبي الحسابات.
8. اسم مدير الاستثمار وملخص عن أعماله السابقة.
9. طريقة توزيع الأرباح السنوية وأسلوب معاملة الأرباح الرأسمالية ومدى حدود مسؤولية حامل الوثيقة في ناتج التصفية.
10. بيان ما إذا كان يجوز استرداد قيمة الوثيقة قبل إنتهاء مدتها، وإجراءات وكيفية إعادة بيعها.
11. كيفية الإفصاح الدوري عن المعلومات.
12. أتعاب مدير الاستثمار.
13. أية أعباء مالية يتحملها المستثمرون.
14. طريقة التقييم الدوري لأصول الصندوق.
15. أية بيانات إضافية توضح آلية عمل الصندوق بشكل أفضل.

(195) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في مصر، 65. كذلك لائحة صناديق الاستثمار

العقاري لهيئة السوق المالي السعودي لعام 2006م، 17.

تعديل بيانات الصندوق ونشرة الاكتتاب⁽¹⁹⁶⁾: لا يجوز تعديل النظام الأساسي للصندوق أو نشرة الاكتتاب في الوثائق فيما يتعلق بالسياسة الاستثمارية، وحدود حق الصندوق في الاقتراض، وزيادة أتعاب الإدارة، ومقابل الخدمات والعمولات، إلا بعد الحصول على موافقة حملة الوثائق، وفيما عدا ذلك من تعديلات فتكون بقرار يصدر من مجلس إدارة الشركة، ولا تعد هذه التعديلات نافذة إلا بعد اعتمادها من الهيئة.

يتولى عمليات ترويج الاكتتاب في وثائق الصندوق شركة من الشركات المرخص لها بترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية، وذلك بموجب عقد يتم إبرامه بين الطرفين يتضمن بصفة خاصة حدود مسؤولية شركة الترويج ومقدار أتعابها، وشروط الاكتتاب ومدته.

ويجب أن يتم الاكتتاب في وثائق الاستثمار عن طريق أحد البنوك المرخص لها بتلقي الاكتتابات، ويجب أن يظل الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي يتم طرحها للاكتتاب العام لمدة خمسة عشر يوماً على الأقل يجوز بعدها قفل باب الاكتتاب إذا تمت تغطيته، ويعد الاكتتاب في وثائق الاستثمار قبولاً من حملة الوثائق للنظام الأساسي للصندوق وتكوين جماعة حملة الوثائق والانضمام لها، ويتم الاكتتاب في وثائق الاستثمار بموجب شهادة اكتتاب موقع عليها من ممثل البنك الذي تلقى قيمة الاكتتاب متضمنة ما يلي:

1. اسم الصندوق مصدر الوثيقة.
2. رقم وتاريخ الترخيص بمزاولة النشاط.
3. اسم البنك الذي تلقى قيمة الاكتتاب.
4. اسم المكتتب وعنوانه وجنسيته وتاريخ الاكتتاب.
5. إجمالي قيمة الوثائق المطروحة للاكتتاب.
6. قيمة وعدد الوثائق المكتتب فيها بالأرقام والحروف.
7. حالات وشروط استرداد قيمة الوثائق.

(196) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في مصر، 67.

3.3.2 آليات التوزيع والتداول والإفصاح في الصناديق العقارية: (197)

3.3.2.1 التوزيعات:

يحق للصندوق توزيع كل أو بعض الأرباح التي يحققها على حملة الوثائق دورياً، وذلك من كل أو بعض المصادر التالية:

- أ- الدخول المحققة من تشغيل أصول الصندوق العقارية.
- ب- توزيعات أرباح الأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق.
- ج- الفائدة المستحقة على الاستثمارات في أسواق النقد.
- د- فائض القيمة المتولد عن بيع أصول الصندوق من عقارية وأوراق مالية.
- هـ- أية أرباح يتم تحقيقها من مصادر أخرى.

3.3.2.2 قيد وتداول وثائق الاستثمار:

تعد الوثائق التي يصدرها الصندوق أوراقاً مالية، ويتم قيد وثائق الصندوق المغلق ببورصة الأوراق المالية، وذلك وفقاً للقواعد والإجراءات التي تحددها الهيئة، كما يتم تداول وثائق الصناديق المفتوحة بيعاً أو شراءً من خلال البنوك وشركات خدمات الإدارة، بالإضافة إلى شركات السمسرة المرخص لها بذلك من قبل الهيئة.

وتلتزم هذه الشركات بتوفير الربط الآلي اللازم بينها وبين مدير الصندوق وشركة خدمات الإدارة ويلتزم مدير الصندوق وشركات خدمات الإدارة باتخاذ جميع الإجراءات اللازمة لتسهيل تداول وثائق الاستثمار، ونقل ملكيتها وتسجيلها ويجوز لمدير الاستثمار بيع أو استرداد الوثائق التي تم الاكتتاب فيها طوال مدة الصندوق في حدود الحد الأدنى المحدد في نشرة الاكتتاب.

(197) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في مصر، 67.

3.3.2.3 الإفصاح:

يجب على مدير الاستثمار توفير المعلومات الكافية التي تمكن المستثمرين الجدد وحملة الوثائق من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وخاصةً ما يرد في نشرة الاكتتاب متعلقاً بأهداف الاستثمار في الصندوق وشروطه والمخاطر المرتبطة به، وتلتزم شركات خدمات الإدارة بأن تقدم لحملة الوثائق كل ثلاثة أشهر تقريراً يتضمن البيانات التالية:⁽¹⁹⁸⁾

- أ- صافي قيمة أصول الصندوق.
- ب- عدد الوثائق وصافي قيمتها بالنسبة لكل من حملة وثائق الصندوق.
- ج- بيان بأي توزيعات أرباح تمت في تاريخ لاحق على التقرير السابق إرساله لحملة الوثائق، كما يلتزم مدير الاستثمار بالإفصاح الفوري عن الأحداث الجوهرية التي تطرأ أثناء مباشرة الصندوق لنشاطه لكل من الهيئة وحملة الوثائق ويجب على مجلس إدارة الصندوق أن يقدم إلى الهيئة تقارير نصف سنوية عن أدائه، ونتائج أعماله على أن تتضمن هذه التقارير البيانات التي تفصح عن المركز المالي للصندوق بصورة كاملة وصحيحة، والإجراءات التي يتخذها مدير الصندوق لإدارة المخاطر المرتبطة بالصندوق، وذلك كله وفقاً للضوابط التي تضعها الهيئة.

3.3.2.4 تعارض المصالح:

تلتزم كافة الأطراف ذات العلاقة بتجنب تعارض المصالح، ولا يجوز للصندوق استثمار أمواله في صناديق أخرى منشأة بغير معرفة أي من الأطراف ذات العلاقة، ولا يجوز لمدير الاستثمار ممارسة أي عمل ينطوي على:

- أ- تعارض بين مصلحة صندوق الاستثمار الذي يديره ومصلحته.
- ب- تعارض بين مصلحة الصندوق ومصلحة أي صندوق استثمار آخر يديره.

(198) لائحة صناديق الاستثمار العقاري لهيئة السوق المالي السعودي لعام 2006م، 19.

ج- تعارض المصالح بين حملة الوثائق والمساهمين وحملة أسهم شركة الصندوق والمتعاملين معه.

وفي جميع الأحوال يلتزم مدير الاستثمار بالإفصاح بشكل مسبق وفوري لمجلس إدارة الصندوق والأطراف ذات العلاقة عن أي تصرف ينطوي على تعارض للمصالح، وبالوصول على موافقتهم المسبقة على القيام بهذا التصرف.⁽¹⁹⁹⁾

3.3.2.5 استرداد وثائق الاستثمار والوفاء بمقابلها:

لا يجوز للصندوق أن يرد إلى حملة الوثائق قيمة وثائقهم، أو أن يوزع عليهم عائداً بالمخالفة لشروط الإصدار، ويلتزم الصندوق باسترداد وثائق الاستثمار بمجرد الطلب، وبما يتفق وأحكام هذه المادة.

ويجوز الوقف لعمليات الاسترداد أو السداد النسبي متى طرأت ظروف استثنائية تبرر هذا الوقف، وكانت مصلحة حاملي الوثائق تتطلب ذلك، وذلك وفقاً للشروط التي يحددها النظام الأساسي للصندوق ونشرة الاكتتاب، ويجب على مدير الاستثمار إبلاغ الهيئة بقرارها الصادر بالوقف بعد اعتماده من مجلس إدارة الصندوق، وتعتبر الحالات التالية ظرفاً استثنائية تبرر وقف عمليات الاسترداد:⁽²⁰⁰⁾

أ- تزامن طلبات التخارج من الصندوق وبلوغها حداً كبيراً يعجز معها مدير الاستثمار عن الاستجابة لطلبات الخروج.

ب- عجز شركة الإدارة عن تحويل الأوراق المالية المدرجة في حافظة الصندوق إلى مبالغ نقدية لأسباب خارجة عن إرادتها.

(199) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في مصر، 76

(200) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في مصر، 63. كذلك لائحة صناديق الاستثمار العقاري لهيئة السوق المالي السعودي لعام 2006م، 13.

ج- انخفاض قيمة الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق نتيجة للهبوط الفجائي في أسعار هذه الأوراق بما يؤدي إلى انخفاض قيمة أصول الصندوق بصورة كبيرة.
د- حالات القوة القاهرة.

ويتم الوقف أو السداد النسبي وتقدير هذه الظروف الاستثنائية وغيرها تحت إشراف الهيئة بعد الحصول على موافقتها، ويكون هذا الوقف مؤقتاً إلى أن تزول أسبابه والظروف التي استلزمته.

ويتم تحديد مقابل استرداد الوثائق غير المقيدة ببورصة الأوراق المالية، بقسمة صافي القيمة السوقية لأصول الصندوق على عدد الوثائق القائمة، وذلك في نهاية عمل يوم تقديم طلب الاسترداد.

ويتم خصم قيمة الوثائق المطلوب استردادها من أصول الصندوق اعتباراً من اليوم التالي لتقديم طلب الاسترداد، ويجب مراعاة خصم مصاريف تصفية الحصة من القيمة المستحقة عنها للمستثمر المتخارج، على أن يتم الوفاء بقيمة الوثائق المطلوب استردادها خلال يومي عمل من تاريخ طلب الاسترداد.

3.4 مخاطر وصعوبات الاستثمار في الصناديق العقارية

تعرف مخاطر الاستثمار بأنها "حالة تذبذب وعدم إنتظام في العوائد واحتمال حدوث خسائر رأسمالية في الاستثمار".⁽²⁰¹⁾

لذا فعند القيام بأي استثمار يجب تحديد درجة المخاطر التي يمكن تقبلها لوجود علاقة طردية بين العائد المطلوب ودرجة المخاطرة، فكلما طلبنا عائداً أعلى كلما زادت درجة المخاطرة التي نتحملها، وكلما زادت درجة المخاطرة نقوم بطلب عائداً أعلى للتعويض عن تحمل مخاطر إضافية، وبشكل عام فإن جميع المستثمرين يسعون لتحقيق أعلى عائد عند

(201) بلخير، تقدير العائد والمخاطرة للاستثمار، 5.

مستوى معين من المخاطر أو تخفيض المخاطر إلى أدنى مستوى ممكن عند مستوى معين من العائد(202).

وبشكل عام يخضع العائد على الاستثمار في العقارات لعدد من العوامل المترابطة بما في ذلك التغيرات السلبية في الظروف الاقتصادية الإقليمية أو المحلية أو الدولية، والظروف السلبية في السوق المحلي، والظروف المالية لمستأجري ومشتري وبائعي الممتلكات، وشغور العقارات لفترات طويلة، والتغيرات في توفر التمويل، والتغيرات في تكلفة أسعار التمويل الإسلامي، ومعدلات الضرائب العقارية، وغيرها من النفقات التشغيلية، والأنظمة والقوانين واللوائح البيئية، والقواعد الحكومية والسياسات المالية الأخرى، والمطالب البيئية، وأسعار الطاقة، والمخاطر الناجمة عن الاعتماد على تدفقات نقدية، والتأخر في تحصيل الإيجارات، وكذلك حوادث القوة القاهرة، والخسائر غير القابلة للتأمين، وعوامل أخرى خارجة عن سيطرة مدير الصندوق.

وقد يؤدي حدوث أي من هذه العوامل، أو أي مجموعة منها مجتمعة، إلى مخاطر جسيمة تؤثر على قيمة الأصول العقارية، وعلى قدرة الصندوق على توليد أي عائدات على استثماراته.

وللمخاطر أنواع عديدة، منها المخاطر على أساس مصدر الخطر، وهي مخاطر التشغيل والإدارة والمخاطر القانونية والائتمان والأسعار، ومنها المخاطر على أساس ارتباطها بالمؤسسة التي تصيب كافة الشركات في السوق وبدرجات متفاوتة ومن دون أن يكون للإدارة قدرة على تجنبها، كذلك هناك المخاطر التي تصيب صناعة أو مشروع أو شركة دون غيرها، فالتغيرات مثل الأخطاء الإدارية والحملات الإعلانية وتغير أذواق المستهلكين والدعاوي القضائية تسبب تغيرات في العوائد الخاصة بهذه الشركة أو المؤسسة دون غيرها(203) وتتوقف هذه المخاطر على خبرة العاملين وتوظيفهم للمواد بالطريقة المناسبة والجودة المثلى، ويمكن للمستثمرين التخلص منها أو تخفيفها بواسطة التنوع في الاستثمار. وبالنظر إلى

(202) خطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، ورقة أعدت لهيئة

سوق الأوراق المالية في أبو ظبي، 2007، 6.

(203) بلخير، تقدير العائد و المخاطرة للاستثمار، 6.

مجموع المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون في الصناديق العقارية نجدها تندرج تحت نوعين أساسيين:

1. المخاطر المرتبطة بأصول الصندوق العقاري.

2. مخاطر الاستثمار في الصندوق العقاري.

3.4.1 المخاطر المرتبطة بأصول الصندوق العقاري:

3.4.2 تقلبات أسعار العقار وعوامل الاستهلاك والزمن:

يمر قطاع العقارات بدورات وتقلبات كبرى في القيمة، ويمكن أن يؤدي أي تغيير في الاقتصاد إلى تراجع في القيمة السوقية لاستثمارات الصندوق، وقد يؤدي هذا التراجع إلى تقلص عوائد الصندوق، وإلى عدم تمكن الصندوق من تنفيذ استراتيجيته الاستثمارية بنجاح، وكذلك بالتسبب في قيام الصندوق ومدير الصندوق بتغيير استراتيجية الاستثمار، أو قد يدفع الصندوق إلى التصرف في استثماراته مع تكبد بعض الخسائر.

كما أن العقار يتعرض كأصل مادي لاستهلاك مادي حقيقي، مما يقلل من قيمته تدريجياً، ويساهم في تقليل قيمة العقار بالإضافة إلى ذلك تقادم طريقة تشغيله وإدارته، أو فقدان أهمية موقعه الذي كان يتمتع به، ويستدعي ذلك من المستثمر تكوين احتياطات مناسبة من دخل العقار بصفة مستمرة، لتوفير أعمال الصيانة والتجديدات، ولتطوير العقار ومرافقه وأسلوب إدارته وتشغيله.

3.4.3 النزاعات القانونية المتعلقة بملكية الأصول العقارية للصناديق:

تعتبر ثبوتيات ملكية العقارات من المخاطر، حيث قد لا توجد سجلات عقارية مركزية فعالة وملزمة في بعض الدول، كما أن صكوك الملكية قد لا تمثل بالضرورة حقوق التصرف الكاملة في ملكية العقار، وقد تخضع للطعن، وعليه فإن المنازعات القانونية قد تنشأ فيما يتعلق بالأصول العقارية التي يستحوذ عليها الصندوق من خلال مدير الصندوق، مما قد يضعف قدرة الصندوق على التصرف أو نقل الأصول بملكية خالية من الرهن والقيود، وقد

يتسبب في بعض الحالات بخسارة الصندوق الملكية الأصول العقارية التي اعتقد بأن الاستحواذ عليها تم بصورة قانونية، فضلاً عن ذلك قد تؤثر هذه المنازعات والخلافات بشأن الملكية جوهرياً على قيمة الأصول العقارية، وبالتالي على قيمة الوحدات في الصندوق. كما قد تظهر بعض النزاعات بخصوص تعدد ادعاء الملكية، وقد لا يتوافر إثبات قاطع على الملكية فيما يتصل بالأصول العقارية التي يقوم الصندوق بشرائها، الأمر الذي قد يضعف من قدرة الصندوق على التصرف بالأصول العقارية أو نقلها مع توفير حق ملكية واضح، وقد يؤدي الأمر في بعض الحالات إلى فقدان الصندوق للملكية أراضٍ كان يعتقد أنه قد استحوذ عليها بصورة قانونية.⁽²⁰⁴⁾

3.4.4 مخاطر التسييل لأصول الصندوق العقاري:

تمثل العقارات فئة غير سائلة من الأصول، مع درجة من السيولة المتذبذبة بشكل عام والمرتبطة بالطلب على تلك الاستثمارات ومدى جاذبيتها، وإذا اضطر الصندوق إلى تصفية استثماراته العقارية في وقت غير مناسب أو بعد مدة الصندوق، فإن عائدات الصندوق قد تكون أقل بكثير من القيمة الدفترية الإجمالية لممتلكاته، كما أن استثمارات الصندوق في العقارات تكون مقيدة بمدتها القصيرة أو المتوسطة المدى بالنسبة للبيع أو القابلية للنقل، فالبيع السريع لمثل هذه الاستثمارات قد يكون ممكناً فقط في حالة التخفيضات الكبيرة، ومن الصعب تقييمها بدقة، وأن أي تأخيرات أو صعوبات يواجهها الصندوق في التصرف في أصوله العقارية قد تؤثر بشكل جوهري على العائدات النهائية التي يتلقاها المستثمرون، أن وجدت تلك العائدات.

إضافة إلى ذلك، في حالات أوضاع سوق المال المتغيرة فإن قدرة الصندوق على تصفية استثماراته العقارية بالسعر وفي الوقت الذي يعتبره الصندوق مناسباً يمكن أن تكون محدودة، مما ينعكس سلباً على إجمالي ريع العقارات المملوكة، وبالتالي إجمالي أصول الصندوق وسعر وحداته.

(204) نشرة اكتتاب صندوق إنماء مكة الصادرة، (مكة المكرمة: شركة إنماء مكة، 20-8-2017م)،

كذلك قد يتأثر أداء الصناديق سلباً في حال تركز عمله على نوع محدد من الاستثمارات من حيث العدد والنوع، كاستثمار في العقارات المدرة للدخل مثلاً، والتي تتركز في فئة معينة من العقارات.

3.4.5 مخاطر القوانين الناظمة للعقارات:

تشكل التغيرات في البيئة التنظيمية والتشريعات مخاطر تتهدد أعمال الصندوق وتمثل التغيرات في لوائح تقسيم المناطق وأنظمة وقوانين المحاسبة والضرائب والأنظمة والقوانين البيئية أمثلة على اللوائح المحلية والحكومية ذات التأثير الكبير على قيمة الممتلكات والجدوى الاقتصادية من الأصول العقارية.

إضافة إلى ذلك فإن أي تعديلات تطرأ على الأنظمة والقوانين واللوائح الحالية قد تفرض تكاليف أكثر، والتزام الصندوق بتلك الأنظمة والقوانين واللوائح قد يتطلب نفقات تؤثر بشكل كبير على رأس المال، وقد تؤثر سلباً على أعمال الصندوق وحالته المالية، وتدفعاته النقدية ونتائج عملياته. (205)

3.4.6 مخاطر الكوارث الكبيرة:

قد تتعرض الأصول العقارية لأضرار مادية كبرى ناجمة عن حرائق، أو عواصف، أو زلازل، أو كوارث طبيعية أخرى، وفي حال حدوث أي من ذلك قد يفقد الصندوق رأس المال الذي استثمره في الأصول العقارية، وكذلك الإيرادات المتوقعة، وفضلاً عن ذلك لا يمكن تقديم أي ضمان بأنه سيتم بشكل كامل تعويض تلك الخسائر، كما أن هناك أنواعاً معينة من المخاطر والخسائر، مثل الخسائر الناتجة عن الإرهاب أو الحروب، ليست قابلة للتأمين اقتصادياً، وغير مؤمن ضدها بوجه عام، وفي حال وقوع أي من تلك الحوادث فإنه من شأن كل ذلك أن يربط أثراً سلبياً جوهرياً على أعمال الصندوق وحالته المالية، وتدفعاته النقدية ونتائج عملياته.

(205) نشرة اكتتاب صندوق استثمار المصريين للاستثمار العقاري، (القاهرة: شركة المصريين للاستثمار

العقاري، 11-4-2017م)، 2.

3.4.7 مخاطر عدم القدرة على التخارج:

إذا تعذر على الصندوق التصرف في أصوله بموجب شروط يراها مناسبة، أو في توقيت يقرر فيه مدير الصندوق التصرف بأي شكل في الحالة المالية للصندوق، ونتائج عملياته، وتدفقاته المالية، وقدرته على إجراء آخر بالأصول، فقد تتأثر سلباً توزيعات المستثمرين.

3.4.8 مخاطر إنتزاع ملكية الأصول العقارية:

من الممكن قيام بعض الجهات الحكومية في أغلب الدول بالاستحواذ الإجباري على عقار لتحقيق المنفعة العامة، ومن الناحية العملية يكون سعر الشراء لعقار ما عادة ما يساوي القيمة السوقية، وفي حال نزع الملكية يتم الاستحواذ الإجباري على العقار بعد فترة إخطار، وعلى الرغم من احتمالية دفع التعويض، فهناك خطر يتمثل في أن تكون قيمة التعويض غير كافية، بالمقارنة مع حجم الاستثمار أو الربح الفائت أو الزيادة في قيمة الاستثمار. (206)

3.4.9 مخاطر الاستثمار في الصندوق العقاري:

3.4.9.1 المخاطر الناتجة عن الأفراد العاملين في الصندوق:

يعتمد نجاح الصندوق العقاري على قدرات مدير الصندوق، والمستشار العقاري، والمستشار المالي، ومدير الخدمات العقارية، وعدد محدود من الأفراد الآخرين، على تطوير وتنفيذ سياسات الاستثمار الخاصة بالنجاح، علماً بأن هذه الجهات هي عبارة عن كيانات مؤسساتية قائمة، وتعمل باستمرار على تطوير قدراتها التشغيلية لتحسين أدائها، وفي حال استمرار أي من هذه الجهات في الصندوق، فسيقوم مدير الصندوق بإيجاد جهة بنفس الكفاءة أو أفضل للقيام بعمله، وقد يؤدي تعذر استمرار أي من الجهات المقدمة للخدمات للتأثير سلباً على أداء الصندوق. (207)

(206) نشرة اكتتاب صندوق إنماء مكة الصادرة، 35.

(207) نشرة اكتتاب صندوق إنماء مكة الصادرة، 26

فهناك مخاطر تتعلق ببائعي ومشتري العقارات ومقدمي الخدمات الذين يشاركون في عمليات البيع والشراء، وكذلك مستشاري التقييم والمستشارون القانونيون والمحاسبون والسامسة، حيث قد يعجز الوسطاء في عمليات بيع وشراء العقارات، ومقدمي الخدمات لتلك العمليات عن القيام بعملهم، أو يفشلون في تأدية واجباتهم على الوجه الأكمل، وربما يواجهون مشاكلًا ائتمانية أو قانونية أو مالية، أو من جهة أخرى قد لا يقومون بدورهم بكفاءة كوسيط في اتفاقية تجارية، ويمكن لمثل هذه الثغرات أن تعيق مدير الصندوق عن أداء دوره، وربما تؤثر سلباً على قيمة الأصول المملوكة من الصندوق بشكل غير مباشر.

كذلك يعتمد عمل المثلثين العقاريين على عوامل مختلفة قد يصعب تحديدها، حيث يتم تقييم الأصول العقارية للصندوق بناءً على الحسابات والتقديرات المعدة من قبل مثلثين مستقلين معروفين بالخبرة والصدق والمعرفة في النشاط العقاري، وإذا حدد المقيّمون قيمة أقل من القيمة التي يتوقعها الصندوق، فإن ذلك قد يؤثر بشكل جوهري على معدل العوائد المتوقع تحقيقها. وقد يقوم الأشخاص الرئيسيين من وقت لآخر بالعمل بصلاحيات مماثلة، أو الاشتراك في صناديق أخرى لدى بعضها أهداف استثمارية مماثلة للصندوق، ومن ثم فكل منها معرض لتضارب المصالح فيما يتعلق بتوزيع وقت الإدارة والخدمات والوظائف الأخرى، بين الأنشطة التي تعهد بها كل منهم فيما يتعلق بالصندوق والأنشطة الأخرى، مما قد ينعكس سلباً على أداء الصندوق.⁽²⁰⁸⁾

3.4.9.2 مخاطر إدارة الأصول العقارية وضبط التدفقات النقدية:

إن البدء في مشاريع جديدة ينطوي على مخاطر، منها تأخر الحصول على الموافقات والتصاريح الحكومية اللازمة للتشغيل، وغيرها من الموافقات والتصاريح الحكومية الأخرى المطلوبة لإدارة الأصول، وبحكم أن الاستثمار في الوحدات بالصندوق هو استثمار غير مباشر في المشروع، فإن تشغيل الأصول سيكون له تأثير مباشر وكبير على قيمة وحدات الصندوق في حال تعثر أو تأخير تحصيل العوائد.

(208) المصدر السابق، 26.

في حالة إدارة الأصول (تأجير أو إسكان)، يتمثل جزء كبير من دخل الصندوق في إيرادات إيجار أصول الصندوق العقارية، ولا يوجد أي ضمان بأن الصندوق سيكون قادراً على اجتذاب مستأجرين ملائمين والإبقاء عليهم وفقاً للشروط والأوضاع التي يسعى إليها، وعلاوة على ذلك فإن الاستقرار المالي للمستأجرين قد يؤثر على الأداء المالي للصندوق، كما أن الاستقرار المالي للمستأجرين قد يتغير بمرور الوقت نتيجة لعوامل تتصل مباشرة بالمستأجرين أو الاقتصاد الكلي مما قد يؤثر على قدرتهم على دفع مبالغ الإيجار، وبالإضافة إلى ذلك فقد يتكبد الصندوق أيضاً تكاليف ذات صلة بالإبقاء على المستأجرين الحاليين واجتذاب مستأجرين جدد، والتكاليف والوقت الذي يتطلبه تطبيق الحقوق المنصوص عليها في عقد الإيجار مع المستأجر المتعثر، وقد يكون للإخفاق في اجتذاب المستأجرين المناسبين والإبقاء عليها أثر سلبي جوهري على أعمال الصندوق والوضع المالي والتدفقات النقدية ونتائج التشغيل، كما قد يؤثر سلباً على قيمة الأصول العقارية. (209)

وقد لا تنخفض بعض النفقات الرئيسية للصندوق، بما في ذلك الصيانة والتكاليف التشغيلية للأصول العقارية، ما لم تغط عقود الإيجار ذلك ونفقات التمويل عند انخفاض الإيرادات، وإذا ما انخفضت الإيجارات والدخل التشغيلي بينما ظلت التكاليف كما هي، فإن إيرادات الصندوق والأموال المتاحة للتوزيع على مالكي الوحدات قد تنخفض تبعاً.

كذلك من الصعوبة بمكان تقديم ضمانات بتحصيل العائدات العقارية (في حالة مبلغ الإيجار السنوي لأصول الصندوق مثلاً) في حينها، ويمكن حدوث بعض التأخيرات في سداد الالتزامات، كما أنه ليس هناك ضمان بأن تحقق الأصول عائداً ثابتاً، وذلك لارتباط الدخل المباشر بأداء أصول الصندوق.

(209) نشرة اكتتاب صندوق إنماء مكة الصادرة، 31.

3.4.9.3 مخاطر التنافس في السوق العقاري:

إن المنافسة في قطاع العقارات كبيرة، ولذا قد تكون بعض أصول المنافسين في مواقع أفضل من غيرهم، وهذا قد يؤدي إلى تأثير سلبي على قدرة الصندوق بالاستثمار بحده الأعلى إن كان تأجيراً أو بيعاً، ويمكن أن يؤثر سلباً على إيرادات الصندوق، كما أن زيادة منافسة صناديق الاستثمار الأخرى، وزيادة الرغبة في الاستثمار في الممتلكات تؤديان إلى ارتفاع أسعار الشراء وانخفاض العائد عليها، وربما كان لدى بعض المنافسين القدرة في شراء ممتلكات بسعر أعلى، أو بشروط أدنى من تلك التي يمكن قبولها.⁽²¹⁰⁾

3.4.9.4 مخاطر التمويل والضمانات:⁽²¹¹⁾

قد يتم تمويل بعض المشروعات جزئياً من خلال تمويل دين خارجي أثناء مدة الصندوق، وذلك بضمان على أصول الصندوق، مما قد يؤدي إلى زيادة تكاليف الاقتراض بسبب عمليات نقل الأصول العقارية إلى المصرف الممول، وقد لا ينتج من الأصول العقارية ما يكفي من إيرادات لتغطية هذه التكاليف، مما يؤدي إلى بيع الأصول العقارية لخدمة تمويل الدين الخارجي المقدم للصندوق، قبل إعادة أي أموال لمالكي الوحدات، وإذا لم تكف هذه المبالغ لتغطية تكاليف التمويل، أو في حالة حدوث واقعة تقصير فيما يتعلق بالتمويل، حينها يحق للممول تصفية أصول الصندوق إلى الحد الذي يفي بحقوق الممول وفقاً لاتفاقية التمويل، الأمر الذي يؤثر سلباً على الدخل الموزع على مالكي الوحدات.

⁽²¹⁰⁾ نشرة إصدار صندوق مشاركة ريت العقاري، (السعودية: صندوق مشاركة ريت العقاري، يونيو

2017م)، 28.

⁽²¹¹⁾ نشرة اكتتاب صندوق استثمار المصريين للاستثمار العقاري، 2.

3.4.9.5 مخاطر تغير ظروف السوق العقاري:

يمكن أن تتأثر أصول الصناديق العقارية بالأوضاع الاقتصادية الكلية، والتي تشمل من بينها التغيرات في أوضاع سوق المال، والتغير في علاقات العرض والطلب، وبرامج وسياسات التبادل المالي والنقدي والتجاري للحكومات، والأحداث والسياسات المحلية والدولية، بالإضافة إلى ذلك فإن قيمة عقارات معينة يمكن أن تنخفض بسبب تغيرات في سوق العقارات المحلية، مما قد ينتج عنه تكبد الصندوق خسارة، خصوصاً إذا اضطر الصندوق إلى تصفية استثماراته في ظروف تكون فيها الأوضاع الاقتصادية العامة سيئة، وأي تغير سلبي بوضع السوق العقارية قد يعود بأثر سلبي على أداء الصندوق ومالكي وحداته.

كما أن الأداء المستقبلي للصناديق يتأثر بشكل كبير بالتغيرات التي تطرأ على ظروف العرض والطلب فيما يتعلق بقطاع العقارات بشكل عام، والتي يمكن أن تتأثر بالظروف الاقتصادية والسياسية الإقليمية والمحلية، والمنافسة المتزايدة التي يمكن أن تؤدي إلى انخفاض في قيمة العقارات وإيجاراتها، مما يخفض صافي قيمة الوحدات ويؤثر سلباً عليها.

3.4.9.6 مخاطر اعتبارات توافق عمل الصناديق مع أحكام الشريعة

الإسلامية: (212)

تقوم الصناديق العقارية بالاستثمار في الفرص المتوافقة مع الضوابط الشرعية التي تحددها هيئة الرقابة الشرعية للصناديق، ويمكن أن يجد ذلك من قدرة الصناديق على تنفيذ استثمارات معينة أو يمنعها تماماً، وقد يحرم هذا حملة الوحدات فرص لتحقيق عوائد في سبيل الالتزام بالضوابط الشرعية، ويمكن أن ينتج عن ذلك أداء أقل من تلك الصناديق التي تعمل دون الالتزام بالضوابط الشرعية، إضافة إلى ذلك، وبالرغم من سعي الصناديق إلى ضمان أن تكون كل الاستثمارات مطابقة للضوابط الشرعية بعيداً عن الربا لقوله

(212) نشرة اكتتاب صندوق إنماء مكة الصادرة، 28.

تعالى " وأحل الله البيع وحرم الربا"⁽²¹³⁾ والغرر والغش والتعامل بالمحرمات، فلا توجد ضمانات بأن تكون كل استثمارات الصناديق ملتزمة في كل الأوقات بالضوابط الشرعية. وقد يعطي المستشارون الشرعيون واللجان القضائية آراء مختلفة بشأن القضايا المشابهة المتعلقة بالالتزام بأحكام الشريعة، الأمر الذي يؤدي إلى قيام مالكي الوحدات باستشارة مستشاريهم القانونيين والشرعيين للتعرف على آرائهم، ورغم أن الهيئات الشرعية تقوم بمراجعة المستندات المتعلقة بالصناديق، فإن آراءها ووجهة نظرها، بشأن التزام الصندوق بمبادئ الشريعة الإسلامية لا تكون ملزمة للمحاكم أو اللجان القضائية، وبناءً عليه فإن قرارات الهيئات الشرعية بخصوص التزام الصندوق بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع للتغير والاختلاف مع فقهاء الشريعة الآخرين.

3.4.9.7 المخاطر السياسية:⁽²¹⁴⁾

غالباً ما يتم تعريف المخاطر السياسية بأنها مخاطر الآثار السلبية الناجمة عن أحداث سياسية غير متوقعة داخل النطاق المحلي أو الإقليمي أو حتى الدولي والتي يكون لها آثار سلبية مباشرة أو غير مباشرة وتنشأ عن المناخ السياسي مخاطر عدم الاستقرار وذلك لأن الحكومات والأنظمة السياسية في حالة تقلب مستمر وغالباً ما يؤثر ذلك مباشرة على القطاعات الاقتصادية والتجارية بما فيها قطاع العقارات، وبالتالي قد يؤثر سلباً على أداء الصندوق.

3.4.9.8 مخاطر تغيير العملة:

هي المخاطر الناجمة عن التغيرات غير المتوقعة أو تذبذب في أسعار صرف العملات، فقد تكون الاستثمارات التي يتألف منه الصندوق مقومة بعملات أخرى غير عملة الصندوق نفسه مما يعني أن تقلبات أسعار صرف تلك العملات قد تؤثر بصورة كبيرة على قيمة سعر وحدات الصندوق.⁽²¹⁵⁾

(213) سورة البقرة الآية 275

(214) نشرة اكتتاب صندوق إنماء مكة الصادرة، 32.

(215) نشرة اكتتاب صندوق المشاركة ريت العقاري، 27.

3.4.9.9 المخاطر المتعلقة بالتوزيعات: (216)

هذه المخاطر تشمل مخاطر التقلبات في توزيع الدخل من قبل الصندوق نتيجة لأي تقلبات في تقييم الأسواق أو الأرباح، أو التغييرات في سياسات توزيع الأرباح من قبل الصندوق على مالكي الوحدات وفقاً لذلك، وبالتالي قد لا تستطيع الصناديق مواصلة توزيع الدخل على ملاك الوحدات بنفس النسب السابقة.

إن الاستثمار في الصندوق ليس بمثابة ودیعة في المصرف أو غيره من مؤسسات الإيداع المؤمنة، وتمثل الوحدات ملكية مشاعة في صافي قيمة أصول الصندوق، ويقوم مدير الصندوق أو أمين الحفظ باتخاذ إجراءات كافية لفصل أصول الصندوق عن أي أصول أخرى، وتشمل هذه الإجراءات - على سبيل المثال لا الحصر - إنشاء حساب مصرفي منفصل للصندوق، وحفظ دفاتر المحاسبة وسجلات الأصول العقارية وغيرها.

3.4.3 الصعوبات المترتبة على الاستثمار العقاري:

إن صناديق الاستثمار العقارية (المتداولة والتقليدية) تحمل في طياتها عديداً من الفرص المستقبلية كأداة استثمارية عقارية فعالة مدرة للدخل، وهذه الصناديق تعتبر رافداً مهماً من روافد الاستثمار، ولكن الاستثمار في الصناديق العقارية ليس مناسباً لجميع المستثمرين لأنه ينطوي على مخاطر خاصة به سنستعرضها بشكل موجز بالتالي:

أ- درجة السيولة أقل من بعض الاستثمارات الأخرى كالأوراق المالية أو سلع التجارة (ونقصد هنا صناديق الاستثمار العقاري التقليدية وليست الصناديق المتداولة)، فالعقار لا يمكن تحويله إلى سيولة بسرعة دون تحمل خسارة في قيمته في معظم الأحوال، ولكن يمكن تفادي هذه الخسارة إذا لم يستعجل المستثمر في عملية التحويل، وتريث لحين ظهور المشتري المناسب، أو في حالة وجود آلية لتداول وحدات الصندوق ودورية التقييم.

(216) المصدر السابق ، 24.

ب- أكثر وحدات العقار تشتري بمبالغ كبيرة مما يقلل من نسبة التنوع في إجمالي استثمارات الفرد، ذلك التنوع الذي يهدف إليه كل مستثمر بغرض تقليل نسبة الخطر.

ج- يتعرض العقار كأصل مادي لاستهلاك مادي حقيقي، مما يقلل من قيمته تدريجياً، ويساهم في تقليل قيمة العقار بالإضافة إلى ذلك تقادم طريقة تشغيله وإدارته، أو فقدان موقعه للأهمية التي كان يتمتع بها، ويستدعي ذلك من المستثمر تكوين احتياطات مناسبة من دخل العقار بصفة مستمرة لتوفير أعمال الصيانة والتجديدات ولتطوير العقار ومرافقه وأسلوب إدارته وتشغيله.

د- ليس هناك ما يضمن الأداء المستقبلي للصناديق العقارية المتداولة، وعند بيع أو توزيع موجودات الصندوق قد يتلقى المساهمون دخلاً أقل من الاستثمار الأولي.

هـ- يمكن لقيم العقارات أن تزيد أو تنقص بناءً على العوامل الاقتصادية في المدى القصير، بما في ذلك أسعار الفائدة، تكاليف التأمين، البطالة، دوران المستأجر، إلخ. و- صناديق الاستثمار العقاري المتداولة التي يتم تداولها في البورصات تخضع لتقلبات سوق الأسهم.

ز- محدودية معرفة الكثير من صغار المستثمرين بهذه الصناديق العقارية.

ح- ضعف الثقة بالمنتجات العقارية بعد تعثر الكثير من المساهمات العقارية في السنوات الماضية في بعض الأماكن.

ط- ارتفاع أسعار الاشتراكات في الصناديق العقارية، مما يؤدي إلى تفضيل المستثمر للاستثمار الشخصي بشكل أكبر.

ي- ضعف المرونة في عملية تداول وحدات الصناديق العقارية المتداولة في السوق المالية.

ك- ضعف البنية التحتية مما يؤثر على العائد على الصناديق العقارية.

ل- ضعف متابعة عملية سير المشاريع لضمان إنتهاء الصندوق العقاري في وقته المحدد.

م- التداخلات والإشكالات التي تنتج عن انتقال الملكية والإجراءات التي قد تكون معقدة أو طويلة في بعض الأحيان.

ن- عدم الترابط بين الأنظمة والأجهزة الحكومية مما يؤدي إلى التضارب في الحصول على التراخيص والتأخر في عملية إنهاء إجراءات المشاريع العقارية.

س- التأخير في الحصول على التراخيص والموافقات على الصناديق من قِبل هيئة السوق المالية.

ع- ضعف الترابط والتكامل بين المطورين العقاريين ومديري الصناديق العقارية. ورغم المخاطر السابقة في هذه الصناديق إلا أن العوائد الاستثمارية منه تعد عوائد مجزية تفوق مقدار المخاطر في هذا الاستثمار، لذلك تعتبر أهم النقاط الإيجابية في الاستثمار العقاري هي العوائد الجيدة مع المخاطر المتوسطة نسبياً والثقة في إدارتها، وسنقوم - في الفصل الخامس - بإيراد طرق وآليات معالجة معظم هذه المخاطر والصعوبات وكيفية دور كل من المؤسسات والأفراد والهيئات المالية والحكومات في هذه المعالجة.



الفصل الرابع: دراسة تحليلية للصناديق الاستثمارية العقارية

للووصول إلى دراسة واقع الصناديق العقارية الإسلامية المتواجدة في عالمنا الإسلامي وتحليلها، فضلنا القيام بدراسة عدد من الصناديق المتنوعة من حيث نجاح الصناديق وفشلها، فقمنا بدراسة صناديق ناجحة وصناديق لم تكتمل وصناديق لم تحقق الهدف منها، كذلك التنوع الجغرافي، فقمنا بدراسة عدد من الصناديق في مصر والخليج وتركيا، وهي البلاد الرائدة في هذه الصناعة في عالمنا الإسلامي، خاصة أن الصناديق الإسلامية العقارية حديثة النشأة نسبياً في العالم الإسلامي، وتم اختيار مجموعة متنوعة من الصناديق بحيث تتوزع جغرافياً وكذلك تنوع آلية عمل الصناديق ولتقييم الصناديق الاستثمارية العقارية يجب الأخذ بالاعتبار عدة عوامل هي:

1. ضمان العوائد.
 2. مخاطر الصندوق.
 3. العائد الأولي.
 4. التنوع في أنواع العقارات.
 5. حجم الصندوق.
 6. التنوع الجغرافي لأعمال الصندوق إن كان داخل المملكة السعودية أم خارجها.
- إن أهداف الصناديق الاستثمارية تتنوع لتشمل:

- أ- صناديق بهدف توليد أرباح دورية لحاملي وحدات الصناديق.
- ب- الزيادة الرأسمالية لوحدات الصندوق، وهذه الزيادة ترتبط بدورها بطبيعة الأصول العقارية وطبيعة وظروف السوق وغيرها من الأهداف التي ذكرت سابقاً.

4.1 الصناديق العقارية في المملكة العربية السعودية:

بدأ إدراج الصناديق العقارية في سوق المال السعودية في سنة 2017م، حيث تم إدراج خمسة صناديق عقارية، وفي عام 2018م تم إضافة خمسة صناديق عقارية إسلامية أخرى حيث تمت عمليات الاكتتاب الأولية في هذه الصناديق بنجاح جيد

ويعتبر صندوق الرياض ريت هو أول صندوق عقاري إسلامي يحصل على الموافقة في سوق المال السعودي، وفيما يلي التسلسل الزمني لصناديق الاستثمار السعودي.

جدول رقم 4.1: التسلسل الزمني لصناديق الاستثمار العقارية المدرجة: (217)

اسم الصندوق	اسم شركة الاستثمار	تاريخ الإدراج
صندوق الرياض ريت	الرياض كابيتال	13 نوفمبر 2016
صندوق الجزيرة موطن ريت	الجزيرة كابيتال	16 نوفمبر 2017
صندوق جدوى ريت الحرمين	شركة جدوى للاستثمار	30 ابريل 2017
صندوق تعليم ريت	السعودي الفرنسي كابيتال	30 مايو 2017
صندوق المعذر ريت	شركة أصول وبخيت الاستثمارية	22 اغسطس 2017
صندوق مشاركة ريت	شركة مشاركة الاستثمارية	1 اكتوبر 2017
صندوق ملكية الخليج ريت	شركة ملكية للاستثمار	5 نوفمبر 2017
صندوق المشاعر ريت	مسقط كابيتال	18 يناير 2018
صندوق الأهلي ريت	شركة الأهلي كابيتال	8 يناير 2018
صندوق جدوى ريت السعودية	شركة جدوى للاستثمار	11 فبراير 2018
صندوق الراجحي ريت	الراجحي كابيتال	20 مارس 2018
صندوق دراية ريت	دراية المالية	26 مارس 2018

المصدر: هيئة السوق المالية السعودية (تداول)، www.tadawul.com

حيث بلغ إجمالي حجم أصول صناديق الاستثمار العقاري المتداولة عند الطرح 9.6 مليار ريال، وبالإضافة إلى الصناديق المدرجة تم الحصول على الموافقة لطرح الصناديق التالية:

1. صندوق سدكو كابيتال ريت.
2. صندوق النفيعي للاستثمار.
3. صندوق سويكوروب.

(217) هيئة السوق المالية السعودية (تداول)، www.tadawul.com

4. صندوق ميفك ريت.

5. صندوق بنيان ريت.

وقد بدأ مؤشر صناديق الريت خمسة آلاف نقطة بتاريخ 8 يناير 2017م، ووصلت أعلى قيمة للمؤشر إلى 7454 بتاريخ 27 فبراير 2017م، وكانت الصناديق المتداولة في ذلك الوقت صندوقين فقط تم طرحهما للتداول، ولكن مع زيادة عدد الصناديق انخفضت أسعار الوحدات وتراجع المؤشر إلى 4149 نقطة بتاريخ 29 مارس 2018م، ولكنه أغلق عند 4163 بنفس هذا التاريخ، وهذا أدنى إغلاق لمؤشر صناديق الريت منذ الافتتاح.⁽²¹⁸⁾

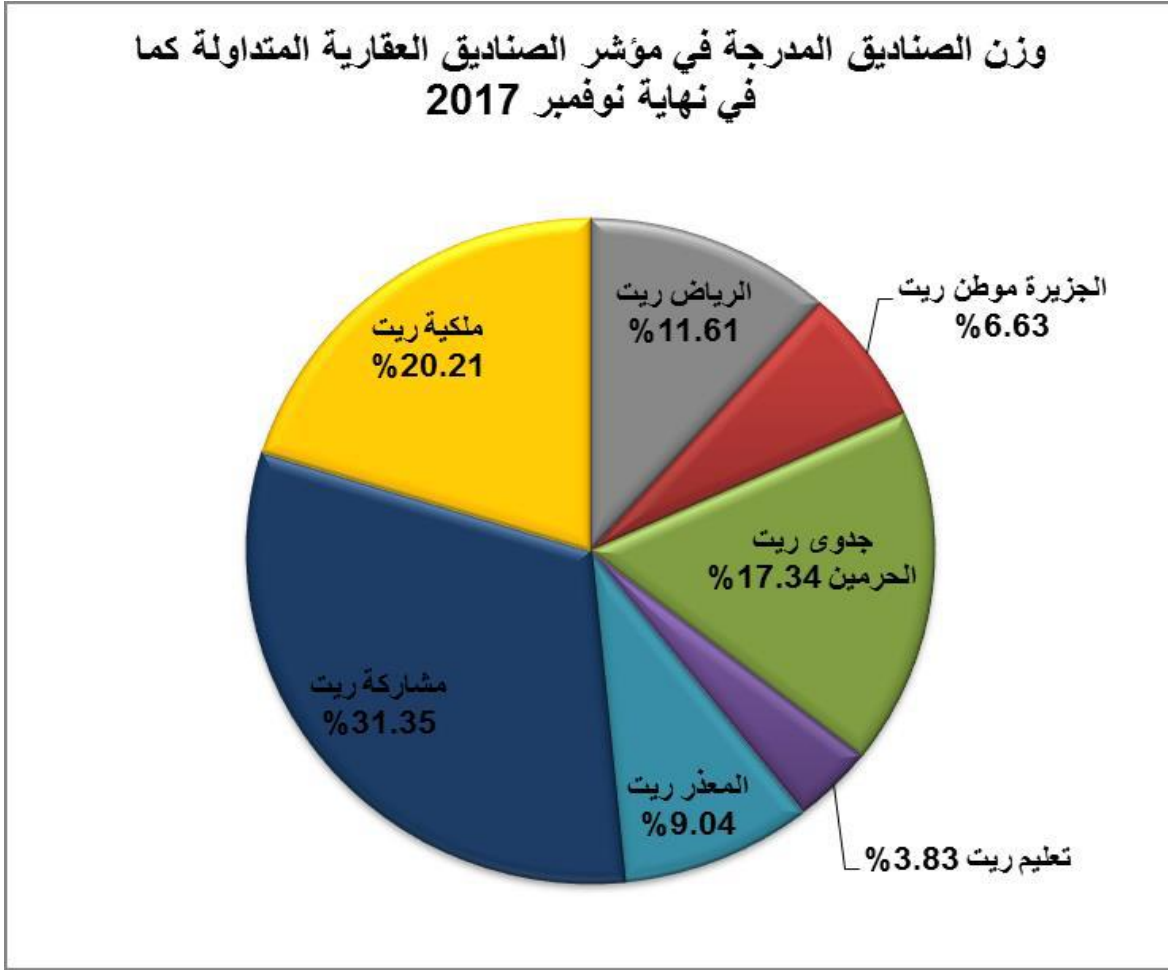
أما ما يخص الوحدات العقارية المملوكة للصناديق العقارية أعلاه، فإنها متباينة بين مخاطر عالية ومخاطر متوسطة، وعلى سبيل المثال نجد أن صندوق الجزيرة ريت يستثمر فقط في مستودعات، وهنالك مخاطر عالية في إخلاء هذه المستودعات من المستأجرين، بسبب الركود الاقتصادي وتراجع الاستيراد، بينما نجد أن صندوق جدوى يستثمر في عقارات فندقية في مكة المكرمة وهي أقل مخاطرة، بسبب توجه الدولة إلى زيادة أعداد الحجاج والمعتمرين خلال السنوات القادمة، أما صندوق تعليم ريت فليس لديه إلا مدرسة واحدة مؤجرة على مدرسة خاصة، أما الأكثر تنوع في استثماراته فهو صندوق المعذر ريت، ولكن وجود 4 منافع ليست ملك الصندوق، وإنما استحوذت عليها بغرض الاستثمار لتحقيق عائد من فرق قيمة الاستحواذ، والإيجار قد يتسبب بخسائر للصندوق لو تراجعت الإيجارات. أما الرياض ريت ومشاركة ريت وملكية ريت ربما تكون اختياراتهم جيدة ومتنوعة.⁽²¹⁹⁾

(218) أموال للاستشارات المالية: تقرير عن أداء الصناديق العقارية ريت منذ الإدراج وحتى مارس 2018م، أبريل 2018م.

(219) رنا مجدلائي، مؤسسة نايت فرانك، "تقرير صناديق الاستثمار العقارية، آراء متعمقة حول المملكة العربية السعودية الربع الثالث 2017م"، 2.

ويوضح الشكل 2.3 والجدول 3.3 نسبة كل صندوق عقاري في السوق السعودية، كما يوضح الشكل 4.3 أداء مؤشر الصناديق العقارية مقارنة مع مؤشر تاسي⁽²²⁰⁾.

الرسم البياني رقم 4.2: نسبة كل صندوق عقاري من السوق السعودية.



المصدر: مؤسسة نايت فرانك، "تقرير صناديق الاستثمار العقارية، آراء متعمقة حول المملكة العربية السعودية الربع الثالث 2017"

(220) مؤشر تاسي: هو المؤشر العام لسوق تداول الأسهم السعودية ومؤشر الأسهم المحلية، ويطلق عليه أيضاً مؤشر تداول لجميع الأسهم.

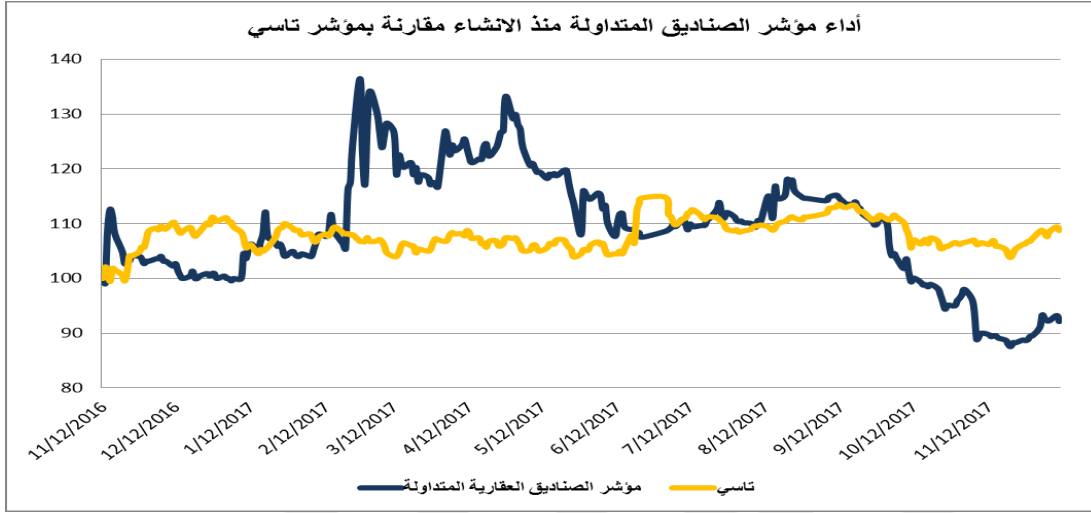
جدول رقم 4.3: يوضح أداء الصناديق العقارية المتداولة بالمملكة. (221)

العائد الصافي المتوقع في 12/11م 2017	القيمة السوقية للوحدة 2017/12/11م	إجمالي الرسوم	إجمالي العائد من الإيجارات	حجم الأصول	اسم الصندوق
3.68%	9.45	2.26%	6.38%	500 مليون	الرياض نت
3.30%	17.66	1.73%	8.39%	118 مليون	الجزيرة موطن ريت
4.3%	10.34	1.14%	6.21%	660 مليون	جدوى ريت الحرمين
4.66%	12.19	0.95%	7.37%	285 مليون	تعليم ريت
5.99%	9.34	2.06%	8.51%	613.7 مليون	المعذر ريت
5.75%	9.69	2.15%	8.58%	880 مليون	مشاركة ريت
5.49%	9.16	1.91%	7.7%	600 مليون	ملكية ريت

المصدر: هيئة السوق المالية السعودية (تداول)

(221) هيئة السوق المالية السعودية (تداول)، www.tadawul.com

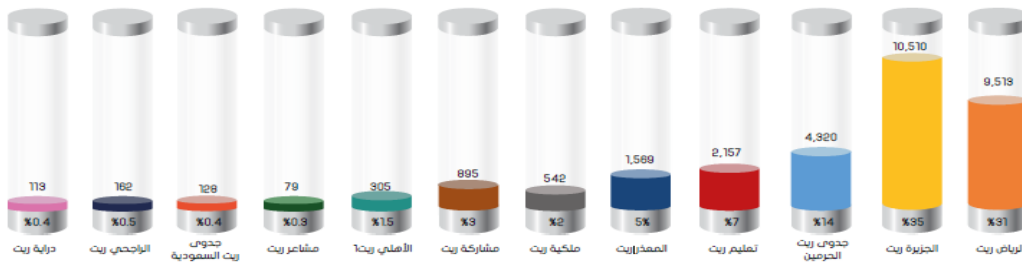
الشكل رقم 4.4: أداء مؤشر الصناديق المتداولة منذ الإنشاء مقارنة بمؤشر تاسي.⁽²²²⁾



المصدر: مؤسسة GULFBASE، "الصناديق السعودية للاستثمار العقاري المتداولة-ريت"

الشكل رقم 5.3: قيمة التداول 30.3 مليار ريال

(منذ الافتتاح إلى نهاية مارس 2018م).⁽²²³⁾



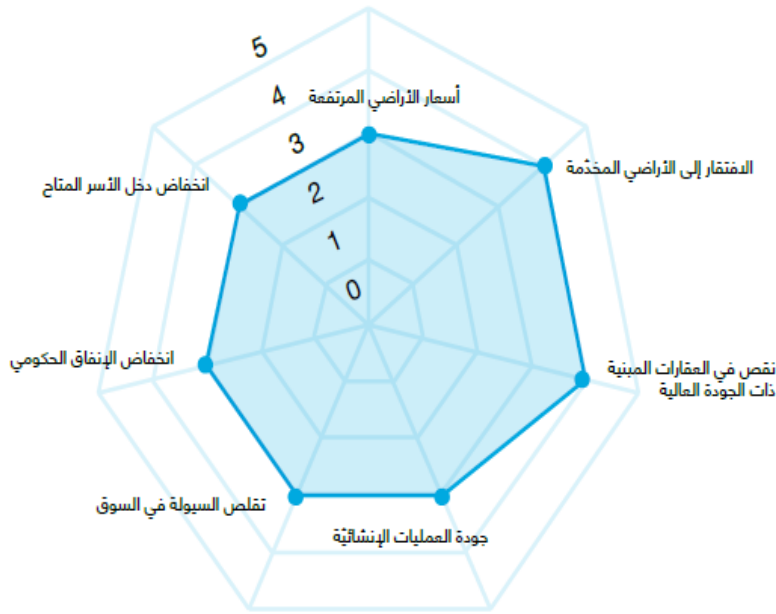
المصدر: شركة نايت فرانك قسم الأبحاث

(222) هيئة السوق المالية السعودية (تداول)، www.tadawul.com

(223) تقرير مؤسسة أموال للاستشارات المالية، 2018م.

هناك بعض التحديات التي تعرقل سير صناديق الاستثمار العقاري بشكل عام، تتمثل بشكل أساسي في جودة الأصول المناسبة التي يمكن وضعها ضمن الهيكليات المحتملة لصناديق الاستثمار العقارية، وبشكل عام تواجه السوق السعودية افتقاراً للعقارات العالية الجودة ذات الطابع المؤسسي عند إجراء مقارنة مع صناديق الاستثمار العقارية في الأسواق الناشئة والناضجة، وبما أن نجاح سوق صناديق الاستثمار العقارية سيعود جزئياً إلى مجموعة مستدامة من الأصول المستقبلية، فإن ضعف المناخ الاقتصادي يمكن أن يعيق قطاع التطوير العقاري والعرض فيه في المستقبل.⁽²²⁴⁾

الشكل رقم 4.6: التحديات التي تؤثر على نمو صناديق الاستثمار العقاري.⁽²²⁵⁾



المصدر شركة نايت فرانك قسم الابحاث

(224) مؤسسة GULFBASE، "الصناديق السعودية للاستثمار العقاري المتداول-ريت"،

(السعودية: مارس 2018م)، 9.

(225) شركة نايت فرانك قسم الابحاث، 6.

4.1.1 صندوق الرياض ريت العقاري.

4.1.1.1 الشكل القانوني للصندوق:

اسم الصندوق هو "الرياض ريت" وهو صندوق استثمار عقاري متداول متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، تمت الموافقة على طرح وحداته من قبل هيئة السوق المالية السعودية بتاريخ 2016/11/8م، بموجب لائحة صناديق الاستثمار العقاري والتعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة.

4.1.1.2 عملة الصندوق ومدته:

عملته الريال السعودي، ومدة الصندوق 99 سنة ابتداء من تاريخ إدراج الوحدات في السوق المالية السعودية وإتاحتها للتداول، وتكون مدة الصندوق قابلة للتمديد سنتين إضافيتين، وذلك بعد موافقة مجلس إدارة الصندوق وهيئة السوق المالية.

4.1.1.3 هدف الصندوق:

إن الهدف الرئيسي للصندوق هو توفير دخل جارٍ لمالكي الوحدات، وذلك من خلال الاستثمار في أصول عقارية مدرة للدخل متواجدة بشكل رئيسي في المملكة العربية السعودية، ويستهدف توزيع أرباح نقدية سنوية على مالكي الوحدات بنسبة لا تقل عن 90% من صافي أرباح الصندوق، ويعتزم الصندوق تمويل تكاليف الاستحواذ والتشغيل من خلال رأس المال المكون من مساهمات رأسمالية وتمويل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، إضافة إلى العوائد من استثمارات الصندوق.

4.1.1.4 رأس مال الصندوق:

يبلغ حجم الصندوق المستهدف خمسمائة مليون ريال سعودي وبقيمة اسمية تبلغ عشرة ريالات للوحدة الواحدة، وتم زيادة حجم الصندوق إلى 1633 مليون ريال سعودي في العام 2018م.

4.1.1.5 وصف لغرض الصندوق وأهدافه الاستثمارية:

إن الهدف الرئيسي للصندوق هو تحقيق توزيعات نقدية مستقرة وقابلة للنمو لمالكي الوحدات، وذلك من خلال الاستثمار في عقارات مطورة تطويراً إنشائياً وتوزيع المبالغ نقداً على مالكي الوحدات بشكل دوري، ويستهدف الصندوق تحقيق النمو في التوزيعات من خلال:

- أ- إعادة استثمار الدخل المحتفظ به في أصول استثمارية عقارية مجدية بعد توزيع مالا يقل عن 90% من ربحه الصافي.
 - ب- الزيادة المحتملة في قيمة رأس المال الناتجة عن تحسن مستوى العائدات.
 - ج- استغلال العقارات غير المشغلة بالطرق المثلى بشكل أفضل.
 - د- قد يستثمر في مشاريع التطوير العقاري شريطة ألا تقل قيمة استثمارات الصندوق في عقارات مطورة تطويراً إنشائياً قابلة لتحقيق دخل تأجيري ودوري عن ما نسبته (75%) من القيمة الإجمالية لأصول الصندوق، وذلك بحسب آخر قوائم مالية.
- كما يستهدف الصندوق زيادة القيمة والعائدات لمالكي الوحدات عن طريق تحسين صافي الدخل التشغيلي، وذلك من خلال تخفيض المصروفات جزئياً.

4.1.1.6 الرسوم مقابل الخدمات والعمولات وأتعاب الإدارة:

يبين الجدول رقم (7.3) ملخص للأتعاب الرئيسية المستحقة على الصندوق ومالكي الوحدات فيه لمدير الصندوق وغيره من المستشارين ومقدمي الخدمات⁽²²⁶⁾

:

(226) نشرة الإصدار الصادرة عن صندوق مشاركة ريت العقاري، 36.

جدول رقم 4.7: رسوم وأتعاب صندوق الرياض ريت

نوع الرسوم	النسبة أو المبلغ
رسوم الاشتراك	2%
رسوم الإدارة	1.2% من صافي قيمة الأصول سنوياً تحصل بشكل نصف سنوي.
رسوم التسجيل	- خدمة إنشاء سجل الملاك 50000 ريال بالإضافة إلى ريالين عن كل مستثمر وبحد أقصى 500 ألف ريال. - خدمة إدارة سجل الملاك 300000 ريال سنوياً.
رسوم الإدراج	- خدمة الإدراج الأولي لوحدة الصندوق 50000 ريال. - خدمة إدراج وحدات الصندوق: مبلغ 0.03% من القيمة السوقية للصندوق بحد أدنى قدره 50 ألف ريال وحد أعلى قدره 300 ألف ريال.
رسوم الحفظ	100000 ريال سنوياً، وتدفع بشكل نصف سنوي مع نهاية كل نصف.
رسوم التعاملات	1% من سعر الشراء أو البيع الخاص بكل أصل عقاري يتم شراؤه أو بيعه من قبل الصندوق، وذلك مقابل قيام مدير الصندوق بإجراء التقصي اللازم والتفاوض على شروط الشراء أو البيع و إتمام العملية، وتكون أتعاب التعامل مستحقة السداد بعد إتمام عملية الشراء أو البيع الخاصة بكل أصل عقاري.
رسوم المحاسب القانوني	30000 ريال سنوياً.
رسوم إدارة العقار	حتى 7% سنوياً.
أتعاب التطوير	7% من تكاليف الإنشاء في حال استثمر الصندوق بمشروع تطوير عقاري.
مصروفات مختلفة	يكون الصندوق مسؤولاً عن جميع النفقات والمصاريف الخاصة بأنشطة واستثمارات الصندوق وبنسبة لا تزيد عن 0.5% من قيمة أصول الصندوق تشمل أتعاب الاستشارات والأتعاب القانونية وذات العلاقة وأية خدمات أخرى.

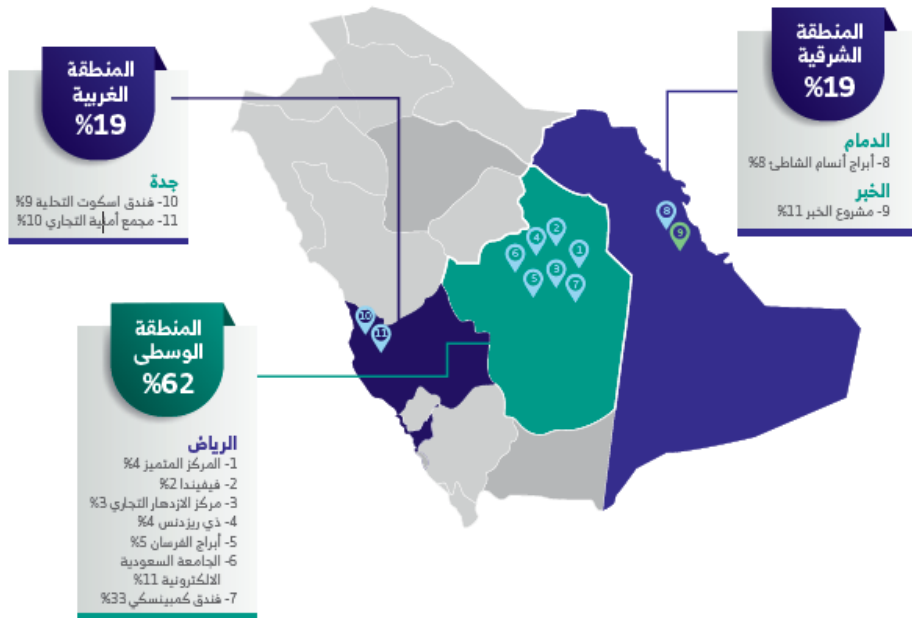
المصدر: نشرة اكتاب صندوق الرياض ريت، 36.

4.1.1.7 سياسة استثمار الرياض ريت:

يستهدف الصندوق الاستثمار بشكل رئيسي المواقع التي تقع في المدن الرئيسية بالمملكة العربية السعودية، وعلى الرغم من أن الاستثمار الأولي للصندوق يقع في المملكة العربية السعودية، إلا أنه وعلى سبيل تنويع الاستثمارات، يجوز للصندوق الاستثمار بحد أقصى 25% من إجمالي قيمة أصوله في العقارات المطورة تطويراً إنشائياً وقابلة لتحقيق دخل دوري تأجيلي والواقعة خارج المملكة.

كما يسعى الصندوق إلى تملك وإدارة محفظة عقارية ذات مستويات أشغال مستقرة، وتشغل مواقع استراتيجية في المناطق التجارية الرئيسية، تمكنها من الاستفادة من المكانة التنافسية التي تتمتع بها هذه المناطق.

الشكل رقم 4.8: خريطة توزع الاستثمارات في السعودية. (227)



المصدر: نشرة اكتتاب صندوق الرياض ريت

(227) النشرة التعريفية لزيادة رأس المال في صندوق الرياض ريت، تاريخ 2018.

وقد يستثمر الصندوق بشكل ثانوي في فرص تطوير ذات احتمالات نمو مجزية وتلبي احتياجات عقارية ذات طابع متخصص لم يتم توفيرها في بعض الأماكن، ويتوقع أن تعود الاستثمارات في مثل هذه الأنواع من مشاريع التطوير بقيمة مضافة على مالكي الوحدات فيها على المدى المتوسط، أما على المدى الطويل فيركز الصندوق على الاستثمار في قطاعات عقارية متنوعة، كالمكاتب والمعارض التجارية والمساكن ومنشآت الضيافة والمستودعات، بغية إنشاء قاعدة أصول عقارية ذات دخل متنوع ومستقر لمالكي الوحدات.

الشكل رقم 4.9: مؤشرات المحفظة بعد زيادة رأس المال: (228)



المصدر: النشرة التعريفية لزيادة رأس المال لصندوق الرياض ريت

4.1.1.8 إدارة المخاطر:

إضافة إلى المخاطر العامة التي ذكرت في الفصل الثاني والمتعلقة بالصناديق العقارية، فإن هذا الصندوق معرض للمخاطر ونورد أهمها وفق نشرة اكتتاب هذا الصندوق. (229)

أ- المخاطر المرتبطة بالصندوق:

- مخاطر طبيعة الاستثمار: حيث لا توجد ضمانات بأن الصندوق سوف يتمكن من تحقيق عوائد إيجابية على استثماراته في الوقت المناسب، وقد لا تكون هناك إمكانية لبيع أصوله أو التصرف فيها، وإذا ما تقرر التصرف فيها بالبيع قد لا تكون هناك إمكانية لبيعها بسعر يمثل القيمة العادلة لها.

(228) النشرة التعريفية لزيادة رأس المال لصندوق الرياض ريت.

(229) نشرة الاكتتاب الصادرة عن صندوق الرياض ريت العقاري، 23.

- مخاطر السيولة: حيث قد يؤثر سلباً على قدرة المستثمر على تحقيق مردود من استثماره.
- مخاطر الخبرة المحدودة لمدير الصندوق: والتي قد تؤدي إلى تأثير سلبي على عمليات الصندوق ومركزه المالي وعائدات مالكي الوحدات.
- مخاطر التداول بسعر أقل من القيمة السوقية: قد يتم تداول الوحدات بسعر أقل من القيمة التي تم طرحها لعدة أسباب، من بينها ظروف السوق غير المتوقعة والسياسة الاستثمارية للصندوق وزيادة العرض على الطلب من الوحدات.
- المخاطر الاقتصادية: ستتأثر العائدات الخاصة بالصندوق بشكل عام بالتطورات والأحداث الاقتصادية في المملكة السعودية، وأي تغير في أسعار النفط سيكون له تأثير سلبي على مجمل الاقتصاد السعودي، مع إمكانية حدوث موجات عكسية تؤثر على كل المستويات ومن ضمنها استثمارات الصندوق، وبالتالي استثمار حملة وحداته.
- مخاطر الأسواق الناشئة: على المستثمرين في الأسواق الناشئة إدراك أن هذه الأسواق عرضة لمخاطر أكبر منها في الأسواق الأكثر تطوراً، والتي من أهم سماتها أنها عرضة للتغير السريع. (230)

ب- المخاطر ذات الصلة بأصول الصندوق:

- مخاطر توفر الاستثمارات المناسبة: لا يمكن أن يكون هناك ضمان من مدير الصندوق على تحديد الاستثمارات المستقبلية التي تحقق الأهداف الاستثمارية للصندوق، وهناك منافسة شديدة في مجال تحديد وهيكل الاستثمارات المناسبة للصندوق، وقد يؤدي هذا الأمر إلى التأثير سلباً على استثمارات الصندوق وعوائده.
- مخاطر التطوير العقاري: إن قطاع التطوير العقاري في المملكة يواجه عدة أشكال من المخاطر في بناء وتسويق مشروع عقاري جديد تشمل دون حصر ما يلي:
 1. التأخير في الإنتهاء من الأعمال في الوقت المناسب.
 2. تجاوز التكاليف المحددة.
 3. عدم القدرة على تحقيق عقود إيجار بالمستويات المستهدفة.

(230) نشرة الاككتاب الصادرة عن صندوق الرياض ريت العقاري، 25

4. القوة القاهرة الناتجة عن عوامل خارج سيطرة الصندوق، والمتعلقة بشكل خاص بقطاع المقاولات.

كذلك فإن البدء في مشروعات جديدة ينطوي على مخاطر جديدة، من بينها الحصول على الموافقات والتصاريح الحكومية اللازمة لتقسيم الأراضي والأشغال، وغيرها من الموافقات والتصاريح الحكومية الأخرى المطلوبة، وتكاليف التطوير العقاري المتصلة بالمشاريع التي لم تتم متابعتها حتى الاكتمال. كما أن الزيادة في تكاليف البناء قد تتجاوز التوقعات المحددة لأسباب مختلفة، من بينها على سبيل المثال التأخير بسبب الخلافات مع مقاولي الباطن، والزيادة في تكاليف مواد البناء والمعدات والعمالة، وسوء الأحوال الجوية والمشاكل والظروف غير المتوقعة.

مخاطر البنية التحتية بخصوص العقارات التي تكون تحت التطوير: إذا لم تكن الحكومة قادرة على استكمال مشاريع البنية التحتية في الوقت المناسب، فإن هذا من شأنه أن يضعف قدرة الصندوق على إنجاز وتشغيل العقارات، وأن يؤثر بشكل سلبي على أداء الصندوق؛ لتأخر تشغيل العقار كما هو مخطط، ومما ينتج عن ذلك انخفاض في مستويات التوزيعات لمالكي الوحدات.

مخاطر عدم القدرة على التخارج من استثمارات الصندوق بشروط جيدة: إن قدرة الصندوق على التصرف في العقارات بناءً على شروط مواتية يعتمد على عوامل خارج سيطرته، بما في ذلك المنافسة من قبل بائعين آخرين، وتوافر حلول تمويل تجذب المشتريين المحتملين، وفي حال لم يتمكن الصندوق من التصرف في الأصول، فإن وضعه المالي ونتائج العمليات والتدفق النقدي وقدرته على توزيع الأرباح على مالكي الوحدات قد تتأثر سلباً.

إن التغييرات في البيئة التنظيمية والضريبية والقانونية والتشريعية التي يمكن أن تحدث أثناء عمل الصندوق قد تؤثر سلباً على استثمارات المشتركين في الصندوق، والتغييرات في قوانين الأوراق المالية والضرائب، وقوانين الإفلاس والرهن العقاري، والقوانين المتعلقة

بتنظيم قطاع العقارات، وغيرها من الأنظمة الحكومية قد يكون له تبعات غير متوقعة وعكسية على الصندوق أو استثماراته القائمة أو المقترحة. (231)

4.1.1.9 تحليل الصندوق:

إن بداية صندوق الرياض ريت وقبل أن يتحول إلى صندوق عقاري متداول، هو بالأصل صندوق عقاري خاص تمت الموافقة على تأسيسه في 22 يناير 2015م، وبدأ عمله في 9 يونيو 2015م كصندوق عقاري مدر للدخل مدته 20 سنة، في الوقت الذي لم تكن بعد صدرت فيه التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقاري المتداول، حيث صدرت لاحقاً بتاريخ 24 أكتوبر 2016م.

وبدأ الصندوق أعماله برأس مال 500 مليون ريال، وكانت القيمة النقدية عند إنشاء الصندوق 475 مليون ريال، أي ما نسبته 95% من رأس مال الصندوق غير مستثمرة بعد. وفي نهاية 2015م وصل حجم الاستثمارات العقارية إلى 128,5 مليون ريال و15,5 مليون عقارات تحت التطوير، ومبلغ 314 مليون ريال في صندوق مراجه.

ومنذ نهاية 2015م وحتى ما قبل 13 نوفمبر 2016م، وهو تاريخ إدراج الصندوق، تمكن الصندوق من رفع قيمة استثماراته من 128,5 مليون ريال إلى 485 مليون ريال، وبلغت أيضاً قيمة الإيجارات 34 مليون ريال، أي ما نسبته 6,8% من رأس المال. بعد ذلك أدرج الصندوق كصندوق عقاري متداول، وأصبح خاضعاً للتعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقاري المتداولة.

إن أسعار الأصول العقارية كانت مبالغاً فيها، والعائد لم يتجاوز 7% مع النظر إلى أن العقار في حالة انخفاض في الأسعار، ونلاحظ أنه في حالة إعادة تقييم عقارات هذا الصندوق ستقل أصوله بما يعادل 30%. كذلك فقد تم طرح الصندوق بعائد إيجار العام 2015-2016م، وتم ملاحظة أن الإيجارات للسنوات التي أتت بعدها اختلفت ارتفاعاً وهبوطاً، وهذا أثر على العائدات أيضاً.

(231) نشرة الاككتاب الصادرة عن صندوق الرياض ريت العقاري، 25

وقد أعلن صندوق "الرياض ريت" العقاري المتداول، تسجيل أرباح بقيمة 9.8 مليون ريال عن عام 2016م، مقابل خسائر بقيمة 2.9 مليون ريال للعام السابق له.

ويشغل العقارات المملوكة من قبل صندوق الرياض ريت 84 مستأجر، تمثل نسبة إشغال قدرها 94%، في حين يبلغ المتوسط المرجح لمدة الإيجار المتبقي 7.3 سنة. وبلغ إجمالي القيمة الدفترية لحقوق ملاك الوحدات في ديسمبر 2016م مبلغ 481.90 مليون ريال، مقابل إجمالي حقوق المساهمين 497.02 مليون ريال في 2015م، بانخفاض قدره 3%. وبلغ إجمالي القيمة العادلة لحقوق ملاك الوحدات 2016م مبلغ 500.28 مليون ريال، مقابل إجمالي حقوق المساهمين 499.28 مليون ريال في 2015م، بارتفاع قدره 0,2%.

جدول رقم 4.10: حجم صندوق الرياض بعد الزيادة

المصدر: نشرة اصدار صندوق الرياض 2018

بعد التطوير	500,000,000	500,000,000	حجم الصندوق
	38,550,000	34,000,000	العوائد التأجيرية
	6,000,000	6,000,000	أتعاب الإدارة ١,٢%
	100,000	100,000	أتعاب الحفظ
	30,000	30,000	المحاسب القانوني
	300,000	300,000	إدارة سجل الملاك
	1,927,500	1,700,000	مصاريق مدير الأملاك
	8,357,500	8,130,000	المصاريق السنوية
	30,192,500	25,870,000	صافي العوائد
	27,173,250	23,283,000	توزيع ٩٠%

العائد السنوي	4.7%	5.4%
---------------	------	------

العائد بسعر ١١ ريال	4.3%	4.9%
العائد بسعر ١٢ ريال	3.9%	4.5%
العائد بسعر ١٣ ريال	3.6%	4.1%
العائد بسعر ١٤ ريال	3.4%	3.9%

على قرض لا يوجد تمويل

في حال تم بيع أحد العقارات بأعلى من قيمة التكلفة سينعكس ذلك بشكل إيجابي على قيمة الوحدة

المصدر: نشرة اكتتاب صندوق الرياض ريت

تم في العام 2018م زيادة رأس المال لصندوق الرياض ريت بعد أن حقق عوائد جيدة من خلال عمله، حيث كانت الزيادة كالتالي:

رأس مال الصندوق الحالي: 500 خمسمائة مليون ريال سعودي.

حجم الصندوق الحالي: 690 مليون ريال سعودي.

رأس مال الصندوق المستهدف: 1633 مليون ريال سعودي.

حجم الصندوق المستهدف: 1753 مليون ريال سعودي.

عدد الوحدات المطروحة: 697,101,121 وحدة جديدة.

عدد الوحدات المطروحة مقابل اشتراكات عينية: 67,991,408 وحدة جديدة.

عدد الوحدات المطروحة مقابل اشتراكات نقدية: 53,705,693 وحدة جديدة.

سعر الطرح المستهدف: 9.31 ريال سعودي.

الشكل رقم 4.11: جدول يبين الإيرادات والعائدات المستهدفة خلال أعوام 2018-2020م.⁽²³²⁾

2020	2019	2018	
307,131,740	290,413,000	237,363,000	إجمالي إيرادات العقارات المستهدفة
159,173,340	152,434,000	128,173,000	صافي دخل العقارات المستهدفة
نسبة العائد من حجم الصندوق المستهدف			
%18.81	%17.78	%14.54	إجمالي إيرادات العقارات
%9.75	%9.33	%7.85	صافي دخل العقارات
(%1.45)	(%1.44)	(%1.41)	إجمالي مصاريف الصندوق
(%0.29)	(%0.29)	(%0.15)	مصاريف تسعيلات المرابحة
%8.01	%7.60	%6.30	صافي دخل الصندوق المستهدف

المصدر: المصدر النشرة التعريفية لزيادة رأس المال لصندوق الرياض ريت 2018

ولو تابعنا التغير في أداء سهم الرياض ريت منذ نوفمبر 2016م ولغاية 29 مارس 2018م، نلاحظ انخفاض سعر السهم عن القيمة الاسمية التي بدأ بها الصندوق، وهذا

(232) المصدر النشرة التعريفية لزيادة رأس المال لصندوق الرياض ريت، 2018م.

قد يكون أمراً طبيعياً في بداية الصندوق، ولكن الاستمرارية في الانخفاض والوصول لسعر الاستقرار (حوالي سبعة ريلات) تعطي مؤشراً سلبياً يؤدي إلى اهتزاز الثقة من قبل المستثمرين.

كما يبين الشكل رقم (4-12) مؤشرات تداول الصناديق العقارية المتداولة في السوق السعودية منذ الإدراج حتى نهاية الربع الأول من عام 2018م، ونلاحظ أن حركة التداول في أسهم صندوق الرياض ريت احتلت المركز الثاني من بين الصناديق العقارية الأخرى على مستوى كمية الوحدات المتداولة بعدد وحدات (715) مليون وحدة، وأيضاً قيمة الوحدات المتداولة بقيمة وصلت إلى (9159) مليون ريال سعودي.

الشكل رقم 4.12: مؤشرات تداول الصناديق العقارية المتداولة منذ الإدراج حتى نهاية الربع الأول من عام 2018م.

م	الصندوق	كمية الوحدات المتداولة مليون وحدة	قيمة الوحدات المتداولة مليون ريال	الصفقات المنفذة
1	صندوق الرياض ريت	715	9,513	309,888
2	صندوق الجزيرة موطن ريت	521.89	10,510.42	400,312.00
3	صندوق جدوى ريت الحرمين	328.15	4,320.40	131,194.00
4	صندوق تعليم ريت	153.79	2,157.81	99,340.00
5	صندوق الممذر ريت	142.86	1,569.87	85,840.00
6	صندوق ملكية عقارات الخليج ريت	57.89	542.12	35,321.00
7	صندوق مشاركة ريت	88.77	895.87	37,165.00
8	صندوق الأهلي ريت 1	31.89	305.18	23,811.00
9	صندوق مشاعر ريت	8.76	79.31	7,857.00
10	صندوق جدوى ريت السعودية	13.29	128.34	11,830.00
11	صندوق الراجحي ريت	17.05	162.23	15,055.00
12	صندوق دراية ريت	12.79	113.81	6,175.00
	الإجمالي	2,092	30,298	1,143,588

المصدر: مؤسسة GULFBASE، "الصناديق السعودية للاستثمار العقاري المتداولة-ريت"

أن كثرة وتشعب وتنوع الأتعاب وارتفاعها يؤثر بشكل كبير على صافي الأرباح، بل وصل الأمر إلى أن القيمة السوقية للسهم أصبحت أقل من القيمة الاسمية، وذلك نظراً إلى أن نسبة كبيرة من الأتعاب كانت من قيمة المساهمة وليس من قيمة الأرباح، وهذا مما يؤخذ على الصناديق الاستثمارية بشكل عام، لذا فالأفضل أن تحسم الأتعاب من نسبة الأرباح ما عدا رسوم الحفظ والتشغيل، ولإعطاء صورة أكثر وضوحاً عن أداء الصندوق أخذنا عدة عوامل بعين الاعتبار هي: (233)

- 1) ضمان العوائد.
- 2) مخاطر الصندوق.
- 3) العائد الأولي.
- 4) التنوع في أنواع العقارات.
- 5) حجم الصندوق.
- 6) التنوع الجغرافي لأعمال الصندوق إن كان داخل المملكة السعودية أم خارجها.

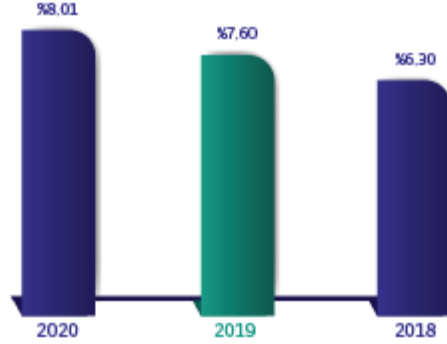
فإذا قيماً صندوق الرياض بناء على ما سبق من العوامل نجد أن:

1. بالنسبة لضمان العوائد: من أهم العوامل التي يتعين أخذها بعين الاعتبار لدى اتخاذ قرار بالاستثمار في صندوق ريت هو العائد؛ لأن عائد توزيع الأرباح يعكس العوائد الناتجة من الأصول الأساسية، فمعظم العوائد التي يجنيها المستثمر في صناديق الريت تكون من توزيعات الأرباح، وبخضم الأتعاب التي يتقاضاها مدراء صناديق الاستثمار العقاري، يتحول العائد من إجمالي العائد إلى عائد صافي الربح. وتحليل الرسم البياني لترتيب صندوق الرياض نجد أنه لم يحقق عوائد إيجابية، ويبين الرسم البياني أدناه إجمالي عوائد صناديق الريت (التغير في السعر + توزيعات الأرباح) منذ إدراجها في السوق.

(233) مؤسسة GULFBASE، "الصناديق السعودية للاستثمار العقاري المتداولة-ريت"،

(السعودية: مارس 2018م)، 5.

جدول 4.13: صافي دخل صندوق الرياض ريت



المصدر: نشرة إصدار صندوق الرياض 2018

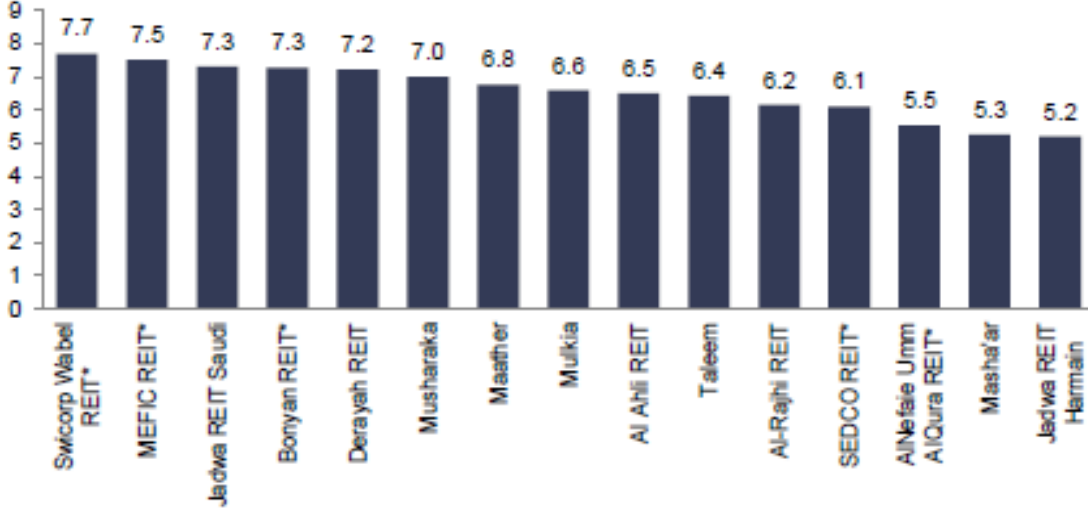
2. بالنسبة لمخاطر الصندوق فهو من نوع متوسط المخاطر، حيث إن الاستثمار في صندوق الرياض ينطوي على مخاطر متوسطة، ولا يمكن إعطاء أي ضمان بأن الصندوق سيحقق أهدافه الاستثمارية، وتتوقف قيمة الوحدات على العقارات التابعة للصندوق وعوائد إيجاراتها، والتي قد تنخفض أو ترتفع بتأثير المخاطر المذكورة أدناه.

بالنسبة للعائد الأولي: يعكس عائد توزيع الأرباح العوائد الناتجة من الأصول الأساسية، ومعظم العوائد التي يجنيها المستثمر في صناديق الريت تكون من توزيعات الأرباح، وبخضم الأتعاب التي يتقاضاها مدراء صناديق الاستثمار العقاري يتحول العائد من إجمالي العائد إلى عائد صافي الربح، وهو يعكس مقدار الدخل من الأصول الأساسية بافتراض أن سعر صندوق الريت يكون بالقيمة الاسمية.⁽²³⁴⁾

⁽²³⁴⁾ بلومبيرغ، تقرير GULFBASE عن الصناديق السعودية للاستثمار العقاري المتداولة بتاريخ

أبريل 2018

الرسم البياني 4.14: العوائد الأولية للصناديق الاستثمارية العقارية السعودية المتداولة.



المصدر: بلومبيرغ ، تقرير GULFBASE عن الصناديق السعودية للاستثمار العقاري المتداولة بتاريخ أبريل 2018

3. بالنسبة لتنوع في أنواع العقارات نجد أن صندوق الرياض ريت يستثمر في القطاعات السكنية والمستودعات والقطاع الفندقية ولا يستثمر في القطاعات التعليمية والتجارية والمكتبية وقطاع التجزئة، وهذا يقلل من الأرباح بشكل عام ويزيد من نسب المخاطرة.

4. بالنسبة للتنوع الجغرافي: إن صندوق الرياض ريت لا يعمل خارج المملكة العربية السعودية، وكما ذكرنا سابقاً فكلما ازداد تنوع أصول صناديق الاستثمار جغرافياً كان ذلك أفضل، بسبب انخفاض مخاطر الاقتصاد الكلي، فالأسواق العقارية تتأثر بالتغيرات التي تحدث في الاقتصاد الكلي في الدولة الواحدة وبالتالي فإن التنوع الجغرافي لصندوق عقاري متداول من حيث تملك عقارات في أكثر من بلد يمكن أن يوفر درجة إضافية من التنوع الذي تظهر فوائده عند حدوث تباطؤ في إحدى الدول.

ورغم ذلك استطاع الصندوق نسبياً من تنويع استثماراته جغرافياً، فقد استحوذ على مواقع متميزة في الرياض (مركز الإزدهار التجاري، المركز المتميز، برج الفرسان)، وكذلك في جدة (أبراج أسكوت التحلية، مجمع أمية التجاري)، وفي الدمام (أبراج الشاطئ)، وفي الخبر (مشروع الخير).

وفي الحقيقة يعزى جزء من التراجع إلى أمور خارجة عن إرادة الصندوق، وهي تراجع أسعار النفط الذي أدى إلى تراجع العقارات بشكل عام في المملكة العربية السعودية، وأن كنا نرى أنه في حالة تعديل التشريع ليشمل التطوير العقاري فإنه يتيح للإدارة الحرية أكثر في التنويع لربما حقق نتائج أفضل.

وكذلك تحويل مقابل أتعاب الإدارة إلى نسبة من صافي الأرباح، ويتم النص على ذلك في القانون لحث الإدارة على تحقيق قيمة مضافة وأرباح أكثر من تشجيعها على زيادة حجم استثمارات الصندوق فحسب.

4.1.2 دراسة تحليلية لصندوق (مشاركة) العقاري:⁽²³⁵⁾

4.1.2.1 الشكل القانوني للصندوق:

اسم الصندوق هو "مشاركة ريت"، وهو صندوق استثمار عقاري متداول مقفل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، تم إنشاؤه في المملكة العربية السعودية في 2017/10/2م، بموجب لائحة صناديق الاستثمار العقاري والتعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة.

4.1.2.2 عملة الصندوق ومدته:

عملته الريال السعودي، ومدة الصندوق 99 سنة ابتداء من تاريخ إدراج الوحدات في السوق المالية السعودية وإتاحتها للتداول، وتكون مدة الصندوق قابلة للتمديد سنتين إضافيتين، وذلك بعد موافقة مجلس إدارة الصندوق وهيئة السوق المالية.

(235) نشرة الإصدار الصادرة عن صندوق مشاركة ريت العقاري بتاريخ يونيو 2017م بعد الموافقة عليها من قبل هيئة السوق المالية بتاريخ 17-4-2017م.

4.1.2.3 هدف الصندوق:

الاستثمار في محفظة متنوعة من العقارات المدرة للدخل، بهدف تحقيق عوائد دورية للمستثمرين، وتنمية رأس المال المستثمر على المدى الطويل من خلال الحصول على أرباح رأسمالية عند بيع أي عقار، وبالإضافة إلى ذلك سيقوم الصندوق من وقت لآخر بالاحتفاظ بالمبالغ غير المستثمرة في العقارات على شكل نقد أو إعادة استثمار المبالغ في استثمارات قصيرة الأجل منخفضة المخاطر.

4.1.2.4 حجم الصندوق:

يبلغ حجم الصندوق المستهدف ثمانمائة وثمانين مليون ريال مقسمة على ثمانية وثمانين مليون، وبقيمة اسمية تبلغ عشرة ريالات للوحدة الواحدة، حيث يمثل حجم الصندوق قيمة شراء العقارات البالغة ثمانمائة وسبعة وخمسين مليون ريال، إضافة إلى رسوم السعي لتملك العقارات والتي تقدر بواحد وعشرين مليون وأربعمائة وخمسة وعشرين ألف ريال، تدفع لمدير الصندوق والوسطاء، وما تبقى فهو للمصاريف الخاصة بتأسيس الصندوق، مثل مصاريف الإدراج والتسجيل لوحدات الصندوق لأول مرة.

4.1.2.5 وصف لغرض الصندوق وأهدافه الاستثمارية:

إن الهدف الرئيسي للصندوق هو تحقيق توزيعات نقدية سنوية ثابتة، بحيث لا تقل عن 90% من صافي أرباح الصندوق السنوية، وأن تكون توزيعات الصندوق السنوية للمالكي الوحدات قابلة للنمو والزيادة، وذلك من خلال الاستثمار في عقارات مطورة تطويراً إنشائياً، وقابلة لتحقيق دخل تأجيري ودوري، وتوزيع المبالغ على مالكي الوحدات بشكل سنوي، ويستهدف الصندوق تحقيق النمو والزيادة في التوزيعات السنوية من خلال تطبيق أحد الخيارات التالية:

أ- إعادة استثمار الأرباح المحتجزة في أصول استثمارية عقارية أخرى مطورة تطويراً تأجيرياً ودورياً.

ب- من خلال ربط الأرباح المحتجزة بودائع مراحة منخفضة المخاطر ومتوافقة من معايير الهيئة الشرعية، وذلك بعد توزيع مالا يقل عن 90% من صافي أرباح الصندوق بشكل سنوي كحد أدنى في بداية الربع الأول.

ج- إعادة استثمار الأرباح المحتجزة أو جزء منها في صناديق عقارية متداولة وحداتها محلياً في المملكة متوافقة مع معايير الهيئة الشرعية.

وقام مدير الصندوق بالاستحواذ على عقارات مطورة تطويراً إنشائياً مدرة لدخل دوري تأجيرى، وبعقود إيجار متوسطة وطويلة الأجل ومختلفة القطاعات.

4.1.2.6 الرسوم مقابل الخدمات والعمولات وأتعاب الإدارة:

يبين الجدول رقم (13.3) ملخصاً للأتعاب الرئيسية المستحقة على الصندوق ومالكي الوحدات فيه لمدير الصندوق وغيره من المستشارين ومقدمي الخدمات: (236)

جدول رقم 4.15: الأتعاب المترتبة على الصندوق

نوع الرسوم	النسبة أو المبلغ	أساس حسابها
رسوم الاشتراك	1%	من إجمالي قيمة الاشتراك للمستثمر، وتدفع مرة واحدة عند الاشتراك.
رسوم الإدارة	1.2% من صافي قيمة الأصول سنوياً.	تناسبي بعدد الأيام التي مضت على إطلاق الصندوق، وتدفع كل ستة أشهر.
رسوم التسجيل	- خدمة إنشاء سجل الملاك 50.000 ريال بالإضافة إلى ريالين عن كل مستثمر ومجد أقصى 500 ألف ريال. - خدمة إدارة سجل الملاك 400.000 سنوياً.	- مبلغ مقطوع لمرة واحدة. - مبلغ مقطوع من رأس مال الصندوق. تدفع قبل إدراج وتداول وحدات الصندوق نهاية السنة.

(236) نشرة الإصدار الصادرة عن صندوق مشاركة ريت العقاري، 36.

رسوم الإدراج	- خدمة الإدراج الأولي لوحدة الصندوق 50000 ريال. - خدمة إدراج وحدات الصندوق: مبلغ 0.03% من القيمة السوقية للصندوق بحد أدنى 50 ألف ريال وحد أعلى قدره 300 ألف ريال.	- مبلغ مقطوع لمرة واحدة. - مبلغ مقطوع لمرة واحدة. تدفع قبل إدراج و تداول وحدات الصندوق.
رسوم الحفظ	100000 ريال سنوياً.	مبلغ مقطوع يدفع في نهاية السنة.
رسوم التعاملات	حتى 1% من قيمة العقار.	مرة واحدة عن شراء أو بيع العقار.
رسوم المحاسب القانوني	40000 ريال سنوياً.	مبلغ مقطوع كل سنة على الصندوق.
رسوم المستشار المالي	2%	تحسب من قيمة التمويل الذي يحصل عليه مدير الصندوق.
رسوم مدير العقار	حتى 7% سنوياً.	من إجمالي إيجارات العقار الذي سيديره.
رسوم الهيئة الشرعية	33000 ريال سنوياً.	مبلغ مقطوع كل سنة على الصندوق.
مكافأة أعضاء مجلس الإدارة	40000 ريال سنوياً.	5000 ريال عن كل اجتماع للعضو المستقل فقط وبحد أقصى 4 اجتماعات في السنة
رسوم الوساطة	2.5% من قيمة العقار.	مرة واحدة عند شراء العقار تدفع للوسطاء.
المصاريف الأخرى	0.25% من إجمالي أصول الصندوق سنوياً كحد أعلى.	تناسبي بعدد الأيام التي مضت على إطلاق الصندوق.
الرسوم الرقابية	7500 ريال سنوياً.	مبلغ مقطوع كل سنة على الصندوق للهيئة.

المصدر: نشرة اكتتاب صندوق المشاركة ريت

4.1.2.7 طريقة الإدارة:

يستهدف الصندوق الاستثمار بشكل رئيسي في المواقع التي تقع في المدن الرئيسية بالمملكة العربية السعودية، على أن تكون خارج حدود مدينتي مكة المكرمة والمدينة المنورة، وتتميز

تلك المواقع بسمات سكانية إيجابية ونمو قوي في أنشطة الأعمال، وتدفق في الاستثمارات بشكل إيجابي، وديناميكية عرض وطلب إيجابية، وكذلك بنية تحتية قوية. (237)

وعلى الرغم من أن الاستثمار الأولي للصندوق يقع في المملكة العربية السعودية، إلا أنه وعلى سبيل تنويع الاستثمارات، يجوز للصندوق الاستثمار بحد أقصى 25% من إجمالي قيمة أصوله في العقارات المطورة تطويراً إنشائياً وقابلة لتحقيق دخل دوري تأجيلي والواقعة خارج المملكة، وذلك بحسب آخر قوائم مالية مدققة، كما يمكن لمدير الصندوق الاحتفاظ بنسبة لا تتجاوز 10% من صافي الأرباح سنوياً كنقد، وذلك من خلال الأرباح المحتجزة غير الموزعة والمتحصلة من الإيجارات السنوية، والجدول رقم (14.3) يوضح نسب تركيز الاستثمارات حسب الاستراتيجية:

جدول رقم 4.16: توزيع استثمارات الصندوق:

الحد الأدنى	الحد الأعلى	نوع الاستثمار
75%	100%	العقارات المدرة للدخل بالمملكة العربية السعودية.
0%	25%	حقوق الانتفاع للعقارات المدرة للدخل بالسعودية، ومشاريع التطوير العقاري والعقارات المدرة للدخل خارج السعودية، وصناديق الريت الدولية أو المحلية المتوافقة مع معايير الهيئة الشرعية، وودائع مراجعة بالريال السعودي لدى البنوك السعودية، وصناديق الطروحات الأولية التابعة لمدير الصندوق أو غير التابعة له.
0%	10%	الاحتفاظ بنقد سنوي من صافي الأرباح.

المصدر: نشرة اكتاب صندوق المشاركة ريت

(237) نشرة الاكتاب الصادرة عن صندوق مشاركة ريت العقاري، 21.

4.1.2.8 سياسة توزيع الأرباح:

سيقوم مدير الصندوق بالتوزيعات النقدية مرة واحدة سنوياً على الأقل، وذلك في بداية السنة المالية خلال الربع الأول منها، على مالكي الوحدات بنسبة لا تقل عن 90% من صافي أرباح الصندوق، وسيسعى مدير الصندوق إلى زيادة عدد التوزيعات في السنة لتصبح توزيعات شهرية، ومن الممكن أن يتم إعادة استثمار المبالغ النقدية الصافية المتبقية من استثمارات الصندوق بعد التوزيعات من قبل مدير الصندوق في استثمارات قائمة أو استثمارات جديدة.

4.1.2.9 تداول وحدات الصندوق:

يتم تسجيل وحدات الصندوق في مركز الإيداع وتداولها عبر نظام إدخال الأوامر المحددة من قبل شركة السوق المالية، ويعد الصندوق مقفلاً متداولاً، لذا لا يحق لحملة الوحدات أن يطلبوا من مدير الصندوق استرداد قيم وحداتهم، بل يمكن التداول مباشرة والبيع بالسوق المالية خلال أيام عمل السوق المالية السعودية، ودون الحاجة إلى الرجوع لمدير الصندوق.

4.1.2.10 المعايير الشرعية للصندوق:

أ- أن تكون جميع الوثائق المتعامل بها في الصندوق من عقود وغيرها من النماذج لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية.

ب- عدم التعامل في أي عقد يترتب دفع أو استحقاق فوائد ربوية.

ج- يجوز تعامل الصندوق بصيغ التمويل المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فقط.

د- أن يكون الصندوق خاضعاً للرقابة الشرعية من قبل الهيئة الشرعية المعنية للصندوق.

أ- المعايير الشرعية لأجور مدير الصندوق:

1. يجوز لمدير الصندوق أن يتقاضى أجوراً من المستثمر لقاء اشتراكه، لأنها عوض من منافع متقومة شرعاً، سواء أكان هذا الأجر مبلغاً مقطوعاً أم نسبة مخصومة من قيمة

الوحدة المشتراة، شريطة أن تكون هذه الأجر منصوصاً عليها في شروط وأحكام الصندوق.

2. يجوز لمدير الصندوق أن يقتطع أجوراً للإدارة بصفة دورية، ويجوز أن تحدد هذه الأجر بنسبة محددة من أصول الصندوق في موعد دوري معلوم، شريطة أن تكون النسبة محددة ومعلومة للمستثمرين في شروط وأحكام الصندوق.

3. يجوز لمدير الصندوق اقتطاع حوافز للأداء، وهي رسوم إضافية يشترطها مدير الصندوق على المستثمر في حال زيادة مستوى الأرباح عن حد معين متفق عليه، لأنها جزء من الأجرة مألها إلى العلم ولا تؤدي إلى المنازعة، شريطة أن تكون النسبة محددة ومعلومة للمستثمر في شروط وأحكام الصندوق.

ب- المعايير الشرعية لإدارة الصندوق وتسويقه:

1. يجب على مدير الصندوق بذل جهده وطاقته في استثمار أموال الصندوق على الوجه الأمثل والأفضل لمصلحة المستثمرين.

2. يجب على مدير الصندوق استثمار أموال الصندوق في الغرض الذي أنشئ الصندوق من أجله، ولا يجوز له الاستثمار فيما لم ينص عليه في شروط وأحكام الصندوق إلا بعد إخطار المستثمرين.

3. يجب على مدير الصندوق الإفصاح عن كافة المصاريف المحملة على الصندوق.

4. يجوز أن ينص مدير الصندوق على نسبة الربح المتوقعة من الاشتراك في الصندوق بناء على دراسة السوق، شريطة أن يكون ذلك في سبيل التقريب والتوقع.

5. يجب على مدير الصندوق الإفصاح التام عن جميع المصاريف المحملة على الصندوق.

6. يجب أن تكون جميع الوثائق المتعامل بها في الصندوق من عقود وغيرها من النماذج لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية.

7. لا يجوز لمدير الصندوق الدخول في أي عقد يترتب عليه دفع أو استحقاق فوائد ربوية، وله اتخاذ الإجراءات القضائية للحصول على مستحقاته.

ج- المعايير الشرعية لبيع أصول الصندوق أو تأجيرها:

1. يستثمر مدير الصندوق أمواله في شراء وتشغيل مشاريع عقارية مباحة شرعاً وليس لديها ارتباط بالفائدة الربوية.
2. لا يجوز لمدير الصندوق أن يحتسب أي فوائد ربوية في حال تأخر أي طرف عن سداد التزاماته، وله اتخاذ الإجراءات القضائية المناسبة للحصول على مستحقاته.
3. يجوز لمدير الصندوق تأجير العقارات قبل بيعها، بشرط ألا يؤجرها لمن يزاول نشاطاً محرماً شرعاً، كالتأجير على البنوك الربوية.
4. لا يجوز أن يستثمر مدير الصندوق في العقارات التي تتركز أنشطة المستأجرين فيها على الأنشطة المحرمة التالية: القمار، بيع وإنتاج الكحول، إنتاج التبغ، صنع الأسلحة، الدعارة، المخدرات، التأمين التجاري ومؤسسات التمويل الربوي، أي أنشطة محرمة أخرى تحددها الهيئة الشرعية.
5. يمكن لمدير الصندوق أن يستثمر في العقارات المؤجرة إلى شركات أو أشخاص لا يتوافقون مع المعايير المبينة أعلاه بما فيهم البنوك وشركات التأمين على أن يكون الإيجار المتحصل من هذه الجهات يمثل ما نسبته 5% أو أقل من مجموع الإيجارات المتحصلة، من العقار مع مراعاة الشروط التالية:
 - أ- الإيراد المتحصل من هذه الجهات يتم التصديق به إلى الجهات الخيرية بعد أخذ موافقة المستشار الشرعي.
 - ب- إذا كان مدير الصندوق يستطيع استبدال المستأجر ذو النشاط غير المتوافق مع مستأجر نشاطه متوافق مع الضوابط والأحكام الشرعية دون إلحاق ضرر بالصندوق من الناحية المالية والقانونية فعليه المضي قدماً في استبدال المستأجر بعد إعطائه إنذاراً كتابياً مدته ثلاثة أشهر.
 - ج- إذا كان الإجراء المذكور أعلاه سيسبب أضراراً مالية أو قانونية على الصندوق ففي هذه الحالة يترك هذا المستأجر إلى أن تنتهي مدة الإجارة ولا يتم تجديد العقد.

د- إذا استثمر مدير الصندوق في عقار لا يوجد به مستأجرين أو كان كل المستأجرين نشاطهم متوافق مع الأحكام والضوابط الشرعية فلا يجوز لمدير الصندوق تأجير العقار لمستأجر نشاطه غير متوافق مع الأحكام والضوابط الشرعية، حتى ولو كان المدخول من هذا المستأجر أقل من 5% من مجموع الإيرادات المتحصلة.

4.1.2.11 إدارة المخاطر:

إضافة إلى المخاطر العامة التي ذكرت في الفصل الثالث والمتعلقة بالصناديق العقارية فإن هذا الصندوق معرض للمخاطر، ونورد أهمها وفق نشرة اكتتاب هذا الصندوق. (238)

أ- المخاطر المرتبطة بالصندوق:

1. مخاطر طبيعة الاستثمار: لن يكون هناك أي ضمانات بأن الصندوق سوف يتمكن من تحقيق عوائد إيجابية على استثماراته في الوقت المناسب، وقد لا تكون هناك إمكانية لبيع أصوله أو التصرف فيها، وإذا ما تقرر التصرف فيها بالبيع قد لا تكون هناك إمكانية لبيعها بسعر يمثل القيمة العادلة لها.
2. مخاطر الخبرة المحدودة لمدير الصندوق: قد تؤدي إلى تأثير سلبي على عمليات الصندوق ومركزه المالي وعائدات مالكي الوحدات.
3. مخاطر التداول بسعر أقل من القيمة السوقية: قد يتم تداول الوحدات بسعر أقل من القيمة التي تم طرحها لعدة أسباب، من بينها ظروف السوق غير المتوقعة والسياسة الاستثمارية للصندوق وزيادة العرض على الطلب من الوحدات.
4. المخاطر الاقتصادية: ستتأثر العائدات الخاصة بالصندوق بشكل عام بالتطورات والأحداث الاقتصادية في المملكة العربية السعودية، وأي تغيير في أسعار النفط سيكون له تأثير سلبي على مجمل الاقتصاد السعودي، مع إمكانية حدوث موجات عكسية تؤثر على كل المستويات، ومن ضمنها استثمارات الصندوق، وبالتالي استثمار حملة وحداته.

(238) نشرة الاكتتاب الصادرة عن صندوق مشاركة ريت العقاري، 23.

5. مخاطر الأسواق الناشئة: على المستثمرين في الأسواق الناشئة إدراك أن هذه الأسواق عرضة لمخاطر أكبر منها في الأسواق الأكثر تطوراً، والتي من أهم سماتها أنها عرضة للتغير السريع.

المخاطر ذات الصلة بأصول الصندوق:

1. مخاطر توفر الاستثمارات المناسبة: لا يمكن أن يكون هناك ضمان من مدير الصندوق على تحديد الاستثمارات المستقبلية التي تحقق الأهداف الاستثمارية للصندوق، وهناك منافسة شديدة في مجال تحديد وهيكل الاستثمارات المناسبة للصندوق، وقد يؤدي هذا الأمر إلى التأثير سلباً على استثمارات الصندوق وعوائده.

2. مخاطر التطوير العقاري: إن قطاع التطوير العقاري في المملكة يواجه عدة أشكال من المخاطر في بناء وتسويق مشروع عقاري جديد، تشمل دون حصر ما يلي:

- أ- التأخير في الإنتهاء من الأعمال في الوقت المناسب.
- ب- تجاوز التكاليف المحددة.
- ج- عدم القدرة على تحقيق عقود إيجار بالمستويات المستهدفة.
- د- القوة القاهرة الناتجة عن عوامل خارج سيطرة الصندوق، والمتعلقة بشكل خاص بقطاع المقاولات.

هـ- كذلك فإن البدء في مشروعات جديدة ينطوي على مخاطر جديدة، من بينها الحصول على الموافقات والتصاريح الحكومية اللازمة لتقسيم الأراضي والأشغال، وغيرها من الموافقات والتصاريح الحكومية الأخرى المطلوبة، وتكاليف التطوير العقاري المتصلة بالمشاريع التي لم تتم متابعتها حتى الاكتمال، كما أن الزيادة في تكاليف البناء قد تتجاوز التوقعات المحددة لأسباب مختلفة، من بينها على سبيل المثال التأخير بسبب الخلافات مع مقاولي الباطن، والزيادة في تكاليف مواد البناء والمعدات والعمالة، وسوء الأحوال الجوية والمشاكل والظروف غير المتوقعة.

3. إن التغيرات في البيئة التنظيمية والضريبية والقانونية والتشريعية التي يمكن أن تحدث أثناء عمل الصندوق قد يؤثر سلباً على استثمارات المشتركين في الصندوق، والتغيرات

في قوانين الأوراق المالية والضرائب، وقوانين الإفلاس والرهن العقاري، والقوانين المتعلقة بتنظيم قطاع العقارات وغيرها من الأنظمة الحكومية، قد يكون له تبعات غير متوقعة وعكسية على الصندوق أو استثماراته القائمة أو المقترحة.

4.1.2.12 تحليل الصندوق:

يعتبر صندوق مشاركة من الصناديق العقارية الإسلامية المتداولة الرائدة في السعودية، ويهدف إلى توفير دخل دوري سنوي للملكي الوحدات من المستثمرين، وذلك من خلال الاستثمار في أصول عقارية مطورة تطويراً إنشائياً قابلة لتحقيق دخل تأجيري ودوري. وتمثل استراتيجية الصندوق في الاستثمار بمالا يقل عن 75% من القيمة الإجمالية لأصوله بحسب آخر قوائم مالية مدققة في العقارات المطورة تطويراً إنشائياً مدرراً لدخل دوري تأجيري، وبعقود إيجار متوسطة وطويلة الأجل ومختلفة القطاعات، ولا يستثمر الصندوق أصوله في أراضي بيضاء.⁽²³⁹⁾

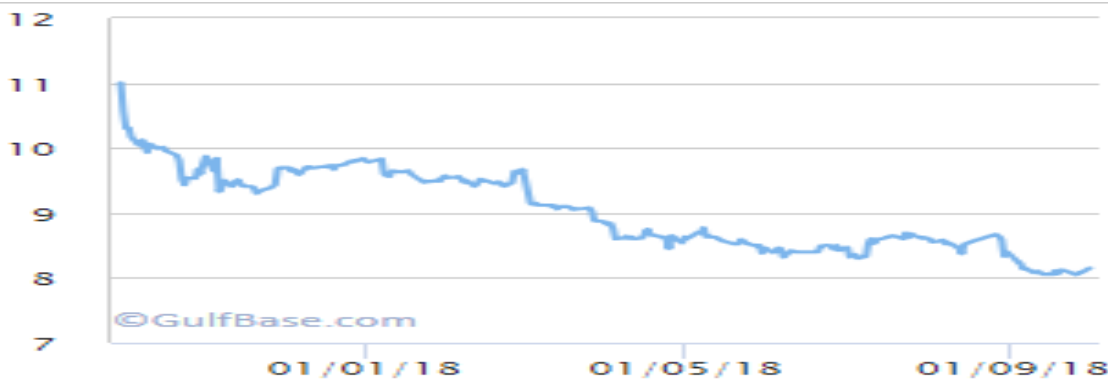
بشكل عام فإن صندوق مشاركة يغطي جميع متطلبات الصندوق العقاري الإسلامي ويشكل نموذجاً جيداً ولكن توجد عدة نقاط نحتاج للوقوف عندها:

أ- عدم الاستثمار في الأراضي البيضاء يخسر الصندوق فرصاً استثمارية عديدة، ويجعله يعمل ضمن نطاق محدود، وهو الاستثمار في أصول عقارية مطورة لتحقيق دخل تأجيري فقط، كما ورد في نشرة الإصدار تحت بند المخاطر أنه لا يمكن إعطاء أي ضمان بأن المستثمرون سيحصلون على المبلغ الأساسي المستثمر في الصندوق كلياً أو جزئياً، سواءً في نهاية مدة الصندوق أو في حال تصفية الصندوق قبل إنتهاء مدته، هذا وتتغير ظروف السوق باستمرار وتتأثر بالأوضاع العامة للاقتصاد الكلي أو الأسواق المالية أو تطورات الشركات في المملكة العربية السعودية، فضلاً عن توجهات السوق فيما يتعلق بالقطاع العقاري وهذا ما يقلل من فرص الحصول على ارباح أكبر.

(239) الأراضي البيضاء وفق تعريف وزارة الإسكان في السعودية: كل أرض فضاء مخصصة للاستخدام السكني، أو السكني التجاري داخل حدود النطاق العمراني.

ب- يبين الرسم البياني أدناه الشكل رقم (16.4) التغير في أداء سهم مشاركة منذ عام 2017م، حيث نلاحظ انخفاض سعر السهم عن القيمة الاسمية التي بدأ بها الصندوق، وهذا قد يكون أمراً طبيعياً في بداية الصندوق، ولكن الاستمرارية في الانخفاض والوصول لسعر الاستقرار (حوالي ثمانية ريالات) يعطي مؤشراً أن سعر السهم الاسمي (كان غير مدروس بشكل جيد)، حيث يؤدي إلى اهتزاز الثقة من قبل المستثمرين.

الرسم البياني 4.17: أداء سهم مشاركة في البورصة السعودية. (240)

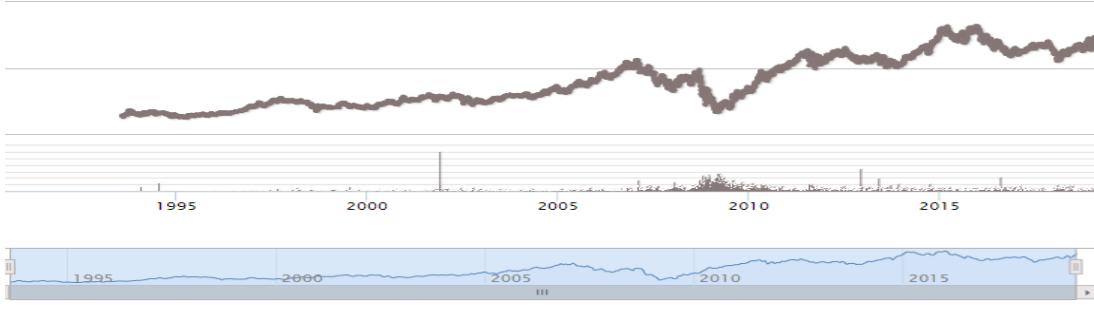


المصدر: سوق الأسهم السعودية (تداول) تاريخ 2018-9-1

وهذا مؤشر غير جيد كون أغلب الصناديق العقارية تبدأ أسهمها بالارتفاع، ولا يمكن أن تنزل تحت القيمة الابتدائية للصندوق، ومثال على ذلك صندوق Equity Residential للاستثمار العقاري، ويبين الشكل التالي تغير قيمة السهم بدءاً من الإصدار وحتى يومنا هذا، نلاحظ أن سعر السهم مع كل التغيرات في أسعار الأسهم لم ينخفض عن سعر الطرح الأولي.

(240) سوق الأسهم السعودية (تداول) تاريخ 2018-9-1م.

الشكل 4.18: أداء صندوق Equity Residential.



المصدر : موقع الشركة الالكتروني www.equityapartments.com

أ- إن التقييم العقاري لوحدة صندوق مشاركة ريت كان تقييماً عادلاً في وقت تقييم العقارات، ولكن هل قيمة العقار هي نفس القيمة المقدرة من المكاتب الاستشارية عند رغبة مالك العقار في بيعها؟ حيث هناك وحدات بيعت بأقل من 25% من سعر التقييم العقاري، كما لوحظ أيضاً أنه في الأيام الأولى للإدراج كان هنالك عرض لبيع الأسهم بشكل كبير، مما ساهم في تراجع حاد للأسهم.

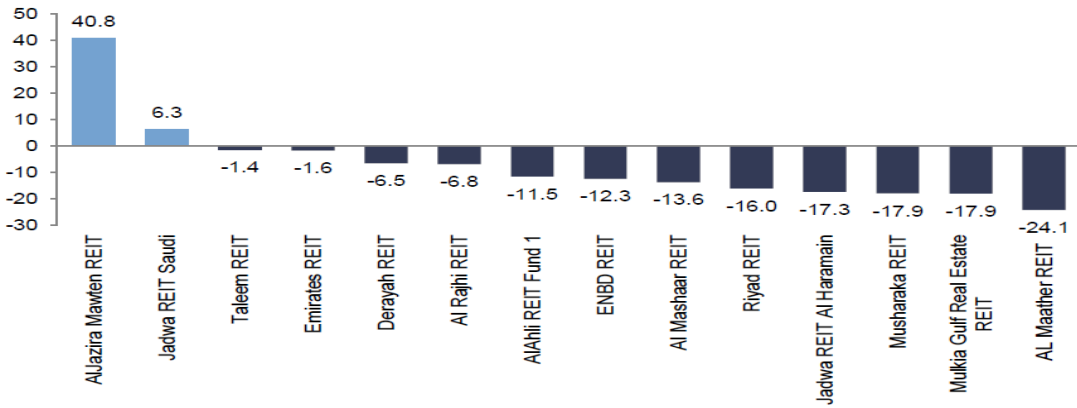
د- إن كثرة وتشعب وتنوع الأتعاب وارتفاعها يؤثر بشكل كبير على صافي الأرباح، بل وصل الأمر إلى أن القيمة السوقية للأسهم أصبحت أقل من القيمة الاسمية، وذلك نظراً إلى أن نسبة كبيرة من الأتعاب كانت من قيمة المساهمة وليس من قيمة الأرباح.

فإذا قمنا صندوق مشاركة بناء على ما سبق من العوامل نجد أن:

1. بالنسبة لضمان العوائد: أن معظم العوائد التي يجنيها المستثمر في صناديق الريت تكون من توزيعات الأرباح بخصم الأتعاب التي يتقاضاها مدراء صناديق الاستثمار العقاري.

وبتحليل الرسم البياني لترتيب صندوق مشاركة نجد أنه لم يحقق عوائد إيجابية، ويبين الرسم البياني رقم 19.4 إجمالي عوائد صناديق الريت (التغير في السعر + توزيعات الأرباح) منذ إدراجها في السوق.

الرسم البياني 4.19: إجمالي عوائد صناديق الريت (التغير في السعر + توزيعات الأرباح) منذ إدراجها في السوق. (241)



المصدر: مؤسسة GULFBASE، "الصناديق السعودية للاستثمار العقاري المتداولة-ريت

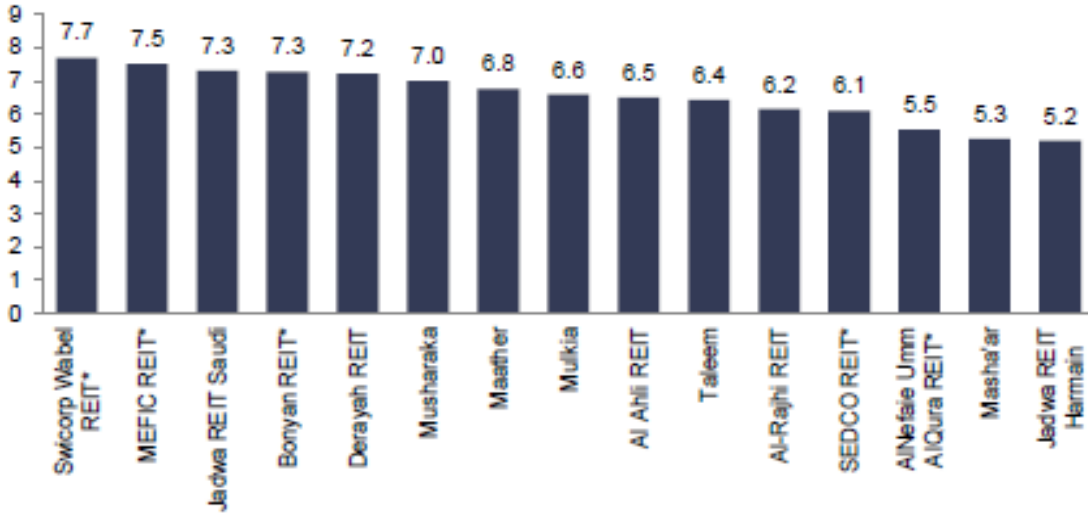
2. بالنسبة لمخاطر الصندوق فهو من نوع متوسط المخاطر حيث إن الاستثمار في صندوق مشاركة ينطوي على مخاطر متوسطة، ولا يمكن إعطاء أي ضمان بأن الصندوق سيحقق أهدافه الاستثمارية، وتتوقف قيمة الوحدات على العقارات التابعة للصندوق وعوائد إيجاراتها، والتي قد تنخفض أو ترتفع بتأثير المخاطر المذكورة أدناه.

3. بالنسبة للعائد الأولي: يعكس عائد توزيع الأرباح العوائد الناتجة من الأصول الأساسية، ومعظم العوائد التي يجنيها المستثمر في صناديق الريت تكون من توزيعات الأرباح بخصم الأتعاب التي يتقاضاها مدراء صناديق الاستثمار العقاري، فيتحول العائد من إجمالي العائد إلى عائد صافي الربح، وهو يعكس مقدار الدخل من الأصول الأساسية بافتراض أن سعر صندوق الريت يكون بالقيمة الاسمية. ويبين الرسم البياني رقم (3-18) العوائد الأولية للصناديق الاستثمارية العقارية السعودية المتداولة.

(241) تقرير GULFBASE عن الصناديق السعودية للاستثمار العقاري المتداولة بتاريخ إبريل

2018م، رويتر أيكون في 9 إبريل 2018م.

الرسم البياني 4.20: العوائد الأولية للصناديق الاستثمارية العقارية. (242)



المصدر: مؤسسة GULFBASE، "الصناديق السعودية للاستثمار العقاري المتداولة-ريت

4. بالنسبة لتنوع في أنواع العقارات نجد أن صندوق مشاركة يستثمر في القطاعات السكنية والمستودعات والقطاع الفندقية ولا يستثمر في القطاعات التعليمية والتجارية والمكتبية وقطاع التجزئة، وهذا يقلل من الأرباح بشكل عام ويزيد من نسب المخاطرة.

5. بالنسبة للتنوع الجغرافي: إن صندوق مشاركة لا يعمل خارج المملكة العربية السعودية، وكما ذكرنا سابقاً فكلما ازداد تنوع أصول صناديق الاستثمار جغرافياً كان ذلك أفضل، بسبب انخفاض مخاطر الاقتصاد الكلي، فالأسواق العقارية تتأثر بالتغيرات التي تحدث في الاقتصاد الكلي في الدولة الواحدة، وبالتالي فإن التنوع الجغرافي لصندوق عقاري متداول من حيث تملك عقارات في أكثر من بلد يمكن أن يوفر درجة إضافية من التنوع الذي تظهر فوائده عند حدوث تباطؤ في إحدى الدول.

6. أن حجم صندوق مشاركة البالغ 880 مليون ريال سعودي يجعله من الصناديق المتوسطة الحجم وهذا يعطي الثقة للمستثمرين بالاستثمار فيه نظراً لحجمه ولكن إذا

(242) بلومبيرغ، تقرير GULFBASE عن الصناديق السعودية للاستثمار العقاري المتداولة بتاريخ

إبريل 2018م.

أخذنا في الاعتبار تراجع أسعار العقارات في المنطقة بشكل عام، وهي تمثل الأصول الرئيسية للصندوق مع حداثة التجربة وظروف التقييم الأولي لحصص الصندوق وقلة المنافسة يؤشر أنه مع ارتفاع المنافسة يتسجل عدد أكبر من الصناديق وعودة أسعار العقار إلى التوازن والصعود سوف تتحول هذه الصناديق من الخسائر إلى الأرباح.

4.1.3 صندوق إنماء العقاري الاستثماري.⁽²⁴³⁾

4.1.3.1 الشكل القانوني للصندوق:

تم اعتماد صندوق الإنماء مكة العقاري على أنه صندوق استثمار عقاري عام مقفل متوافق مع المعايير والضوابط الشرعية المجازة من قبل الهيئة الشرعية للصندوق. تم تأسيس صندوق الإنماء مكة العقاري كصندوق استثمار عقاري مدر للدخل مغلق للائحة صناديق الاستثمار العقاري متوافق مع المعايير والضوابط الشرعية، ومتوافق مع الأحكام الصادرة عن هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية، وتقوم شركة الإنماء للاستثمار بدور مدير الصندوق، وهي شركة مساهمة سعودية مقفلة، تعمل وفق الأنظمة واللوائح المعمول بها بالمملكة العربية السعودية، بموجب ترخيص هيئة السوق المالية.

4.1.3.2 عملة الصندوق ومدته:

عملته الريال السعودي، ومدة الصندوق خمس سنوات، ويمكن لمجلس إدارة الصندوق وفق تقديره المطلق تمديدتها لفترة مماثلة (خمس فترات) مدة كل فترة منهما سنة واحدة، ما لم يتم إنهاؤه قبل ذلك وفقاً لهذه الشروط والأحكام.

4.1.3.3 هدف الصندوق:

يتمثل الهدف الرئيسي للصندوق في الاستحواذ على عدد من أصول عقارية مدرة للدخل، والواقعة ضمن المرحلة الأولى من مشروع جبل عمر بجوار المسجد الحرام بمكة المكرمة، لتوفير

(243) نشرة الاككتاب الصادرة عن صندوق الإنماء مكة العقاري، 16.

دخل دوري للمستثمرين في الصندوق، على أن يقوم الصندوق بتوزيع أرباح نقدية نصف سنوية - مرتين كل عام ميلادي - من صافي الأرباح القابلة للتوزيع.

4.1.3.4 حجم ورأس مال والاشتراك في الصندوق:

يبلغ حجم الصندوق المستهدف ثمانمائة وثمانين مليون ريال مقسمة على ثمانية وثمانين مليون وحدة، وبقيمة اسمية تبلغ عشرة ريالات للوحدة الواحدة، حيث يمثل حجم الصندوق قيمة شراء العقارات البالغة ثمانمائة وسبعة وخمسين مليون ريال، إضافة إلى رسوم السعي لتملك العقارات، والتي تقدر بواحد وعشرين مليون وأربعمائة وخمسة وعشرين ألف ريال تدفع لمدير الصندوق والوسطاء، وما تبقى فهو للمصاريف الخاصة بتأسيس الصندوق، مثل مصاريف الإدراج والتسجيل لوحدات الصندوق لأول مرة.

4.1.3.5 أهم بنود اتفاقية الشراء:⁽²⁴⁴⁾

- أ- نوع الاتفاقية: اتفاقية بيع و شراء مع خيار الشرط.
- ب- العقارات محل الاستحواذ: فندق أجنحة هيلتون، فندق حياة ريجنسي، فندق كونراد والمجمعات التجارية المتصلة بها المقامة على أرض مساحتها 15.962 متراً في مشروع جبل عمر بمكة المكرمة، المملكة العربية السعودية (وباستثناء الوحدات السكنية الخاصة الواقعة من ضمن العقار والمكونة من 93 وحدة).
- ت- تأجير العقار: تتضمن الاتفاقية تأجير المشتري العقار للبائع لمدة 10 سنوات والتي تم الاتفاق على بنودها في عقد منفصل (عقد الإيجار).
- ث- حق إعادة الشراء: بموجب اتفاقية "بيع وشراء مع خيار الشرط" واتفاقية "تعهد بيع عقار"، يمنح المشتري حق إعادة الشراء للبائع في أي وقت من بداية السنة السادسة إلى نهاية السنة العاشرة بنفس قيمة الشراء والبالغة ستة مليارات، شريطة أن يتم إشعار مدير الصندوق بالرغبة لشراء هذه الأصول قبل 6 أشهر على الأقل من تاريخ عملية الشراء، وسيسقط الالتزام بالبيع لشركة جبل عمر للتطوير بعد إنتهاء

(244) نشرة الاكتتاب الصادرة عن صندوق الإنماء مكة العقاري، 8.

فترة العشر سنوات، أو في حال اتفق الطرفين على إنهاء ذلك التعهد قبل نهاية
المدة.

سيستحوذ صندوق الإنماء مكة العقاري بشكل مباشر على ستة أبراج فندقية ومجمعين
تجاريين فاخرين، تقع من ضمن المرحلة الأولى من مشروع جبل عُمر بمدينة مكة
المكرمة، والذي يقع بالقرب من المسجد الحرام بمكة المكرمة، وستتكون الأصول
العقارية للصندوق من ثلاثة فنادق من فئة الخمس نجوم، بالإضافة إلى مجمعين
تجاريين.

4.1.3.6 الرسوم مقابل الخدمات والأتعاب والعمولات وأتعاب الإدارة: (245)

1.5% من إجمالي رأس مال الصندوق تدفع مرة واحدة، وسيتيم خصم هذه الأتعاب بعد تشغيل الصندوق، وسينعكس ذلك بانخفاض قيمة الوحدة بنسبة 1.5% لتصبح قيمتها 9.9 ريال.	أتعاب هيكل رأس المال
0.75% سنوياً من صافي أصول الصندوق وتدفع بشكل ربع سنوي.	رسوم إدارة الصندوق
0.015 من صافي قيمة أصول الصندوق وبحد أعلى 700000 ريال سعودي، وتدفع بشكل نصف سنوي.	رسوم الحفظ
بحد أعلى 0.05 % من صافي قيمة أصول الصندوق.	المصاريف الإدارية والتشغيل
يتحمل الصندوق مصاريف تحويل الأرباح حسب الأسعار	رسوم تحويل الأرباح
75000 ريال سنوياً.	أتعاب مراجع الحسابات الخارجي
100000 ريال عن السنة المالية بحد أقصى لكل عضو مستقل.	أتعاب أعضاء مجلس الإدارة
50000 ريال عن السنة المالية بحد أقصى.	مكافآت أعضاء لجنة الرقابة الشرعية

(245) نشرة الاكتتاب الصادرة عن صندوق الإنماء مكة العقاري، 17.

المصدر: نشرة إصدار صندوق مشاركة ريت

4.1.3.7 وصف لغرض الصندوق وأهدافه الاستثمارية:

أ- يسعى الصندوق إلى تحقيق دخل تأجيلي دوري من خلال الاستثمار في عدد من الأصول التشغيلية الواقعة ضمن المرحلة الأولى من مشروع جبل عمر بجوار المسجد الحرام بمكة المكرمة.

ب- لن يقوم الصندوق بالاستثمار في التطوير العقاري أو الاستثمار في الأراضي البيضاء.

4.1.3.8 ملخص استراتيجيات الصندوق:

أ- يعتزم الصندوق الاستحواذ على عدد من الأصول التشغيلية الواقعة ضمن المرحلة الأولى من مشروع جبل عمر بجوار المسجد الحرام بمكة المكرمة، حيث سيتم إعادة تأجير تلك الأصول لمدة 10 سنوات بعائد ثابت وقدره 9% سنوياً من قيمة الاستحواذ البالغة ستة مليارات وبدفعات إيجارية نصف سنوية تدفع مقدماً لكل فترة خلال مدة الصندوق.

ب- كما تجدر الإشارة إلى أن من شروط عملية الاستحواذ على الأصول محل استثمار الصندوق أن يلتزم الصندوق لشركة جبل عمر للتطوير (البائع) بإعادة بيع هذه الأصول العقارية بعد مرور خمس سنوات على عملية الاستحواذ، وذلك في أي وقت من بداية السنة السادسة إلى نهاية السنة العاشرة بنفس قيمة الاستحواذ والبالغة ستة مليارات ريال سعودي، شريطة أن يتم إشعار مدير الصندوق بالرغبة في شراء هذه الأصول قبل ستة أشهر على الأقل من تاريخ عملية الشراء، وسيسقط الالتزام بالبيع لشركة جبل عمر للتطوير بعد إنتهاء فترة العشر سنوات، أو في حال اتفق الطرفان على إنهاء ذلك التعهد قبل نهاية المدة.

- ج- سياسة تركز الاستثمار في الأصول العقارية: ستركز استثمار الصندوق في أصول عقارية بمدينة مكة المكرمة في قطاع الفنادق والضيافة والمراكز التجارية ذات الدخل، والواقعة ضمن المرحلة الأولى من مشروع جبل عمر.
- د- يجوز للصندوق الحصول على تمويل متوافق مع الضوابط الشرعية، شريطة ألا يتجاوز إجمالي مبلغ ذلك التمويل نسبة 30% من إجمالي قيمة أصول الصندوق، مما قد يتوجب تسجيل صكوك ملكية العقار باسم المصرف الممول وليس أمين الحفظ.
- هـ- يجوز لمدير الصندوق أن يستثمر السيولة أو الفوائض النقدية للصندوق في مرابحات مباشرة قصيرة الأجل المتوافقة مع المعايير والضوابط الشرعية.
- و- توزيعات الأرباح والتوزيعات الأخرى: يسعى مدير الصندوق بأن يقوم بتقديم توزيعات نقدية سنوية على مالكي الوحدات بنسبة لا تقل عن 90% من صافي الأرباح القابلة للتوزيع، ومن الممكن أن يتم إعادة استثمار المبالغ النقدية الصافية المتبقية من استثمارات الصندوق بعد التوزيعات من قبل مدير الصندوق، على أن يتم توزيع الأرباح خلال شهرين بحد أقصى من استحقاقها.

4.1.3.9 تداول وحدات الصندوق:

سيحتفظ مدير الصندوق بسجل يحتوي على طلبات الراغبين في بيع وشراء وحدات الصندوق، حيث سيطلع مدير الصندوق المستثمرين الراغبين في شراء أو بيع وحدات الصندوق بسجل أوامر البيع والشراء، وسيتم قبول طلبات بيع وشراء الوحدات في أيام العمل الرسمية للصندوق، وسيكون مدير الصندوق هو المخوّل في نقل ملكية الوحدات بين المشتري والبائع، وتحديث سجل مالكي الوحدات حسب السعر المتفق عليه بينهما، وله الحق في الحصول على عمولة وساطة من القيمة الإجمالية للوحدات، ويبلغ الحد الأعلى من قيمة الرسوم 2% من قيمة الوحدات لكل عملية نقل، ولن يكون مدير الصندوق ملزماً بتنفيذ عملية بيع وشراء الوحدات في حال عدم وجود مشترٍ أو بائع للوحدات ذات العلاقة.

سيحتفظ مدير الصندوق بسجل لمالكي وحدات الصندوق، وسيحتوي السجل على أسماء جميع مالكي الوحدات وعناوينهم وعدد الوحدات التي يمتلكها كل منهم،

بالإضافة إلى حركة العمليات التي تتم من قبل مالكي الوحدات، علماً بأنه لن يتم نقل ملكية وحدات الصندوق إلا عندما تكون مسجلة سجل مالكي وحدات الصندوق، ويكون سجل مالكي الوحدات هو الدليل القاطع على ملكية الوحدات المثبتة فيه.

4.1.3.10 مسؤولية جهة المراجعة والتدقيق الشرعي:

- جهة المراجعة والتدقيق الشرعي هي المسؤولة على وجه الخصوص عن الأنشطة الآتية:
- أ- دراسة ومراجعة شروط وأحكام الصندوق والأهداف والسياسات الاستثمارية للصندوق، وكذا أي عقود يرغب التعامل بها لضمان تقيدها بالأحكام الشرعية.
 - ب- تقديم الرأي الشرعي إلى مدير الصندوق بخصوص التقييد بالأحكام الشرعية.
 - ج- تحديد معايير ملائمة لاختيار العمليات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، والتي يجوز لمدير الصندوق أن يستثمر فيها السيولة المتوافرة كاستثمارات قصيرة الأجل.
 - د- تقديم معايير ملائمة لمدير الصندوق بخصوص استقطاعات التخلص - إن وجدت -
 - هـ- مراقبة الاستثمارات على ضوء الضوابط الشرعية المحددة.
 - و- إبداء الرأي الشرعي فيما يتعلق بالتزام الصندوق بالأحكام الشرعية لإدراجها في التقرير السنوي للصندوق.

المعايير الشرعية:

1. يستثمر الصندوق أمواله في شراء وتشغيل مشاريع عقارية مباحة شرعاً.
2. يستثمر الصندوق مبالغ السيولة المتاحة وغير المستخدمة في عمليات قصيرة الأجل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
3. عند اللجوء إلى تمويل من أجل عمليات وتشغيل الصندوق يكون هذا التمويل مشروعاً ويدرار بطريقة مباحة شرعاً.
4. لا يسمح بتداول وحدات الصندوق إلا بعد بدء نشاط الصندوق.

4.1.3.11 إدارة المخاطر:

إضافة إلى المخاطر العامة التي ذكرت في الفصل الثالث والمتعلقة بالصناديق العقارية، فإن هذا الصندوق معرض للمخاطر من أهمها وفق نشرة اكتتاب هذا الصندوق.⁽²⁴⁶⁾

أ- ليس من الممكن تقديم ضمانات بتحصيل مبلغ الإيجار السنوي لأصول الصندوق بالكامل في حينه، كما أنه ليس هناك ضمان بأن تحقق الأصول عائداً ثابتاً بمقدار 9% سنوياً؛ وذلك لارتباط الدخل المباشر بأداء أصول الصندوق، علماً بأن شركة جبل عمر للتطوير ملتزمة بسداد عائد ثابت بمقدار 9% سنوياً طوال فترة عقد الإيجار بموجب عقد الإيجار الموقع بين الصندوق وشركة جبل عمر للتطوير، كما أنه في حال قيام مدير الصندوق ببيع الأصول العقارية لشركة جبل عمر للتطوير، وحسب تعهد بيع العقار للبائع الموقع بين الصندوق والبائع فلن يكون هنالك أي عائد رأسمالي للصندوق من بيع أصول الصندوق.

ب- بالإضافة إلى ذلك تخضع الاستثمارات في العقارات التي تستهدف قطاع السياحة والضيافة والأسواق التجارية بمدينة مكة المكرمة لمخاطر الأنظمة والقوانين ذات العلاقة بالحج والعمرة بوجه عام، ويشمل ذلك الموسمية والتغيرات الاقتصادية والقانونية الخاصة بالحجاج والمعتمرين والزوار، ويمكن أن يؤثر عامل واحد أو أكثر من هذه العوامل سلباً على نتائج عمليات الصندوق أو حالته المالية.

ج- قد تشترط حكومة المملكة توظيف نسبة عالية من مواطني المملكة في تطوير وتشغيل قطاع العقارات بالمملكة، وذلك قد يتطلب توظيف موظفين إضافيين أو تقديم تدريب إضافي، وهذه التكاليف الأخرى قد تتسبب في ارتفاع تكاليف التشغيل عما هو متوقع بالأساس.

د- مخاطر نزع الملكية: إن من حق بعض الجهات الحكومية في المملكة الاستحواذ الإيجاري على عقار لتحقيق المنفعة العامة (على سبيل المثال لا الحصر، توسعة الحرم المكي أو بناء الطرق والمرافق العامة)، وعلى الرغم من احتمالية دفع التعويض،

(246) نشرة الاكتتاب الصادرة عن صندوق الإنماء مكة العقاري، 25.

فهناك خطر يتمثل في أن تكون قيمة التعويض غير كافية بالمقارنة مع حجم الاستثمار أو الربح الفائت أو الزيادة في قيمة الاستثمار.

4.1.3.12 تحليل الصندوق:

يعتبر صندوق الإنماء مكة من الصناديق الاستثمارية العقارية المتوافقة مع المعايير والضوابط الشرعية الصورة العامة تعطي أن الاستثمار في هذا الصندوق مجدٍ كون عوائد الاستثمار في مكة بشكل عام (4 - 5) % أما الاستثمار في صندوق الإنماء العقاري فيوفر عوائد دورية تبلغ 8% من رأس المال المستثمر، لكن الناظر إلى عملية البيع والشراء والتأجير في الصندوق يلاحظ أن هذه العقود تشوبها بعض الملاحظات منها:

أ- أن فكرة الصندوق وآلية عمله - القائمة على شراء الأصول المذكورة أعلاه، ومن ثم إعادة تأجير هذه الأصول لشركة جبل عمر للتطوير بعقد مدته 10 سنوات وبقيمة إيجاريه تحقق عائد قدره ٥٤٠ مليون ريال (9% من تكلفة الاستحواذ) البالغة ٦ مليارات ريال سعودي وبدفعات إيجارية مع حق الشراء خلال نفس المدة الزمنية بنفس سعر المبيع - تعطي صورة أن شركة جبل عمر بحاجة لتمويل معين ولا تود الاقتراض أو التمويل من المصارف فقامت بإنشاء هذا الصندوق للحصول على التمويل الذي تريده وهذا قد يؤول إلى نوع من أنواع السندات أو الصكوك أو قد يشبه إلى حد كبير "بيع الوفاء" والذي يعرف بأنه البيع بشرط متى رد البائع الثمن يرد إليه المشتري المبيع ، كما أن ثبات نسبة الأرباح الموزعة والبالغة 9% على أساس قيمة مساهمة المستثمر فهذا أيضاً تشوبه بعض الشبهات.

ب- أما عن طريقة عمل وأداء هذا الصندوق فلا بد أن نشير إلى أن موافقة هيئة السوق المالية السعودية على طلب شركة «الإنماء للاستثمار» بطرح وحداتها في صندوق إنماء مكة العقاري طرحاً عاماً، كما أنها أوضحت أن قرار الاستثمار من دون الاطلاع على الشروط والأحكام للصندوق، ودراسة محتواها قد ينطوي على مخاطر عالية، ويجب على المستثمر الاطلاع على شروط وأحكام الصندوق الذي يحتوي على معلومات تفصيلية عن الصندوق واستراتيجية الاستثمار وعوامل المخاطرة،

ودراستها بعناية للتمكن من تقدير مدى جدوى الاستثمار من عدمه في ظل المخاطر المصاحبة.

ج- إن المتتبع لعمليات الإصدار والاككتاب يلاحظ عودة مشاركة شركة جبل عمر بحصة عينية، حيث أعلن عن نجاح طرح صندوق الإنماء مكة العقاري بإجمالي اشتراكات تجاوزت 13.5 مليار ريال، وتم تخصيص الوحدات المطروحة للمستثمرين (سواء أفراداً أو مؤسسات) حسب شروط وأحكام الصندوق على أساس تناسبي لكل مشترك نسبة إلى قيمة اشتراكه، وذلك بعد توزيع الحد الأدنى لكل مستثمر وهو 1000 وحدة، تعادل قيمتها 10000 ريال، وتم الإعلان عن عملية التخصيص ورد الفئات في موعد أقصاه 15 يوم عمل من تاريخ الإففال، وقام مدير الصندوق برد الفئات للمشاركين، وذلك بإيداعها في حساباتهم لدى الإنماء للاستثمار بحسب ما نصت عليه شروط وأحكام الصندوق، كما أعلنت شركة جبل عمر للتطوير اشتراكها في صندوق الإنماء مكة العقاري بحصة عينية بقيمة مليار ريال تخصم من مبلغ البيع، كما تم بموجب هذه المشاركة تخفيض قيمة الإيجار السنوي الذي سيتم دفعه للصندوق.

د- إن موضوع تضارب المصالح غير واضح، فوجود علاقات ومصالح متعددة بين أطراف الصندوق يعطي صورة سلبية بالنسبة للمستثمرين، فمدير الصندوق - شركة الإنماء للاستثمار - هو نفسه يقدم خدمات استشارية كاملة للبائع - شركة جبل عمر -، كما أن مدير الصندوق مملوكة بشكل كامل لمصرف الإنماء الذي يقدم خدمات تمويلية للصندوق.

ه- إن الاستثمار في هذا النوع من الصناديق يستوجب التفكير في أن المبالغ المستثمرة قد تجمد خلال عشر سنوات في حال عدم وجود مشتر للوحدات، كون الصندوق مغلقاً وليس مدرجاً في السوق، وجميع عمليات البيع والشراء تكون عند مدير الصندوق مما قد يعرقل سرعة عمليات البيع والشراء.

و- كما أن الصندوق يعتبر عالي المخاطر بسبب تحكم شركة جبل عمر بأمر البيع والشراء خلال مدة الصندوق، حيث إن العقار قد ينزل سعره، وبالتالي شركة جبل عمر قد لا تريد شراءه، أو يرتفع سعره وبالتالي خسارة جزء من الأرباح الناتجة عن

زيادة سعر الأصول، خاصة وأن المدة الزمنية قد تمتد لعشر سنوات، وهي فترة زمنية ليست بالقليلة لتغير أسعار العقارات في منطقة تتأثر بشكل كبير بالظروف إيجابياً أو سلبياً، فالدخل في الصناديق العقارية عادة يأتي من:

1. الدخل الدوري: في هذا الصندوق الدخل الدوري هو الإيراد التأجيري الثابت البالغ 540 مليون ريال سعودي سنوياً ولكن قد يرتفع هذا الإيراد لعدة أسباب (ارتفاع أسعار الحجوزات، نسب التضخم...) ولكن المستفيد من هذه الزيادات في الأسعار ستذهب إلى شركة جبل عمر بموجب عقد الإيجار المتضمن مبلغاً ثابتاً (540 مليون ريال).

2. النمو في الأصول العقارية نفسها: لكن في هذا الصندوق شركة جبل عمر لها الحق في الشراء بنفس السعر، والعائد فقط هو الدخل الموزع الثابت، مما يحرم المستثمرين من الأرباح الرأسمالية، وهي الأساس في التطوير العقاري.

كما أن عمليات نقل الملكية تشوبها بعض الملاحظات، حيث إن هناك 48 عقار غير مسجلة باسم البائع (شركة جبل عمر) من أصل 111 عقار، ومن أجل ذلك قام البائع بتسجيل أراضي مستقلة باسم الصندوق كضمان للأراضي غير المسجلة باسم الشركة ريثما يتم الإنتهاء من الأمور القانونية المتعلقة بها، وهذا يضعف عمل الصندوق ويؤثر عليه ويعرقل عملية أنطلاقه بشكل صحيح.

وخلاصة القول أن حرمان المستثمرين من الأرباح الرأسمالية (في حال إعادة البيع لشركة جبل عمر) يجعل المستثمرين عرضة لمخاطر التضخم التي قد تحدث للعملية، وبالتالي انخفاض قوتها الشرائية مما يجعل الاستثمار في هذا الصندوق عرضة لخسائر فادحة. كما أن عدم الشفافية والوضوح في هذا الصندوق وتعارض المصالح هما سيدا الموقف، مما يجعل وكأن البيع للمستثمرين هو بيع صوري، الهدف منه الحصول على التمويل مقابل الإيجار، ثم استرداد الأصول ورد نفس المبلغ للمستثمرين، وهو أمر ينطوي على كثير من الشبهات الشرعية والمخاطر الاستثمارية. أما ما يتعلق بالأتعاب الخاصة بالصندوق فإن رسوم الاشتراك متوسطة 1.5% مقارنة بالصناديق الأخرى التي تصل إلى 2% فقط وهذا مؤشر إيجابي.

وبخصوص الأتعاب السنوية فإنها 0.75% وهي نسبة جيدة مقارنة بالصناديق الأخرى ولكننا نرى أن تكون نسبة من صافي الأرباح وليست نسبة من إجمالي موجودات الصندوق.

4.2 الصناديق العقارية في مصر:

تعتبر صناديق الاستثمار العقاري جديدة في السوق المصرية، حيث سمحت هيئة الرقابة المالية بتأسيس صناديق الاستثمار العقاري لأول مرة في البلاد بعد التعديلات التي تمت على قانون 95 لسنة 1992م، حيث منحت هذه التعديلات قيام هذه الصناديق بتوفير قدرات مالية تصل إلى نحو 50 ضعف رأسمالها، وتتيح الصناديق العقارية أدوات تمويلية جديدة تعزز الاستثمار العقاري لمواجهة الطلب المتزايد بشكل كبير على العقارات بسبب كثرة عدد السكان، وبمعدلات زيادة سكانية سنوية تصل إلى نحو 2.6 بالمائة. وسنقوم بعرض تجربتين لصندوقين عقاريين أحدهما فشل في تحقيق الاكتتاب المطلوب والآخر يعتبر أول صندوق استثماري عقاري وما زال في خطواته الأولى، علماً أن الصناديق العقارية الاستثمارية الموجودة في مصر جميعها غير شرعية.

4.2.1 دراسة صندوق استثمار المصريين للاستثمار العقاري:⁽²⁴⁷⁾

4.2.1.1 الشكل القانوني للصندوق:

شركة مساهمة مصرية مؤسسة وفقاً لأحكام قانون رأس المال بالقانون رقم 95 لسنة 1992م ولائحته التنفيذية، وبموجب الهيئة العامة للرقابة المالية بترخيص رقم 732 بتاريخ 2016/10/18م.

4.2.1.2 نوع الصندوق:

صندوق استثمار عقاري مغلق يصدر وثائق مقابل استثمارات الصندوق في الأصول العقارية من أراضي وعقارات مبنية وأسهم شركات عقارية وغيرها من الأصول التي تضمن حداً معيناً من السيولة، ويجوز طرح وثائقه في اكتتاب عام على أن يتم قيده والتداول على وثائقه في بورصة الأوراق المالية.

(247) نشرة اكتتاب صندوق استثمار المصريين للاستثمار العقاري المنشور في الجريدة الرسمية بعد الموافقة عليها من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية وفق أحكام قانون سوق المال رقم 95 تاريخ 1992م ولائحته التنفيذية، وتم اعتمادها بتاريخ 11-4-2017م.

4.2.1.3 مدة الصندوق:

عشر سنوات تبدأ من تاريخ الترخيص للصندوق بمزاولة أعماله.

4.2.1.4 عملة الصندوق:

عملته الجنيه المصري، وهي العملة المعتمدة عند تقييم الأصول والخصوم وإعداد القوائم المالية، وكذا عند التأسيس أو شراء أو بيع الوثائق وعند التصفية.

4.2.1.5 أهداف الصندوق:

يهدف صندوق المصريين للاستثمار العقاري إلى الاستثمار في الأصول العقارية من أراضي وعقارات يتم تطويرها أو بناؤها بغرض تأجيرها أو بيعها، بما في ذلك المشروعات العقارية الجديدة التي سيتم تشييدها وتأجيرها أو بيعها خلال مدة الصندوق، وللصندوق القيام بالعمليات الضرورية المرتبطة بينها أو تجديدها أو إعادة تجهيزها بقصد تأجيرها أو بيعها. كما يهدف الصندوق إلى تقديم وعاء استثماري يمكن من توفير فرص استثمارية عقارية جاذبة للراغبين في الاستثمار في القطاع العقاري، من خلال القيام بجميع الأنشطة الاستثمارية العقارية داخل مصر، لتحقيق عوائد مالية للمستثمرين ولآجال متوسطة وطويلة، كما يهدف الصندوق إلى الاستثمار في الأصول المالية المرتبطة بالنشاط العقاري.

4.2.1.6 حجم الصندوق وأحوال زيادته:⁽²⁴⁸⁾

أ- حجم الصندوق المستهدف: يبلغ الحجم المستهدف للصندوق 2.5 مليار جنيه.

ب- أحوال زيادة حجم الصندوق: يجوز زيادة حجم الصندوق، وذلك عن طريق إصدار وثائق جديدة وفقاً للضوابط والإجراءات المحددة بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم 52 لسنة 2014م بموجب موافقة الجمعية العامة غير العادية بناء على مقترح مجلس إدارة الصندوق.

(248) نشرة اكتتاب صندوق استثمار المصريين للاستثمار العقاري المنشور في الجريدة الرسمية، 1.

ج- إذا ترتب على الإصدار الجديد تجاوز القيمة الاسمية لوثائق الصندوق خمسين مثل رأسمال شركة الصندوق، فيجب اتخاذ إجراءات زيادة رأس المال المصدر والمدفوع لشركة الصندوق.

4.2.1.8 الأعباء المالية:

تتحمل الوثيقة الأعباء المالية التالية، ولا يجوز إجراء أي زيادة في أتعاب مدير الاستثمار عن الأتعاب المشار إليها فيما بعد إلا بعد الحصول على موافقة حملة الوثائق على تلك الزيادة.

أتعاب الإدارة	يستحق مدير الاستثمار أتعاب ثابتة نظير إدارته للصندوق بواقع 1.5 % سنوياً من صافي قيمة الأصول، يتم سدادها في آخر يوم عمل كل ثلاثة أشهر.
أتعاب حسن الأداء	يستحق مدير الاستثمار أتعاب حسن أداء بواقع 20% سنوياً من صافي أرباح الصندوق السنوية من كل عام التي تفوق 10% سنوياً، وتدفع أتعاب حسن الأداء بعد اعتمادها من مراقبي الحسابات في نهاية اليوم.
أتعاب شركة خدمات الإدارة	0.03% سنوياً من صافي قيمة أصول الصندوق الاسترشادية المحتسبة بواسطة شركات خدمات الإدارة في آخر يوم عمل كل ثلاثة أشهر، حتى يصل حجم الصندوق إلى 500 مليون جنيه المحتسبة بواسطة شركة خدمات الإدارة في آخر يوم عمل كل ثلاثة أشهر.
	0.025% سنوياً من صافي قيمة أصول الصندوق الاسترشادية المحتسبة بواسطة شركات خدمات الإدارة في آخر يوم عمل كل ثلاثة أشهر، بحيث يزيد حجم الصندوق إلى 500 مليون جنيه المحتسبة بواسطة شركة خدمات الإدارة في آخر يوم عمل كل ثلاثة أشهر إلى حجم مليار جنيه.
	0.02% سنوياً من صافي قيمة أصول الصندوق الاسترشادية المحتسبة بواسطة شركات خدمات الإدارة في آخر يوم عمل كل ثلاثة أشهر عند زيادة حجم الصندوق عن مليار جنيه. وفي جميع الأحوال لا تقل أتعاب شركة خدمات الإدارة عن 2500 جنية شهرياً،
أتعاب مراقبي الحسابات	يتحمل الصندوق الأتعاب السنوية الخاصة بمراقبي الحسابات نظير المراجعة الدورية

للمراكز المالية للصندوق متضمنة الميزانية السنوية، وقد حددت تلك الأتعاب عن السنة المالية الأولى بمبلغ مائة ألف جنيه لكل منهما على أن يتم تحديد تلك الأتعاب سنوياً.	
يتحمل الصندوق أتعاب المستشار القانوني مقابل تقديم الاستشارات القانونية للصندوق في حدود مبلغ مائة ألف جنيه سنوياً.	أتعاب المستشار القانوني
1) عمولة الحفظ السنوية بواقع خمسة جنيهات على الأرصدة القائمة في كل عام. 2) تحصيل كوبونات الأوراق المالية بواقع خمسة جنيهات لكل عشرة آلاف جنيه بحد أدنى خمسة جنيهات. 3) عمليات بيع وشراء أوراق مالية بواقع 1.5 جنيه لكل مائة ألف جنيه بحد أدنى ثلاثة جنيهات. 4) التحويل إلى إدارة أمناء حفظ أخرى بواقع خمسة جنيهات لكل عشرة آلاف جنيه من القيمة السوقية. 5)	أتعاب أمين الحفظ
10% من التكاليف الاستثمارية للمشروعات العقارية التي يتولى تطويرها.	الحد الأقصى لأتعاب المطور العقاري
10% من إيرادات المشروعات التي يتولى إدارتها.	الحد الأقصى لأتعاب مدير العقارات
يتم تحصيل نسبة 0.1% من قيمة الوثيقة مقابل الاكتتاب في الوثائق وتحصل لصالح البنك متلقي الاكتتاب من المكتتب في الوثيقة بخلاف قيمة الوثيقة.	أتعاب البنوك متلقية الاكتتابات
يتحمل الصندوق كلفة الخطة التسويقية بمبلغ ثلاثة ملايين جنيه قابلة للزيادة في ضوء الإصدارات التالية للصندوق؛ لتغطية النفقات المتعلقة بتلك الخطة، على أن تعتمد تلك المبالغ من مراقبي حسابات الصندوق في المراجعة الدورية.	مصاريف التسويق
يتحمل الصندوق مصاريف تأسيس الصندوق التي يتم تحميلها على السنة المالية الأولى، على ألا تزيد عن 3% من صافي أصول الصندوق عند التأسيس، على أن يتم اعتمادها مقابل فواتير فعلية من مراقبي الحسابات.	مصاريف التأسيس
تبلغ المصروفات العمومية والإدارية 7% سنوياً بحد أقصى من صافي أصول	المصاريف الإدارية

<p>الصندوق، على أن يتم اعتمادها مقابل مستندات فعلية مؤيدة لها من مراقبي الحسابات، كما تشمل المصاريف الإدارية نفقات النشر والأجور وغيرها، ومقابل الأتعاب السنوية الخاصة باللجان المعنية من قبل مجلس الإدارة.</p>	
<p>أتعاب ممثل جماعة حملة الوثائق ونائبه بحد أقصى مائة ألف جنيه مصري سنوياً لكليهما، وكذلك أتعاب المقيمين العقاريين بحد أقصى 400 ألف جنيه سنوياً لكليهما.</p> <p>وأيضاً مصاريف تداول الأوراق المالية التي يستثمر الصندوق فيها، وأي رسوم تفرضها الجهات الرقابية والإدارية والسيادية، وأي ضرائب مقررة على أعماله، وأي أعباء لازمة لمباشرة النشاط.</p>	<p>أعباء مالية أخرى</p>
<p>يبلغ إجمالي الأعباء التي يتحملها الصندوق مبلغ ثلاثة ملايين جنيه بحد أقصى تدفع لمرة واحدة، بالإضافة إلى أتعاب سنوية بمبلغ ثمانمائة ألف جنيه بحد أقصى، بالإضافة إلى حد أقصى بنسبة 8.53% من صافي أصول الصندوق، بالإضافة إلى عمولة أمين الحفظ وأتعاب حسن الأداء وعمولة الجهة متلقية الاكتتاب وأتعاب المطور العقاري وشركة إدارة العقارات ومصرفات التأسيس المشار إليها.</p>	

المصدر: نشرة اكتتاب صندوق استثمار المصريين للاستثمار العقاري المنشور في الجريدة الرسمية

4.2.1.7 طريقة الإدارة: (249)

يبلغ عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين ستة أعضاء، وهم أعضاء مجلس الإدارة من غير التنفيذيين، ولا تربط بينهم وبين الصندوق أي رابطة عمل أو علاقة تعاقدية من أي نوع.

4.2.1.8 هيكل أصول الصندوق:

أ- أراضي أو عقارات يتم تملكها أو المشاركة عليها لبنائها أو استكمالها أو تطويرها بغرض تأجيرها أو بيعها أو استغلالها أو إدارتها.

ب- الأوراق المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية الصادرة عن شركات تكون معظم أصولها عقارية، أو عن شركات تعمل في المجالات المرتبطة بالتنمية العقارية.

(249) نشرة اكتتاب صندوق استثمار المصريين للاستثمار العقاري المنشور في الجريدة الرسمية، 1.

ج- الاستثمار في أسهم شركات مصرية غير مقيدة في بورصات الأوراق المالية المصرية تكون 80% من أصولها عقارية، بشرط أن لا تقل في أي وقت من الأوقات نسبة ملكية الصندوق في رأسمال الشركة عن ثلثي رأسمالها.

د- وثائق صناديق الاستثمار العقاري الأخرى.

هـ- ودائع تحت الطلب وأذونات الخزنة، وذلك طبقاً للنسب المحددة في الضوابط الاستثمارية.

و- سندات التوريق الصادرة مقابل محفظة حقوق مالية لقروض تمويل عقاري.

4.2.1.9 أرباح الصندوق وعائد الوثيقة: (250)

أ- أرباح الصندوق: يتم تحديد أرباح الصندوق من خلال قائمة الدخل التي يتم إعدادها بغرض تحديد صافي أو خسارة الفترة وفقاً لمعايير المحاسبة المصرية، على أن تتضمن أرباح الصندوق على الأخص الإيرادات التالية:

1. توزيعات الأرباح المحصلة وكذلك المستحقة نتيجة استثمار أموال في خلال الفترة.

2. العوائد التأجيرية المحصلة والمستحقة.

3. الأرباح الرأسمالية المحققة والناجمة عن بيع الأوراق المالية المملوكة للصندوق.

يخصم من ذلك:

1. مصروفات الدعاية والإعلان والنشر.

2. أتعاب مدير الاستثمار والشركة وأي أتعاب أخرى.

3. مصروفات التأسيس والتي يتم تحميلها على السنة المالية الأولى وفقاً لمعايير المحاسبة.

4. الخسائر الرأسمالية المحققة والناجمة عن بيع الأوراق المملوكة للصندوق.

ب- توزيع الأرباح:

(250) نشرة اكتاب صندوق استثمار المصريين للاستثمار العقاري المنشور في الجريدة الرسمية، 1.

1. الصندوق ذو عائد ونمو رأسمالي، حيث يتم توزيع جزء من الأرباح على حاملي الوثائق، ويتم استثمار المتبقي من الأرباح المحققة في محفظته، وتنعكس هذه الأرباح على قيمة الوثيقة المعلنة.
2. وللجمعية العامة الحق في توزيع كل أو بعض الأرباح التي تكشف عنها القوائم المالية الدورية، على أن يكون مرفقاً بما تقرير عنها من مراقب الحسابات.
3. قد يوجد بعض عقود القروض التي تلزم الصندوق بعدم توزيع أرباح إلا إذا كانت الشركة ملتزمة بسداد تلك القروض، ويتعهد الصندوق بالإفصاح لحملة الوثائق عن أي شروط في هذا الشأن.
4. وباعتبار أن وثيقة الصندوق العقاري هي ورقة مالية متداولة مقيدة بالبورصة، لذا فإن أحقية الوثيقة في الأرباح تتحدد وفقاً للقواعد المطبقة بالبورصة.

ويتم توزيع الأرباح على النحو التالي:

- أ- يبدأ باقتطاع مبلغ يوازي 5% من الأرباح لتكوين الاحتياطي القانوني، ويقف هذا الاقتطاع متى بلغ مجموع الاحتياطي قدرًا يوازي نصف رأس مال الشركة المصدر، ومتى نقص الاحتياطي تعين العودة إلى الاقتطاع.
- ب- توزيع حصة أولى قدرها 10% على حملة الوثائق بما فيهم المساهمون في رأس مال الشركة، على أن توزع نسبة 10% من تلك الأرباح على العاملين بالشركة طبقاً للقواعد التي يضعها مجلس إدارة الشركة وتعتمدها الجمعية العامة، وبما لا يجاوز مجموع الأجر السنوية للعاملين.
- ج- توزيع نسبة لا تتجاوز 5% من الباقي لمكافحة مجلس الإدارة، يتم حسابها بمراعاة النسبة بين رأس المال المصدر للشركة وحجم الأموال المستثمرة فيه.
- د- يوزع الباقي من الأرباح بعد ذلك على حملة الوثائق بما فيهم المساهمون كحصة إضافية في الأرباح.

4.2.1.10 حالات التصفية للصندوق: (251)

(251) نشرة اكتاب صندوق استثمار المصريين للاستثمار العقاري المنشور في الجريدة الرسمية، 2.

أ- ينقضي الصندوق إذا انتهت مدته ولم يتم تجديده، أو إذا تحقق الغرض الذي أسس الصندوق من أجله، أو واجهته ظروف تحول دون مزاولته النشاط، ولا يجوز تصفية أو مد أجل الصندوق بدون الحصول على موافقة مسبقة من مجلس إدارة الهيئة، على أن يتم أخذ موافقة جماعة حملة الوثائق بالنسبة للتصفية قبل انقضاء مدة الصندوق، ويتم توزيع ناتج تصفية أصول الصندوق على أصحاب الوثائق كل بمقدار نسبة الوثائق المملوكة له.

ب- وتسري أحكام تصفية شركات المساهمة المنصوص عليها في قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة الصادرة بالقانون 159 لسنة 1981م ولائحته التنفيذية وتعديلاتها والقرارات المكملة.

ج- يمنح مدير الاستثمار فترة كافية تمكنه من اتخاذ إجراءات تسجيل أصول الصندوق.

4.2.1.11 شراء وبيع الوثائق:

يتم شراء وبيع الوثائق بعد قيد الصندوق في البورصة من خلال شركات السمسرة المرخص لها من قبل الهيئة، وطبقاً لقواعد التداول على الأوراق المالية المطبقة بالبورصة المصرية، ولا يجوز استرداد الوثائق إلا عند إنتهاء فترة الصندوق حيث إن الصندوق مغلق.

4.2.1.12 إدارة المخاطر:

يمكن أن تتأثر أصول الصندوق بالأوضاع الاقتصادية المرتبطة بالسوق العقاري، التي يمكن أن تؤدي إلى انخفاض قيمة عقارات معينة بسبب تغيرات في سوق العقارات المحلية، من تدهور أسعار الأراضي أو ارتفاع المنافسة العقارية، مما قد يؤثر على أسعار بيع الوحدات السكنية، أو مخاطر ارتفاع أسعار المواد الرئيسية المستخدمة في التطوير وعدم انعكاسها على أسعار البيع النهائي للأراضي، كذلك مخاطر عدم قدرة المطور على إنهاء المشروع في الوقت المحدد، أو عدم القدرة على البيع، أو مخاطر تأخر بيع وحدات المشروع، أو مخاطر عدم تحقق الإيرادات المتوقعة من الأصول المدرة للدخل الدوري.

كما أن هناك مخاطر مرتبطة بالاستثمارات المالية نفسها، منها على سبيل المثال لا الحصر:

أ- المخاطر التي تنتج من طبيعة الاستثمار في الأسواق المالية، أو حدوث أمر غير متوقع في أحد القطاعات، وأن كانت هذه المخاطر يصعب التنبؤ بها، إلا أنه بتنوع استثمارات الصندوق يقل حجم هذه المخاطر.

ب- مخاطر التضخم: تتمثل في مخاطر انخفاض القوى الشرائية، ويعني ذلك أن التضخم يؤثر على العائد العام لوثائق الاستثمار، فإذا كان عائد الاستثمار أقل من معدل التضخم، فيعني ذلك أن أموال المستثمر ستفقد قوتها الشرائية مع مرور الوقت، وحيث إن مدير الاستثمار يتمتع بخبرة واسعة في إدارة الاستثمارات وتقييم أدوات الاستثمار، فإنه أكثر قدرة على تقييم تلك الأدوات التي تدر على الصندوق أعلى عائد ممكن.

ج- مخاطر المعلومات: تتمثل هذه المخاطر في عدم معرفة المعلومات الكاملة عن الأحوال الحالية للشركات، إما بسبب عدم الشفافية أو عدم وجود رؤيا واضحة للأحوال المستقبلية بسبب عوامل غير معروفة، مما قد يؤدي إلى حدوث نتائج سلبية لم تكن في الاعتبار، مما يزيد من نسبة المخاطرة، وحيث إن مدير الاستثمار يتمتع بخبرة واسعة ودراية عن السوق وأدوات الاستثمار المتاحة، فهو قادر على تقييم وتوقع أداء الشركات التي يستثمر فيها، إلى جانب أنه يقوم بالاطلاع على أحدث البحوث والمعلومات المحلية والعالمية عن الحالة الاقتصادية والشركات التي يستثمر فيها الصندوق، فيتسنى له أن يقوم بالتقييم الدقيق والعادل لشتى فرص الاستثمار بشكل يراعي منه استهداف تحقيق ربحية من الاستثمارات وتفادي القرارات الخاطئة.

4.2.1.13 تحليل الصندوق:

بشكل عام يدار القطاع العقاري في مصر بشكل غير منظم، نتيجة وجود شركات توظيف الأموال البعيدة عن الرقابة، والتي ليس لها خبرة كافية في الاستثمار من النواحي المالية والإدارية، وعدم وجود هيئات تضبط هذه الاستثمارات، وشكلت الصناديق العقارية ملاذاً آمناً للمستثمرين الذين يرغبون بالاستثمار في هذا القطاع، كذلك وجود مثل هذه الصناديق يوفر لصغار المستثمرين استثماراً آمناً مضبوطاً بضوابط محددة ومراقب من هيئة حكومية مالياً وإدارياً.

وقد كان من الصعوبة بمكان سابقاً توفير التمويل اللازم للشركات العقارية لتمويل مشروعاتها خاصة الكبيرة منها، لكن التعديلات التي تمت على قانون 95 لسنة 1992م أتاحت توفير قدرات مالية تصل إلى نحو 50 ضعف رأسمالها، وهذا من شأنه حل مشكلة عدم وجود السيولة لتمويل مشروعاتها المالية، حيث كانت البنوك ترفض الدخول في استثمارات عقارية لعدم وجود تشريع يحدد ملامح الاستثمار في هذا النوع من الصناديق.

ويعتبر صندوق المصريين للاستثمار العقاري أول صندوق عقاري عامل في مصر، وهو صندوق عقاري لا يقوم على مبادئ الشريعة الإسلامية، وتم الإعلان من قبل البورصة المصرية عن بدء التداول على وثائق صندوق المصريين العقاري كأول صندوق استثمار عقاري بالبورصة، وجمع الصندوق 80 مليون جنيه من إجمالي 100 مليون جنيه كانت مستهدفة جمعها عبر الاكتتاب بعد أن تم إغلاق باب الاكتتاب العام.⁽²⁵²⁾

إن الشكل القانوني للصندوق والأسس التي قام عليها تشكل نموذجاً جيداً لصندوق عقاري متكامل في مصر، حيث يقوم نشاطه على العمل في عدة قطاعات، منها الاستثمار في الأصول العقارية من أراض وعقارات يتم تطويرها أو بناؤها بغرض تأجيرها أو بيعها، بما في ذلك المشروعات العقارية الجديدة التي يتم تشييدها وتأجيرها أو بيعها خلال مدة الصندوق، وللصندوق القيام بالعمليات الضرورية المرتبطة ببنائها أو تجديدها أو إعادة تجهيزها بقصد تأجيرها أو بيعها.

بداية عمل هذا الصندوق كانت مناسبة للاستثمار، حيث يواجه السوق العقاري في مصر طلباً متزايداً على العقارات، خاصة مع زيادة عدد السكان بتعداد يتجاوز 100 مليون نسمة، وبمعدلات زيادة سنوية تصل إلى نحو 2.6 بالمائة.

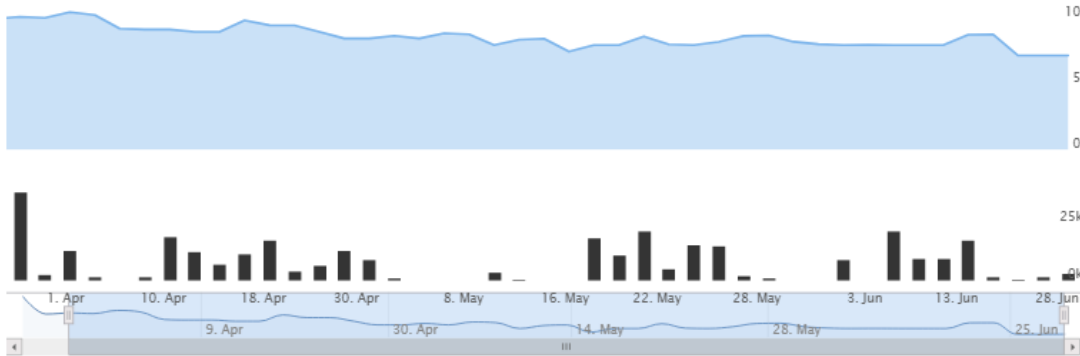
استهدف هذا الصندوق عدة شرائح للاستثمار فيه، وبصفة خاصة المستثمر الراغب في الاستثمار العقاري، أو الراغب في تنويع استثماراته، أو الذي يهدف إلى تحقيق عائد دوري ونمو رأسمالي على استثماراته، ولكن أثناء عمليات الاكتتاب اشتكى هؤلاء المستثمرون من بعض المساهمين في الجهة المنشئة للصندوق على حجز أموالهم لمدة طويلة في الصندوق، والتأخير في طرح الصندوق بالبورصة، مما أضع عليهم فرصة الاستفادة بعائد هذه الأموال في

(252) <https://www.cnbcArabia.com> موقع cnbc العربية، [15-01-2019]

ظل نشاط الاستثمار، كما تم إعطاء وعود من قبل الشركة المنشئة للصندوق بأن تكون وثائق الاكتتاب رابحة جداً، وذلك خلال مدة أقصاها شهرين، ولكن مدة قيد الوثائق في الاستثمار استغرق مدة طويلة مما تسبب بخسائر للمستثمرين، بالإضافة إلى هبوط وثيقة الاستثمار خلال أول أسابيع التداول بحوالي 10%.

ويبين الرسم البياني أدناه الشكل رقم (3-17) التغير في أداء سهم الصندوق منذ أبريل 2018م، حيث نلاحظ انخفاض سعر السهم عن القيمة الاسمية التي بدأ بها الصندوق، حيث بدأ سعر السهم بقيمة عشرة جنيهاً، ثم ارتفع بمقدار نصف جنيه، ثم بدأت مسيرة الانخفاض، حيث إنخفضت قيمة السهم واستقر في حدود 7.5 جنيه، وهذا ما لاحظناه في جميع الصناديق العقارية العربية، وهذا يعطي مؤشراً أن سعر السهم الاسمي كان غير مدروس بشكل جيد، حيث يؤدي إلى اهتزاز الثقة من قبل المستثمرين، أو قد يكون تقدير القيمة الاسمية مبالغاً فيه من البداية أو لظروف تراجع السوق العقاري في السنوات الأخيرة فحدائفة الصندوق لا توفر بيانات مالية تاريخية كافية للتحليل الفني للصندوق.

الشكل رقم 4.21: التغير في أداء سهم الصندوق منذ أبريل 2018م.



المصدر: بورصة القاهرة للسوق المالي <http://www.egx.com.eg/ar>

إن أتعاب حسن الأداء والرسوم السنوية تبلغ نسبة 1.5% من إجمالي موجودات الصندوق و20% من صافي الأرباح التي تزيد عن 10%، إن تعدد وتنوع الرسوم يثقل كاهل الصندوق بكثير من الأعباء لذا نرى أن الرسوم تكون فقط:

- 1% رسوم الاشتراك الاولي.

- 20% من صافي الربح السنوي وتزيد بزيادة نسبة الأرباح وفق التالي:

1. 20% من صافي الربح عندما تكون الأرباح 20% .
2. 30% من صافي الأرباح عندما تكون الأرباح 25%.
3. 40% من صافي الأرباح عندما تكون الأرباح 30%.
4. 50% من صافي الأرباح عندما تكون الأرباح 35%.

4.2.2 دراسة تحليلية لصندوق النعيم العقاري: (253)

4.2.2.1 نوع الصندوق:

صندوق استثمار مغلق يتم قيد وثائقه لدى شركة مصر للإيداع والقيود المركزي وكذلك في البورصة المصرية، طبقاً لأحكام المادة 183 من اللائحة التنفيذية الخاصة بوثائق صناديق الاستثمار المغلقة.

4.2.2.2 مدة الصندوق:

مدته ثلاث سنوات تبدأ من تاريخ مزاولة النشاط، ويجوز لمجلس إدارة الصندوق اتخاذ قرار مد مدة الصندوق سنتين مرتين بعد الحصول على موافقة الهيئة على أن يتم اتخاذ هذا القرار والإفصاح عنه قبل إنتهاء مدة الصندوق بثلاثة أشهر على الأقل.

4.2.2.3 عملة الصندوق

الجنيه المصري، وتعتمد هذه العملة عند تقييم الأصول وإعداد الميزانية والقوائم المالية، وكذا عند الاكتتاب في وثائقه وعند التصفية.

4.2.2.4 العائد المستهدف:

أ- معدل عائد داخلي دوري تراكمي مستهدف يتجاوز 26%.

(253) نشرة اكتتاب صندوق النعيم العقاري المنشور في الجريدة الرسمية بعد الموافقة عليها من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية و وفق أحكام قانون سوق المال رقم 95 تاريخ 1992م ولائحته التنفيذية، وتم اعتمادها بتاريخ 2017-2-7م.

ب- مجمل عائد سنوي مستهدف يتجاوز 10%.

ج- يسعى الصندوق عند الاتفاق مع أصحاب الأصول التي يرغب في الاستحواذ عليها على أن يكون في بنود التعاقد ضمانات بأن يحصل الصندوق على عائد نقدي سنوي إجمالي لا يقل عن 9% سنوياً من الأموال المستثمرة في كل أصل على حدة، طبقاً لشروط التعاقد الخاصة بذلك الأصل لتقليل مخاطر السوق.

4.2.2.5 هدف الصندوق:

يهدف الصندوق إلى الاستثمار في محفظة متنوعة من الأصول العقارية المتميزة والمدرة للدخل، والتي بها إمكانات لزيادة المساحات المؤجرة أو معدلات الإشغال أو الإيرادات أو القيمة السوقية بما يحقق عوائد مستقرة من خلال التوزيعات إلى جانب زيادة القيمة السوقية للعقارات.

ويحق للصندوق الاستثمار في الأصول العقارية من أراضي بغرض تنميتها والبناء عليها، وكذلك من مبان تم إنشاؤها أو تطويرها أو شراؤها بغرض تأجيرها أو إدارتها أو استغلالها لأغراض فندقية أو تجارية أو تخزينية أو بغرض بيعها، كما يحق للصندوق الاستثمار في سندات توريق محافظ التمويل العقاري وغيرها من الأصول المالية المرتبطة بالنشاط العقاري، وللصندوق القيام بالعمليات الضرورية المرتبطة بتخطيط وتقسيم وترخيص وبناء وتجديد وتأجير وتشغيل الأصول العقارية التي يستثمر بها، ولا يجوز أن يكون إعادة البيع هو الغرض الوحيد من تملك الأصول العقارية من قبل الصندوق، وعلى المستثمر الأخذ في الاعتبار العلاقة المباشرة بين العائد المتوقع تحقيقه والمخاطر المرتبطة باستثماراته.

وتلتزم إدارة الصندوق بقيد وثائق الصندوق في البورصة المصرية من خلال شهرين على الأكثر من تاريخ غلق باب الاكتتاب في وثائق الصندوق.

4.2.2.6 حجم الصندوق:

أ- يبلغ الحجم المستهدف للصندوق ملياري جنيه مصري.

ب- يطرح الصندوق خمسة ملايين وثيقة اسمية قدرها مائة جنيه للوثيقة، وقيمة إجمالية خمسمائة مليون جنيه كشيخة أولى، كما يحق زيادة حجم الصندوق أو خفضه مع مراعاة الحد الأدنى لرأس مال الصندوق.

4.2.2.7 هيكل أصول الصندوق العقاري: (254)

- تكون استثمارات الصندوق على النحو التالي، بما يتوافق مع قانون سوق رأس المال:
- أ- عقارات يتم تملكها أو بناؤها أو استكمالها أو تطويرها بغرض تأجيرها أو بيعها.
 - ب- الأوراق المالية المقيدة في بورصة أوراق مالية بمصر، بشرط أن تكون صادرة عن شركة معظم أصولها عقارية، أو عن شركات تعمل في المجالات المرتبطة بالتنمية العقارية.
 - ج- الاستثمار في أسهم شركة مصرية غير مقيدة في بورصات الأوراق المالية المصرية تكون 80% من أصولها عقارية، بشرط أن لا تقل في أي وقت من الأوقات نسبة ملكية الصندوق في رأس مال الشركة عن ثلثي رأس مالها.
 - د- وثائق صناديق استثمار عقاري.
 - هـ- السندات الصادرة عن شركات التمويل العقاري والمضمونة بمحفظه قروض تمويل عقاري.
 - و- سندات التوريق الصادرة عن شركات التمويل العقاري والمضمونة بمحفظه قروض تمويل عقاري وودائع تحت الطلب وأذون الخزانة بما لا يجاوز 30% من إجمالي أصول الصندوق.

ويجب أن يتوافر في الأصول العقارية التي يتعامل بها الصندوق الشروط الآتية:

- أ- أن تكون هذه الأصول مسجلة بالشهر العقاري أو صادر عنها قرارات تخصيص سارية من إحدى الجهات المختصة في الدولة، بشرط تقديم تقرير من مدير الاستثمار والمستشار القانوني للصندوق بعدم وجود موانع قانونية للتسجيل.
- ب- أن لا تكون هذه الأصول محل نزاع أو مرفوعاً بشأنها قضايا.
- ج- أن تكون هذه الأصول موافقاً على تخطيطها أو بنائها بشهادة من الجهات المختصة.

(254) نشرة اكتاب صندوق النعيم العقاري المنشور في الجريدة الرسمية، 1.

د- أن يتم تقييم هذه الأصول بواسطة خبيري تقييم عقاري، وأن يتم اعتماد التقييم من مراقبي حسابات الصندوق.

ه- أن لا يقل التصنيف الائتماني للسندات وسندات التوريق التي يستثمر فيها الصندوق جزءاً من أمواله عن الحد الذي يضعه مجلس إدارة الهيئة.

4.2.2.8 تحليل صندوق النعيم العقاري:

لم تكمل شركة النعيم القابضة للاستثمارات عملية الاكتتاب على صندوقها العقاري الذي يعتبر أول صندوق عقاري في مصر يدرج في سوق الأوراق المالية، وذلك بعد أن قررت عدم طلب تمديد فترة الاكتتاب العام في الصندوق العقاري، وإخطار هيئة الرقابة المالية لرد أموال المكتتبين، وإلغاء الاكتتابات.

وللوقوف على فشل هذا الصندوق كان لابد من تحديد الأسباب الذاتية والأسباب الخارجة عن إرادة الصندوق والمرتبطة بهذا الفشل:

1. لابد لنجاح أي صندوق وجود البيئة الاستثمارية المناسبة لهذا النجاح، كذلك تحديد الشريحة المستهدفة من إنشاء هذا الصندوق، وهم صغار المستثمرين كما بينا سابقاً، ولكن ما حصل في مصر من تقلبات سياسية واقتصادية واجتماعية خلال الخمس سنوات الأخيرة أدى إلى تآكل مدخرات المستثمرين الصغار الذين يشكلون القاعدة الأساسية لأي صندوق، وذلك تحت وطأة معدلات التضخم التي تجاوزت خلال الثلث الأول من 2017م مستوى 30% على أساس سنوي.

2. عدم طلب الشركة تمديد فترة الاكتتاب في الصندوق قبل شهر من انقضاء مدة الاكتتاب يعود - كما بررت الشركة وقتها - إلى قرار البنك المركزي وقتها برفع سعر الفائدة 200 نقطة أساس، حيث أرجعت الشركة قرارها إلى ارتفاع معدلات الفائدة الدائنة والمدينة في الفترة الأخيرة عدة مرات متتالية، وكان البنك المركزي قد رفع الفائدة 2%، لتصل إلى 18.75% على الإيداع و19.75% على الإقراض وذلك لفترة مؤقتة، استهدافاً لتحجيم التضخم والحفاظ على القيمة الشرائية للجنهيه، ومنذ قرر البنك المركزي رفع الفائدة في المرتين الأخيرتين لم ترفع البنوك أسعار العائد

على الشهادات، واكتفت بتحريكها بنسب متفاوتة على الودائع والحسابات الجارية والأوعية متغيرة العائد، وبالتالي بقي أعلى عائد على المدخرات كما هو. لقد بررت شركة النعيم قرارها لارتفاع الفوائد، ولكن هل كانت شركة النعيم ستتخذ قرار الإلغاء لو كانت قد جمعت كامل قيمة الاكتتاب؟

الجواب الغالب سيكون طبعاً لن تلغي الاكتتاب، مما يجعل هذا السبب سبباً ثانوياً للفشل، والأسباب الرئيسية تعود للشركة ذاتها وطريقة عملها وتقديم نفسها للمستثمرين، خاصةً كونها أول تجربة صندوق عقاري متداول كان سيدخل السوق العقارية.

3. قلة الخبرة ووجود المنافسة في هذا القطاع قد يكون من أحد عوامل عدم الاكتتاب، وذلك لسريان معلومات تفيد بتخطيط شركة بايونيرز القابضة لطرح صندوق عقاري في البورصة، حيث تمتلك بايونيرز الخبرة العقارية الواسعة وكثير من الأصول، الأمر الذي قد يكون دفع المستثمرين إلى تأجيل استثمار أموالهم في الصناديق العقارية حين طرح صندوق بايونيرز القابضة في البورصة المصرية.

4. لقد طرح الصندوق 20% من وثائقه في طرح خاص للمستثمرين المؤهلين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات مالية أو جهات أخرى من ذوي الخبرة والملاءة المالية، وبلغ الحد الأدنى للاكتتاب في هذه الشريحة 10 ملايين جنيه للمستثمر، كما فتحت الشركة باب الاكتتاب أمام الأفراد في الطرح العام بنسبة 80% من حجم الوثائق المطروحة، ولكن الشركة قررت عدم طلب تمديد فترة الاكتتاب في الصندوق العقاري قبل شهر من انقضاء مدة الاكتتاب، بسبب عدم تجاوز نسبة تغطية الشريحة العامة لاكتتاب الصندوق 20% فقط، بعدها أصدرت الشركة بياناً تبرر فيه قرار رد أموال المكتتبين جاء فيه:

"من منطلق المسؤولية المهنية لشركة النعيم تجاه جميع الأطراف المتعاملة معها، ونظراً لرفع معدلات الفائدة الدائنة والمدينة في الآونة الأخيرة عدة مرات متتالية، وبالرغم من

تغطية الاكتتاب الخاص بأكثر من حوالي 1.3 مرة، قررت إدارة الشركة عدم المضي قدماً في طلب تمديد فترة الاكتتاب في الصندوق العقاري في الوقت الحالي⁽²⁵⁵⁾. وبناء على بيان الشركة لا بد من الإشارة إلى أن صندوق النعيم كان قد قام بالفعل بمد فترة الاكتتاب لمدة شهر أنتهى في 13 يوليو 2017م، بعد فترة الاكتتاب الأولى من 12 أبريل إلى 12 يونيو 2017م، علماً أن نشرة اكتتاب صندوق النعيم تنص على أنه:

أ- لا تقل مدة الاكتتاب العام عن عشرة أيام ولا تزيد عن شهرين، وإذا لم يُكتتب في جميع الوثائق خلال تلك المدة جاز - بموافقة رئيس الهيئة - مد فترة الاكتتاب مدة لا تزيد عن شهرين آخرين.

ب- إن النسبة المحددة للطرح الخاص تمثل 20%، لذلك فإن تغطية تلك النسبة بأكثر من 1.3 مرة يعني أن الأموال المكتتب فيها من قبل الطرح الخاص تمثل حوالي 26% من إجمالي الاكتتاب.

ج- لم تعلن الشركة عن نسبة الاكتتاب في الطرح العام أو نسبة الاكتتاب الكلية في الصندوق مع العلم أن نشرة الاكتتاب تنص على أنه: في حالة إنتهاء المدة المحددة للاكتتاب دون تغطية الوثائق المطروحة بالكامل جاز لمجلس إدارة شركة الصندوق خلال ثلاثة أيام من تاريخ أنتهاؤها أن يقرر الاكتفاء بما تم تغطيته على ألا يقل عن 50% من مجموع الوثائق المطروحة، ويشترط إخطار الهيئة والإفصاح للمكتتبين في الوثائق وإلا اعتبر الاكتتاب لاغياً، ويلتزم البنك متلقي الاكتتاب بالرد الفوري لمبالغ الاكتتابات شاملة مصاريف الإصدار.

مما سبق نجد أن شركة النعيم نفسها قد خالفت نشرة الاكتتاب التي وضعتها مما يعطي الأنطباع السيء عن هذه الصناديق، والتي لا تختلف عن شركات توظيف الأموال التي لا يقيدتها قانون أو نظام، لأن الفرق الجوهرى بينهما يتمثل في وجود أنظمة وقوانين وضوابط

(255) السيد، أسماء، "لهذا السبب النعيم ترد أموال المكتتبين بصندوقها العقاري"،

تقيدها، فعدم امتثال الشركة للضوابط التي وضعتها هي كفيلاً بأن يعطي صورة سلبية للغاية عن أداء هذه الصناديق.

5. بالنسبة للعائد الداخلي المقدر بـ 26% سنوياً خلال مدة الصندوق البالغة 3 سنوات، عند مقارنة هذا العائد بمنتج مثيل من ناحية المدة، ولكن ذو عائد مرتفع ومخاطرة منخفضة، نجد أن شهادات بنك مصر مدة 3 سنوات تحقق أعلى عائد في السوق تقريباً، والذي يصل إلى 16% سنوياً.

وعليه فإن العائد المستهدف من صندوق النعيم يحقق زيادة بمقدار 10% تقريباً، وطبعاً أن تكون هذه الزيادة متناسبة مع المخاطر، لكن الاستثمار في الصناديق العقارية بشكل عام، والاستثمار في العقار بشكل خاص، لا يعتبر ذا مخاطرة مرتفعة، كما أنه لا يمكن تحقيق هذا العائد 26% للأسباب التي ذكرناها، وبالتالي تصبح علاوة المخاطر منخفضة، مما قلل من جاذبية الاستثمار في الصندوق، وكما أن تحقيق هذا العائد مقابل استثمار أموال صغار المستثمرين في هذه الشركة ما هي إلا مخاطرة كبيرة للمواطنين، خاصة مع غياب أي ضمانات.

4.3 الصناديق العقارية في تركيا:

تعتبر صناديق الاستثمار العقارية حديثة نسبياً في تركيا، فقد صدر أول تشريع ينظم عمل هذه الصناديق في تركيا بتاريخ 2014/03/01م، ونشر في الجريدة الرسمية برقم 28871، وكان من أهم ما تضمنته هذه اللائحة⁽²⁵⁶⁾ أنه يتم منح سلطة إنشاء الأموال لإدارة المحافظ أو شركات إدارة المحافظ العقارية، كذلك يجب أن يكون المدخرون الذين يوفرون التدفق النقدي للصندوق مستثمرين مؤهلين.

GAYRİMENKUL YATIRIM " ، Gülnaz ŞENGÜL⁽²⁵⁶⁾
FONLARI VE TÜRKİYE'DEKİ UYGULAMALARININ
DEĞERLENDİRİLMESİ" . ANKARA
ÜNİVERSİTESİ.2017:63-64

وقد اشترطت اللائحة أنه لا يجوز لأي جهة تأسيس صندوق عقاري إلا للجهات المؤهلة وهم الذين يمكنهم الاستثمار أو تأسيس صناديق عقارية وفق ما يلي:

أ- مؤسسات الاستثمار الجماعي المحلية والأجنبية، والمؤسسات الوسيطة، والبنوك، وشركات التأمين، وشركات إدارة المحافظ.

ب- صناديق تمويل الإسكان والأصول، ومؤسسات تمويل الرهن العقاري، وشركات تأجير الأصول، وشركات إدارة الأصول.

ج- المعاشات التقاعدية والجمعيات الخيرية، والمؤسسات والصناديق، والمؤسسات العامة المنشأة بموجب المادة 20 من قانون الضمان الاجتماعي المؤقت رقم 506، المؤسسات العامة.

د- الأشخاص الحقيقيين أو الاعتباريين الذين يحملون ما لا يقل عن مليوني ليرة تركية وعملة أجنبية وأدوات سوق رأس المال.

تم إجراء أول استثمار عقاري وفق التشريع الجديد الخاص بصناديق الاستثمار العقاري في تركيا في عام 2017م في أغسطس 2017م، ثم تلتها خمسة صناديق في إسطنبول، واثنان في باليكسير وواحد في أنقرة.

وفي عام 2017م، بلغ عدد شركات إدارة المحافظ العقارية 26 صندوقاً، ووصل عددها في عام 2019م إلى حوالي 45 صندوقاً، وهناك توجه كبير لدى الحكومة التركية للصناديق التي تتبع أحكام الشريعة الإسلامية في عملها لاستقطاب رؤوس الأموال من الخليج العربي والشرق الأوسط، وفيما يلي أهم الصناديق العقارية مع أسماء المؤسسات المنشئة للصندوق:

الشكل رقم 4.22: أهم الصناديق العقارية في تركيا. (257)

SAYI	FON KURUCUSU	FONUN UNVANI
1	24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.	Al Zamil GYF
		Turyap GYF
		Al Zamil Kira Getirili GYF
		Portakal Çiçeği GYF
		Primo GYF
2	Albaraka Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.	One Tower GYF
		Batışehir GYF
		Dükkan GYF
		Flora GYF
3	Ak Portföy Yönetimi A.Ş.	SOFAZ Türkiye Özel GYF
		Birinci GYF
4	Arz Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.	Birinci GYF
		İkinci GYF
5	Global Md Portföy Yönetimi A.Ş.	Birinci GYF
6	İş Portföy Yönetimi A.Ş.	Birinci GYF
7	Kalender Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.	Trakya GYF
		Konutfon GYF
8	Logos Portföy Yönetimi A.Ş.	Birinci GYF
9	Omurga Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.	Karma Birinci GYF
10	Re-Pie Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.	Anadolu Stratejik GYF
		Maslak 1453 GYF
		Milenyum GYF
		Novada Tokat GYF
		Novada Söke GYF
		Novada Akhisar GYF
11	Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş.	Birinci GYF

المصدر: غلناز سينغول، "الصناديق العقارية في تركيا"، جامعة أنقرة، 2017: 63

ويعتبر صندوق البركة من أوائل الصناديق العقارية في تركيا، وسنقوم بإلقاء الضوء على بعض البنود الواردة في نشرة إصداره.

(257) سينغول، غلناز، "الصناديق العقارية في تركيا"، د.ط، (جامعة أنقرة، 2017)، 63.

4.3.1 صندوق البركة لإدارة العقارات. (258)

4.3.1.1 اسم الصندوق:

صندوق (one tower) للاستثمار العقاري:

تم تأسيس صندوق البركة للاستثمارات العقارية بموجب قانون سوق رأس المال رقم 6362 على أساس المادتين 52 و 54 وأحكام هذا النظام الداخلي ليتم إدارتها من قبل المستثمرين المؤهلين ووفقاً لمبادئ وأحكام التجارة والتمويل الإسلامي.

4.3.1.2 حجم الصندوق ومدته:

بلغ حجم الصندوق 413 مليون ليرة تركية موزعة على عدد من الأسهم، يبلغ 395 ألف سهم.

مدة الصندوق هي 9 سنوات، وآخر سنتين من هذه الفترة هي فترة التصفية، ويتم تعديل مدة الصندوق في حال رغبة أطراف الصندوق بذلك.

4.3.1.3 إدارة الصندوق:

أ- يتكون مجلس الإدارة من خمسة أشخاص هم: مدير الصندوق، ويجب أن يملك خبرة أربع سنوات بالإدارة ومستوفي الشروط المنصوص عليها في اللائحة العقارية، وعضو مجلس إدارة، مع خبرة لا تقل عن خمس سنوات في تقييم العقارات وفقاً للوائح الترخيص، وخبير تقييم، هو عضو دائم في مجلس الإدارة، وعضوين آخرين، ويتم اختيارهما من قبل المؤسسين للصندوق، على أن يتم تغيير هذين العضوين على فترات دورية.

ب- يجتمع مجلس الإدارة بثلاثة أعضاء على الأقل، ويتم اعتماد المعاملات المتعلقة بإدارة محفظة الصندوق العقارية، وتؤخذ القرارات بأغلبية أصوات الحاضرين.

(258) نشرة إصدار صندوق البركة للاستثمار العقاري في تركيا. بتاريخ 13-03-2017.

- ج- يجب على مدير الصندوق تنسيق المعاملات القانونية وغيرها من المعاملات المتعلقة بالصندوق مثل سجلات محاسبة الصندوق، والتسوية النقدية، وشراء حصة المشاركة، وتقارير الصندوق اليومية، ورصيد الصندوق، والميزانية العمومية، ويتم الاحتفاظ "بوثائق المشاركة"، أو أسهم المشاركة في دفتر الأسهم عند أمين الحفظ.
- د- فيما يتعلق بمحاسبة الصندوق تتم مراقبة ومراجعة الحسابات ومعاملات الصندوق في حسابات خاصة خارجية، وفقاً للأحكام ذات الصلة الصادرة من هيئة سوق المال وهيئة التسجيل المركزية، وقوانين استثمار رؤوس الأموال، ومديرية الضرائب المركزية، والقانون التجاري التركي.
- هـ- يتبع مدير الصندوق بأحكام الشريعة الإسلامية في إدارة الصناديق، ويجب الامتثال في جميع عمليات وإدارة الصندوق لمبادئ التمويل الخالي من الفوائد.
- و- في حال وجود أكثر من صندوق، من الضروري إدارة مصالح كل صندوق من قبل مدير الصندوق بشكل منفصل.
- ز- لا يمكن تداول الأصول بأي حال من الأحوال باسم مدير الصندوق نفسه أو أطراف ثالثة أو نيابة عن الصندوق، ومن الضروري إظهار العناية والحذر اللازمين في هذا الأمر.
- ح- يتم إخطار المساهمين بالطرق المناسبة عن جميع احتياجات الصندوق، والطرق المناسبة لتلبية هذه الاحتياجات، ويحق للصندوق الاقتراض حتى 50% من القيمة الإجمالية المحسوبة اعتباراً من آخر دورة محاسبة، وفي هذه الحالة يتم إعلام المساهمين بمبلغ الاقتراض والفوائد المترتبة عليه، وتواريخ الاستحقاق وغيرها من التفاصيل خلال 30 يوماً.

4.3.1.4 إدارة المخاطر:

يقوم الصندوق بإنشاء نظام لإدارة المخاطر، يشمل التدابير التي يتعين اتخاذها وطرق قياس ومراقبة المخاطر التي قد تتعرض لها محفظة الصندوق، كونه معرض لمخاطر التمويل المتعلقة بالاستثمارات العقارية والمخاطر الأخرى مثل مخاطر السيولة.

يتم تحديد معايير وحدود قياس هذه المخاطر من قبل وحدة إدارة المخاطر التي يعينها مجلس الإدارة، وتراقب العمليات على أساس يومي، وتقوم وحدة الرقابة الداخلية برفع تقاريرها أسبوعياً إلى مجلس الإدارة يومياً.

والصندوق معرض للمخاطر كذلك، لكن أهم المخاطر التي قد يتعرض لها هي:

- أ- المخاطر القانونية: وهي المتطلبات القانونية التي تنشأ عن الاستثمار في الأصول، مثل الضريبة وتشريعات العقارات الجديدة وغيرها.
- ب- مخاطر السيولة: يجب الاحتفاظ بكمية كافية من الأموال السائلة للحد من مخاطر السيولة.
- ج- مخاطر الأحداث الاستثنائية: التي قد تحدث نتيجة للكوارث الطبيعية والأزمات غير المتوقعة.
- د- مخاطر التركيز: يجب تنويع الاستثمارات للحد من مخاطر التركيز.
- هـ- مخاطر الطرف المقابل: عدم الامتثال لشروط العقد الناتج عن عدم الوفاء بالالتزامات من الطرفين.
- و- مخاطر السوق: هذا هو نوع المخاطر الناجمة عن المتغيرات السلبية في العقارات والأسواق المالية، وتعد أنواع المخاطر مثل مخاطر العملات ومعدلات الفائدة ومخاطر الأسعار من بين مخاطر السوق.
- ز- مخاطر التمويل: وهي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم القدرة على الوصول إلى موارد التمويل في الوقت المناسب.
- ح- مخاطر عدم الامتثال لأحكام التجارة الإسلامية والتمويل بدون فوائد.

4.3.1.5 أمين الحفظ:

- أ- يتم الاحتفاظ بالمعلومات والوثائق والسجلات التي تشير إلى وجود وتوافر الأصول وهو المسؤول عن الاحتفاظ بسجلات الأصول المالية للصندوق، ويقوم كذلك بالتحقق ومراقبة امتلاك الأصول الأخرى، ومراقبة إنجاز المعاملات المتعلقة بالأصول والمعاملات النقدية وأداء الواجبات الأخرى المحددة في التشريع.

- ب- يتم إرسال تقارير عن المعلومات والوثائق المتعلقة بالاستثمارات العقارية إلى أمين الحفظ من قبل مدير الصندوق في غضون 10 أيام عمل بعد إقرار الاستثمار، في إطار المبادئ المحددة في اتفاقية الحفظ.
- ج- يضمن أن يتم الاحتفاظ بالأصول المملوكة للصندوق بشكل منفصل، بطريقة يتم بها تحديد مساهمتهم للصندوق بشكل واضح وأن لا يتم فقده أو إتلافه.
- د- يجوز لأمين الحفظ أن يقدم خدمات التقييم ومحاسبة الصندوق والخدمات الأخرى التي يراها المجلس مناسبة، شريطة أن تكون خدمة الحفظ منفصلة عن الخدمات الأخرى بطريقة وظيفية وتسلسلية، ويتم تحديد تعارض المصالح المحتمل بشكل صحيح، ومنعه وإدارته والإشراف عليه والإفصاح عنه للمستثمرين.
- هـ- أمين الحفظ غير مسؤول عن الأضرار الناشئة عن إدارة الصندوق أو تحركات الأسعار في السوق وهو يقدم فقط خدمات حفظ الأوراق المالية.
- و- أصول الصندوق منفصلة عن أصول مدير الصندوق، ولا يمكن حفظ أصول الصندوق لأي غرض آخر باستثناء الغرض من الحصول على القروض والمعاملات المشتقة لغرض الحماية، شريطة التعهد بأحكام اللوائح ووثائق الإصدار.

4.3.1.6 تمثيل الصندوق:

يمثل الصندوق مجلس إدارة في أداء جميع أنشطته، ويجوز لمجلس الإدارة تفويض هذه السلطة إلى مدير إداري واحد أو أكثر، ومع ذلك، فإنه مسؤول عن الإجراءات التالية:

- أ- تغيير استراتيجية الاستثمار في الصندوق.
- ب- تغيير الملكية.
- ج- تغيير مدير الاستثمار وأمين الحفظ.
- د- التغيير في معدل إنفاق الصندوق والتغيرات في العمولات المحصلة من المساهمين.
- هـ- تعديلات مهمة على قاعدة شراء أسهم الصندوق.
- و- تحديد المبادئ العامة لشراء الأصول للصندوق.
- ز- تحديد المبادئ العامة للاستفادة من المعاملات.

ح- الترويج للحملات التسويقية.

ط- المعاملات الأخرى التي قد تؤثر على قرارات المساهمين.

4.3.1.7 استراتيجية إدارة صندوق الاستثمار العقاري:

أ- استراتيجية الصندوق الاستثمارية الرئيسية أنها مساهمة في ما لا يقل عن 51% من القيمة الإجمالية للصندوق من العقارات في مشروع One Tower الواقع في شارع القدس داخل حدود منطقة وهران في محافظة أنقرة.

ب- يجب مراعاة المبادئ والقيود الاستثمارية التالية في إدارة الاستثمارات العقارية:

1. يمكن الاستثمار في شراء أو بيع الأرض والسكن والمكاتب، ومراكز التسوق والفنادق، ومراكز الخدمات اللوجستية، والمستودعات، ومرائب السيارات، والمستشفيات، وجميع أنواع العقارات، بيعاً أو تأجيراً أو استئجاراً، وذلك من أجل الحصول على ربح تجاري أو دخل إيجاري.

2. لا يمكن فرض أي قيود على العقود التي تؤدي إلى هذه الحقوق فيما يتعلق بحق النقل والحق في نقل حقوق الملكية وتراعى أحكام القانون الخاص بذلك.

3. قيمة الصندوق يجب أن تتكون من 80% على الأقل من إجمالي الاستثمارات العقارية، وتؤخذ في الاعتبار أيضاً في حساب هذه النسبة أدوات سوق رأس المال الصادرة عن صناديق الاستثمار العقاري.

4. يجب على المدير التأكد من أنه في حالة استئجار العقارات أن يتم تأجيرها للمشغلين الذين يعملون وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

ج- لا يمكن الاستثمار في مشاريع التطوير العقارية، ويمكن تضمين الإدارات المستقلة في نطاق المشاريع التي تم ترخيصها من قبل البلديات والشركات التابعة لها بغض النظر عن معدل إتمام البناء.

د- لا يمكن الإنخراط في شراء وبيع وتأجير العقارات في الخارج.

4.3.1.8 المبادئ المتعلقة بالاستثمارات العقارية:

أ- يمكن إدراج الأصول والمعاملات التالية في محفظة الصندوق بشرط أن تتمثل لأحكام الشريعة الإسلامية:

1. أسهم الشركات المساهمة في تركيا.

2. وثائق الإيجار.

3. وثائق العقارات.

4. أدوات الاستثمار الأخرى التي يراها المجلس مناسبة.

ب- لا يمكن للصندوق الاستثمار في الذهب والمعادن النفيسة وغيرها من السلع والعقود الآجلة.

ج- لا يمكن للصندوق الاستثمار في الأدوات المشتقة، وبيع أدوات سوق رأس المال والتجارة في الأوراق المالية على المكشوف واستعارة أدوات سوق رأس المال.

د- يمكن الاحتفاظ بالنقد من أجل تلبية احتياجات السيولة بسبب العمليات التشغيلية للصندوق.

هـ- لن يتم إدراج أداة سوق رأس المال الأجنبي في محفظة الصندوق.

و- تحديد قيمة حافظة الأوراق المالية وتحديد سعر المساهمة.

ز- من الضروري أن يتم تقييم القيمة العادلة للممتلكات العقارية، والحق في إدراجها في المحفظة وقيمة عقود الإيجار الحالية لمؤسسات التقييم العقاري، وذلك في الأشهر الثلاثة الأخيرة من الفترة المحاسبية للصندوق، ويجب أن يتم تحديد القيمة العادلة للأصول التي لم يتم تحديدها لأي سبب في المحفظة في نهاية كل سنة تقويمية على الأقل، ويجب إكمال نشاط التقييم العقاري في آخر يوم من السنة المعنية في تحديد القيمة المذكورة.

ح- يتم الالتزام بالمبادئ المنصوص عليها في بيان التقارير المالية لصناديق الاستثمار المشتركة فيما يتعلق بمبادئ تقييم الأصول والمعاملات والالتزامات المدرجة في محفظة الصندوق.

ط- يتم احتساب قيمة حصة وحدة الصندوق في التواريخ المحددة في وثيقة الإصدار 4 مرات في السنة وإخطار المستثمرين المؤهلين، وسيتم تحديد السعر الذي ستم به معاملات الشراء والبيع وفقاً للقيمة الإجمالية للصندوق في آخر تقرير مؤرخ، ويجوز للصندوق الإفصاح عن السعر المرجعي في التواريخ التي يحددها مدير الصندوق.

ي- من الضروري للمؤسس شراء وبيع الأسهم باسم الصندوق، ومدير الصندوق مسؤول عن توفير السيولة اللازمة لاسترداد أسهم الصندوق بما لا يتجاوز 50% من حصة المشاركة في الصندوق.

ك- يتم دفع حصة المشاركة بالكامل نقداً في التواريخ المحددة في مستند الإصدار، وتتم إعادة المشاركة في الصندوق عن طريق تحويل حصص المشاركة للمساهمين إلى نقد وفقاً للمبادئ المحددة في مستند الإصدار.

4.3.1.9 مبادئ توزيع إيرادات مصروفات الصندوق على المساهمين:

- أ- الفترة المحاسبية للصندوق هي السنة التقويمية، أما الفترة المحاسبية الأولى فهي الفترة التي تبدأ من تاريخ تأسيس الصندوق وحتى نهاية ديسمبر من ذلك العام.
- ب- ينعكس الربح أو الخسارة الناشئة في الصندوق في سعر الصندوق المحدد وفقاً للمبادئ المنصوص عليها في هذه اللائحة، وعندما يبيع المساهمون أسهمهم مرة أخرى إلى الصندوق للفترة المحددة في مستند الإصدار، فإنهم يتلقون حصصهم من الربح أو الخسارة المتكبدة في الصندوق المتضمنة في المعاملة، بالإضافة إلى ذلك، قد يتم توزيع أرباح الأسهم على المساهمين في إطار المبادئ الواردة في وثيقة إصدار الصندوق.

4.3.1.10 الأعباء المالية:

يتم تغطية جميع النفقات المتعلقة بالصندوق بواسطة أصول الصندوق، ويتم تضمين المبلغ الإجمالي لجميع النفقات، بما في ذلك رسوم إدارة المحفظة، والتي يغطيها الصندوق في وثيقة الإصدار بالحد الأعلى وفقاً للقيمة الإجمالية للصندوق.

لا يُسمح بدفع رسوم الإدارة التي يتعين دفعها لمدير الصندوق فيما يتعلق بإدارة محفظة الصندوق من أصول الصندوق والنفقات باستثناء ما يلي:

- أ- مصاريف التسجيل والإعلان الإلزامية لإنشاء الصندوق.
- ب- رسوم التأمين أو التأمين المتعلق بالأصول الموجودة في المحفظة أو المستندات التي تمثلها الرسوم المدفوعة مقابل خدمات حفظ الأصول في المحفظة.
- ج- الرسوم المدفوعة لنقل الأصول.
- د- المصاريف المالية والعمولات والمصروفات وفروق الصرف.
- هـ- العمولات المدفوعة لمشتريات الحافظة ومبيعات الحافظة (بالعملات الأجنبية) يتم تحويل المصروفات إلى الليرة التركية بسعر الصرف المتداول.
- و- الضرائب والرسوم المستحقة للصندوق.
- ز- رسوم الرقابة المدفوعة لمؤسسات التدقيق المستقلة المتعلقة بالصندوق والمحاسبة ورسوم الاستشارات المالية.
- ح- في آخر يوم عمل على أساس ربع سنوي بناءً على السنة التقويمية، يتم احتساب 0.5% من إجمالي قيمة الصندوق من قبل مدير الصندوق كرسوم لمجلس الإدارة.
- ط- المصروفات المتعلقة بحصص المشاركة.
- ي- نفقات الإعلان المتعلقة بالاستثمارات العقارية، والتقييم، والاستشارات القانونية والمالية، ورسوم كاتب العدل، ورسوم سند الملكية، إلخ.
- ك- عمولات الوساطة والعمولات لشراء أو بيع الاستثمارات العقارية.
- ل- جميع نفقات الصيانة والإصلاح والتعديل والتجديد المتعلقة بالعقار.
- م- أي مستحقات ومصروفات عامة ومصروفات عقارية أخرى في المحفظة.
- ن- التأمين ونفقات مماثلة.
- س- رسوم الخدمة المدفوعة للشركات العاملة.
- ع- الرسوم والعمولات والرسوم المدفوعة إلى هيئة التسجيل المركزية وبنك إسطنبول للتسوية والحفظ.
- ف- المصاريف الأخرى التي يراها المجلس مناسبة.

4.3.1.11 الإفصاح:

- أ- يعد الصندوق تقريراً مالياً خلال ستة أشهر وسنوياً وفقاً لبيان التقارير المالية، وتخضع البيانات المالية المرحلية لستة أشهر للمراجعة (تدقيق مستقل محدود)، وتخضع البيانات المالية السنوية لتدقيق مستقل.
- ب- تكون التقارير المالية السنوية للصندوق بعد 60 يوماً من إنتهاء الفترة المحاسبية، ويتم إرسال التقارير المالية المرحلية إلى مجلس الإدارة في غضون 30 يوماً بعد نهاية الفترة المؤقتة. يتم أيضاً إرسال هذه التقارير إلى المساهمين في غضون 10 أيام عمل بعد الإخطار الذي سيتم تقديمه إلى المجلس.
- ج- يتم إصدار تقارير الأسعار كل ثلاثة أشهر ويتم إرسالها إلى المجلس في غضون 10 أيام عمل بعد نهاية الفترة، إضافة إلى إعداد تقرير عن الأسعار في نهاية فترة الصندوق وإرساله إلى المجلس.
- د- يتم إعداد تقارير الأسعار وفقاً لمبادئ التقييم المنصوص عليها في لوائح المجلس فيما يتعلق بالتقرير المالي لصناديق الاستثمار.
- هـ- لا يجوز إصدار أي إعلانات أو إعلانات للجمهور بأي شكل من الأشكال فيما يتعلق بالصندوق، باستثناء العروض الترويجية للمستثمرين المؤهلين.
- و- يجب على المؤسس والمدير إبلاغ المساهمين بالمعلومات المتعلقة بالاستثمارات العقارية من خلال الوسائل المناسبة خلال 15 يوماً من تاريخ الاستثمار.

4.3.1.12 إنهاء الصندوق وتصفية الصندوق:

- أ- يتوقف الصندوق في نهاية المدة المحددة في هذا النظام الداخلي، ويتم تصفيته وفقاً للمبادئ المحددة في وثيقة الإصدار.
- ب- قد يتم تغيير مدة الصندوق في إطار المواد الواردة في نشرة الإصدار.
- ت- خلال فترة التصفية، لا يمكن للمساهمين إجراء طلب شراء أو بيع، ونظراً لتوليد الفائض النقدي نتيجة بيع أصول الصندوق وتحصيل المستحقات ودفع الديون، يتم

توزيع الفائض النقدي على المساهمين بالتناسب مع أسهمهم في تواريخ الكشف المنصوص عليها في وثيقة الإصدار.

ويجب على المؤسس أن يأخذ في الاعتبار المبلغ الإجمالي الذي سيتم توزيعه على المساهمين.

4.3.1.13 تحليل الصناديق العقارية في تركيا:

إن المتتبع لتاريخ الصناديق العقارية في تركيا يجد أنها حديثة العهد نسبياً، والحكم عليها يستوجب زمناً أطول بسبب أن الظروف الاقتصادية والسياسة في تركيا تؤثر على عمل هذه الصناديق ولا تعطي مؤشراً واضحاً عن عملها بالضبط.

فحتى الآن نجد أن الإقبال على الصناديق العقارية من قبل المستثمرين لم يصل للمستويات المطلوبة لأسباب عديدة، منها الأزمة التي تعصف بالقطاع العقاري وركود سوق العقارات في تركيا، وصعوبات التمويل والاقتراض لشركات التطوير العقارية، وارتفاع سعر الصرف خلال العامين السابقين، وأيضاً ارتفاع سعر الفائدة بشكل مرتفع جداً وصل إلى أكثر من 30%، وارتفاع نسب التضخم في عام 2018 إلى 24%.

إن الظروف السابقة أدت إلى تأثير عمل هذه الصناديق كونها ترافقت مع حصول تلك الظروف التي ذكرناها سابقاً، "فبالنسبة لحجم الاستثمار العقاري في تركيا البالغ حوالي 100 مليار ليرة تركية، فإن نسبة الاستثمار في الصناديق العقارية تعتبر صغيرة بالمقارنة مع الحجم السابقة"⁽²⁵⁹⁾.

إضافة إلى عدم المعرفة الكافية من المستثمرين بهذا النوع من الصناديق والمخاطر المحتملة وأنواعها وقلة التعريف بها وبعوائدها الجيدة والمستقرة والدورية، والمجالات العاملة بها وعدم طرح ذلك بشكل يجذب المستثمرين غير الأتراك على الرغم من الانفتاح الحكومي على جذب رؤوس الأموال الأجنبية وإعطاء محفزات لذلك مثل منح الجنسية التركية لمن يمتلك

(259) ارساري، محمد، "صناديق الاستثمار العقارية"، مجلة مستثمر الشركات، العدد 1، 2016م،

عقاراً بأكثر من 250 ألف دولار، إلا أن عدم توافر المعلومات العقارية والاستثمارية باللغات الأجنبية يقلل من فرص أنتشار الاستثمار في الصناديق العقارية بين الأجانب.

كذلك تشكل الأعباء المالية وتعدد الرسوم والأتعاب للجهات الرقابية والإدارية المرتبطة عبئاً إضافياً على الراغب في الاستثمار، كما أن وجود نسبة ثابتة لأتعاب الإدارة لا يحفز إدارة الصندوق على العمل..

إن تعدد وكثرة الجهات الرقابية والمحاسبية والقانونية على هذه الصناديق مثل:

هيئة بورصة إسطنبول (Borsa İstanbul A.Ş. BİAŞ).

والبنك المركزي التركي (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası TCMB).

وهيئة القيد في البورصة (Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş MKK).

وهيئة الرقابة والمحاسبة والتدقيق (Kamu Gözetimi، Muhasebe ve Denetim

KGK Standartları Kurumu).

ودائرة الضرائب وغيرها من الجهات والقوانين ذات الصلة، قد يؤدي إلى التعارض والتداخل بين عمل هذه الجهات، مما يقيد عملها ويزيد في تعقيدات الإجراءات ويبطئ عملها.

هناك شروط في اللائحة التنفيذية تتعلق بالمستثمرين المؤهلين للدخول في هذا القطاع الاستثماري قد تكون لا تناسب جميع المستثمرين، مما يضيق نطاق الاستثمار لمختلف شرائح الناس، لأن الأصل في صناديق الاستثمار هو جذب صغار المستثمرين للدخول في الاستثمار، وأي شروط تعيق هذا التوجه يؤدي إلى قصر الصناديق على نوعية معينة من المستثمرين.

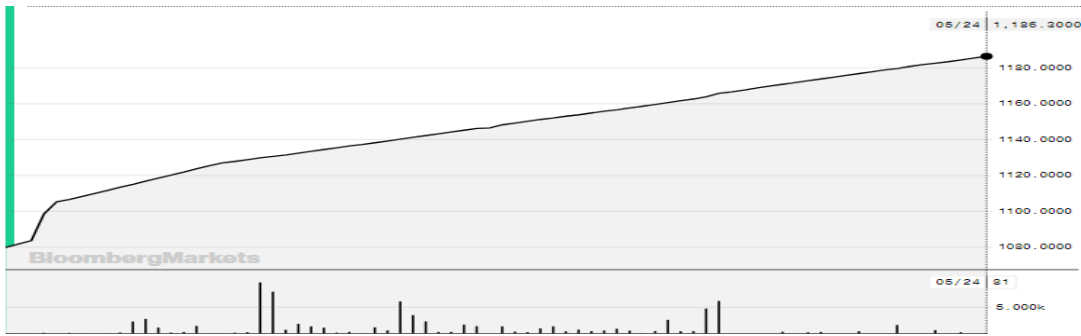
إن الصندوق لا يتيح العمل في مشاريع التطوير العقاري لما له من ربحية عالية وقيمة مضافة على الاقتصاد القومي وعلى المستثمرين، وهذا شأن معظم الصناديق عامة، فعند وجود مشروعات متميزة ومدروسة دراسة كافية ما الذي يمنع الصندوق من الاستثمار فيه.

لكن ما يميز الصناديق العقارية التركية هو انخفاض رأس المال المطلوب لإنشاء صندوق مقارنة مع باقي الصناديق في المنطقة حيث "يتطلب إنشاء صندوق عقاري في السعودية مثلاً رأس مال لا يقل عن 100 مليون ريال"⁽²⁶⁰⁾، أما في اللائحة التركية فنجد أن الحد الأدنى لرأس المال يجب ألا يقل عن 10 ملايين ليرة تركية،⁽²⁶¹⁾ الأمر الذي يؤدي لسهولة نسبية في إنشاء الصناديق والمرونة في التعامل معها بشكل أفضل مما يؤدي للانتقال إلى أحجام أصغر.

وعلى الرغم مما سبق، نجد أن الصناديق الأولى المطروحة قد حققت نجاحات عند انطلاقها، فلو نظرنا إلى مؤشر أسهم صندوق البركة لوجدنا ارتفاعاً ملحوظاً في قيمة أسهمه، مما يدل على أن لهذه الصناديق مستقبلاً جيداً على الرغم مما أصابها من عثرات.

وبرغم ظروف الركود في النظام العقاري في المنطقة بشكل عام والذي أدى إلى تراجع الغالبية العظمى من الصناديق في المنطقة وتعتبر الحالة التركية استثناء عن ذلك.

الشكل 21.3: أداء أسهم صندوق البركة العقاري منذ بداية 2018م.⁽²⁶²⁾



المصدر : وكالة بلومبيرغ <https://www.bloomberg.com>

(260) لائحة صناديق الاستثمار العقاري لهيئة السوق المالي السعودي لعام 2006م، 13.

(261) لائحة صناديق الاستثمار العقاري في تركيا المنشور بالجريدة الرسمية في عام 2014م، 7.

(262) وكالة بلومبيرغ <https://www.bloomberg.com>

الفصل الخامس: تحليل الواقع والتصور المقترح.

بعد دراستنا في الفصل السابق للصناديق العقارية الإسلامية المتداولة وتحليل أوجه القوة والضعف فيها نتطرق في هذا الفصل إلى أمرين :

الأمر الأول هو تحليل الواقع العام للاستثمار الصغير والمتوسط الذي لم يذهب إلى صناديق الاستثمار الإسلامية وذلك من خلال العديد من الأمثلة عليها وبيان أهم المشكلات التي تواجهها وعمل الضوابط لها.

والأمر الثاني هو اعطاء نموذج مقترح يصلح للصناديق العقارية أو غير العقارية تكون قادرة على تجميع نسبة كبيرة من الأموال الصغيرة والمتوسطة التي لم تستطع الصناديق الاستثمارية الإسلامية تجميعها بصورتها الحالية.

ومن أهم المشكلات التي تواجه هذا القطاع من الاستثمار الجماعي في هذا النمط المقترح من الصناديق الصغيرة والمتوسطة أنه غير مؤطر، ويعتمد على العلاقات الشخصية والانطباعات المسبقة أكثر من اعتماده على دراسات جدوى حقيقية، لذا نجد أنه لا يمر عام إلا وتسمع عن اختفاء أشخاص بعد أن جمعوا الملايين من أموال البسطاء.

بشكل عام في حالة جمع الأموال بهذا الشكل يجب أن يكون هناك المزيد من الرقابة المالية والقانونية والشرعية للمحافظة على نجاح العمل أولاً، وأموال المودعين ثانياً، وعدم إساءة هؤلاء إلى تجربة الاقتصاد الإسلامي ثالثاً، لأنه غالباً ما يدفع الناس للاستثمار مع هؤلاء هي الرغبة في إيجاد نموذج اقتصادي ناجح للاقتصاد الإسلامي والحصول على نسبة جيدة من الأرباح.

وكذلك توسيع مفهوم الصناديق الاستثمارية لتكون هي المظلة الأشمل للاستثمار الجماعي الإسلامي، ليشمل أنماطاً أخرى غير متعارف عليها أنها صناديق استثمارية، شركات توظيف الأموال، واتحادات الملاك وغيرها، والهدف من ذلك هو المساهمة في حل بعض من

الأخطاء والمشكلات التي ظهرت في هذه الأنماط من الاستثمار الجماعي لعدم كفاية الضوابط والتدابير القانونية والإجرائية الموجودة.

إن هذه الأشكال الاستثمارية (التي يمكن إطلاق وصف صناديق الاستثمار عليها) تحتاج إلى قبولية ووضع المعايير المناسبة لها، كما أن هناك بعض المشكلات التي تظهر نتيجة عدم إيجاد حلول عملية تتناسب مع سيكولوجية المستثمر والمطور العقاري، والتأخر كذلك من قبل الباحثين الإسلاميين لحل هذه المشاكل، ونحن لا نطلق من الصفر بهذا الخصوص، وإنما نحاول إضافة بعض الضوابط التي نراها تناسب أشكال معينة من الاستثمار الجماعي، حيث تقوم المؤسسات المالية الإسلامية الرائدة في هذا المجال مثل مجلس الخدمات المالية (IFSB)⁽²⁶³⁾، وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)⁽²⁶⁴⁾، والسوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM)⁽²⁶⁵⁾، والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية (CIBAFI)⁽²⁶⁶⁾، والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (IIRA)⁽²⁶⁷⁾،

(263) هو هيئة دولية تضع معايير لتطوير وتعزيز صناعة الخدمات المالية الإسلامية، وذلك بإصدار معايير رقابية وإرشادية لهذه الصناعة التي تضم قطاع البنوك وسوق المال والتأمين الإسلامي، يقع مقره في كوالالمبور، افتتح رسمياً في 3 نوفمبر عام 2002م، وبدأ عمله في 10 مارس عام 2003م، بلغ عدد أعضاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية حتى شهر ديسمبر 2018م، 180 عضواً يعملون في 57 دولة.

(264) هي منظمة دولية غير هادفة للربح، تضطلع بإعداد وإصدار معايير المحاسبة المالية، والمراجعة والضبط، وأخلاقيات العمل، والمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية خاصة والصناعة المصرفية والمالية الإسلامية على وجه العموم.

(265) هي منظمه دوليه لا تسعى للربح أو للتجارة، تم تأسيسها من قبل عدة دول إسلاميه عبر بنوكها مثل: البنك الإسلامي للتنمية في البحرين وأيضاً بنك البحرين المركزي، وبنك أندونيسيا، وبنك السودان المركزي، من أهداف المنظمة الرئيسية توحيد وتقديم الخدمات المالية الإسلامية وضبط عملياتها علي المستوي العالمي، مقرها الرئيسي في المنامة.

(266) مؤسسها غير ربحية، تهدف إلى تطوير الصناعة في المؤسسات المالية الإسلامية ومنتجاتها، وحمایتها من الصعوبات التي تواجهها، مثل التدريب، وتوفير وتطوير الموارد البشرية، وتوفير المعلومات المالية وتحليلها، والاستشارات، مقرها البحرين.

والمؤسسة المالية الدولية لإدارة السيولة (IILM)⁽²⁶⁸⁾، بوضع معايير وضوابط تتعلق بالنظام المالي الإسلامي.

كذلك تؤدي مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية أدواراً متعددة في عمل الصناديق الاستثمارية العقارية وغيرها، حتى يمكن أن تأخذ دور المشرف على موجودات الصندوق، ولكن رغم المهنية والاحترافية الشديدة لهذه المؤسسات إلا أنها لمّا تتطرق بعد بشكل تفصيلي للأحجام المتوسطة والصغيرة من الاستثمار الجماعي، وهو ما نحاول تغطيته في هذا الفصل، ونأمل أن نصل إلى وضع نموذج من الصناديق العقارية تناسب الأحجام المختلفة، مع وضع بعض الضوابط الإضافية عليها، وأن تكون هياكلها تتناسب مع الحجم الاستثماري الخاص بها، مع إمكانية تطبيقها على أرض الواقع.

كما سنسعى إلى إضافة بعض المعايير والتوسع في أخرى للوصول إلى أفضل الممارسات المناسبة التي نجدها تناسب الصناديق الصغيرة أو المتوسطة، وعلى الأخص فيما يتعلق بالعلاقات بين جميع الأطراف المشكلة للصندوق الاستثماري العقاري.

وقد سارت عمليات الاستثمار الجماعي خلال العقود الماضية بطريق فيه الكثير من النجاحات وأيضاً بعض الاخفاقات، ولكن توسيع فكرة الصناديق الاستثمارية لتشمل عدة أنماط غير متعارف عليها على أنها من الصناديق الاستثمارية تؤدي بنا إلى ذكر بعضها

(267) وكالة متخصصة في تصنيف المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وتحديد مدى اعتمادها على مؤسسات مالية دولية تقليدية. لذلك يعتبر دورها مكماً للأنشطة المالية الإسلامية؛ لأنها تقوم بتقييم المؤسسات المالية الإسلامية ومنتجاتها. تعتبر الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف من أقدم مؤسسات التصنيف الإسلامية، حيث إنطلقت عام 2006م من مملكة البحرين، وقام بتأسيسها عدد من البنوك الإسلامية، ومؤسسات التصنيف الائتماني، بقيادة البنك الإسلامي للتنمية، وهدفها خدمة القطاع المالي والمصرفي الإسلامي، وذلك عبر توفير تقويم مستقل عن فعاليات ومنتجات هذا القطاع لمصلحة المستثمرين من جهات وأفراد.

(268) هو شركة مساهمة بحرينية تأسست في عام 2002م، وحصلت على ترخيص كمصرف استثمار إسلامي، وتهدف إلى تمكين المؤسسات المالية الإسلامية من إدارة سيولتها من خلال استثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل، وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية.

والصعوبات أو المشاكل التي تعاني منها، والتي أثرت بشكل أو بآخر على سمعة هذه الصناديق وحماسة المستثمرين للاستثمار فيها.

5.1 صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية المتداولة.

كما ذكرنا في الفصل الثاني فقد عرفنا صناديق الاستثمار العقارية المتداولة بأنها "وعاء استثماري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعياً في الاستثمار في المجالات العقارية المختلفة".

تقوم هذه الصناديق عادة بالاستثمار من خلال القيام بعمليات الشراء، والإدارة، والبيع وتأجير العقارات، وشراء حصص في الشركات العقارية المدرجة، أو من خلال الاستثمار في أدوات تمويل شركات التطوير العقاري.

تجدر الإشارة إلى أن صناديق الاستثمار العقارية المتداولة تشبه الاستثمار في الأسهم من حيث إنها تعرض المستثمرين لمخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية المكونة للمؤشر بالإضافة إلى موجات الصعود والهبوط التي تمر بالسوق، وبالتالي يمكن لصندوق الاستثمار العقاري المتداول أن يشهد تقلبات كبيرة تبعا للتقلب في مكوناته من الأوراق المالية.

تقدم الصناديق المتداولة خيارات استثمارية في قاعدة متنوعة من الأصول لتوفير دخل مستقر للمستثمرين، حيث تستثمر هذه الصناديق في عقارات قائمة تحقق مدخولاً وتوزع نسبة كبيرة من أرباحها على المستثمرين، وقد استقطبت المستثمرين ممن يفضلون الحصول على تدفق منتظم للأرباح مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين.

بالنسبة لصناديق المؤشرات العقارية الإسلامية فيجب أن تحاكي مؤشراً معيارياً يتألف كلياً من مكونات متوافقة مع الشريعة، وكذلك يجب على الصندوق أن يتبع منهجية مقبولة شرعاً لفرز الأوراق المالية لكي تصبح متوافقة مع الشريعة الإسلامية، ويشمل هذا الفرز القطاعي بحيث يقتصر الاختيار على الشركات ذات الأنشطة العقارية المباحة وأن يتم تطهير عوائد الصندوق من الأنشطة المحرمة.

5.1.1 عوامل اتخاذ قرار الاستثمار في الصناديق العقارية المتداولة

- أ- حالة العقار: من حيث العمر الزمني للعقار وشروط عقود الصيانة ومدى شمولها وجودة التشطيب.
- ب- المدة الزمنية لعقود الايجار: حيث يعتبر طول المدة الزمنية لعقود الايجار والنسبة المئوية للعائد على رأس المال من الايجار من العوامل الهامة التي تساهم في استقرار وزيادة الإقبال على وحدات الصندوق.
- ج- طبيعة المستأجر: من حيث الملاءة المالية والسمعة وشهرة الماركة التجارية يؤثر على قدرة الصندوق على توزيع عوائد منتظمة على وحدات الصندوق.
- د- القطاع العقاري: حيث يختلف العائد الايجاري ومدة عقود الايجار من قطاع إلى آخر حيث يختلف القطاع التجاري عن السكني وبدوره يختلف عن التعليمي عن السياحي... إلخ.
- هـ- التوزيع الجغرافي: حيث يساهم التنوع والتوزيع الجغرافي إلى تقليل المخاطر ومع ذلك يجب مراعاة تناسب حجم التوزيع الجغرافي مع حجم الصندوق حيث إن زيادة الانتشار تؤدي إلى زيادة التكاليف الثابتة وكذا تكاليف إدارة الأملاك.
- و- السعر: يجب أن تكون أسس شراء العقارات واضحة ومدروسة لأنها نقطة حاسمة لتأثيرها القوي والمباشر على قيمة وحدات الصندوق عند الرغبة في البيع.
- ز- نسبة الربحية: حيث إن الأرباح هي الهدف الرئيسي من شراء وحدات الصندوق فيجب النظر إلى صافي وحدات الأرباح المتوقعة قبل اتخاذ قرار الاستثمار.
- ح- توقيت الشراء: يلعب التوقيت دوراً حاسماً في قرار الاستحواذ على العقار لأن العقار له دورات هبوط وصعود في قيم الأسعار فالشراء عند قاع السوق وبداية الارتفاع يؤدي إلى تحقيق مكاسب فيما الشراء عند ذروة ارتفاع الأسعار يؤدي إلى حدوث خسائر وهذا يحتاج إلى خبرة في هذا المجال.
- ط- المطور العقاري: يعتبر اسم الشركة المطورة للعقار وخبرتها في السوق العقاري وسمعتها من العوامل المؤثرة على قيمة العقار وكذا القيمة الايجارية.

وهناك عدة طرق لتقييم الصناديق الاستثمارية حسابياً بالأسلوب البسيط سنستعرض أشهرهما بإيجاز وهما مقياس شارب ومقياس ترينور .

أ- مقياس شارب:(269) وهو مقياس لقياس الأداء ويطلق عليه نسبة المكافأة إلى المخاطر وتحسب قيمة المؤشر وفق المعادلة التالية :

$$SD = \frac{TR - RF}{SD}$$

حيث TR هو متوسط معدل العائد على الاستثمار، و RF متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، و S الإنحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار الذي هو مقياس للمخاطر الكلية الذي ينطوي عليه الاستثمار، وهو يتضمن متوسط العائد على الاستثمار والتغير في قيمة السهم الذي تصدره شركة الاستثمار إضافة إلى التوزيعات والأرباح الرأسمالية الصافية التي يحصل عليها المستثمر خلال المدة أي بعد خصم المصاريف الإدارية وأتعاب الإدارة.

ب- مقياس ترينور:(270) يعد من النماذج الشهيرة المستخدمة في تقييم الأداء لصناديق الاستثمار والتي تأخذ في الاعتبار عنصر العائد وعنصر المخاطر معاً. فالصندوق الذي يحقق عائداً أعلى من الصناديق المماثلة قد يكون مرتبطاً بمستوى أكبر من المخاطر. حيث يتم تقسيم مخاطر السوق إلى نوعين:

أ- مخاطر منتظمة: تلك المخاطر التي تصيب السوق المالي ولا يمكن تجنبها، فجميع المؤسسات والشركات العامة بالسوق تتعرض لتلك المخاطر، مثل مخاطر

(269) هشام عبد الحكيم . دلال الحسين ، " تحليل وتقييم أداء صناديق الاستثمار : دراسة تحليلية في سوق الأوراق المالية السعودية " ، مجلة الإدارة والاقتصاد ، السنة 39، ع 106، (2016): 141.

(270) شريط صلاح الدين ، " تقييم صناديق الاستثمار وفقاً للمؤشرات المركبة - ترينو- وتطبيقها على مصر للفترة 2005-2011"، جامعة المسيلة ، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 10 (2013) : 96.

التضخم والتقلبات في أسعار الفائدة والتأثيرات العكسية من إفرازات العولمة المالية... إلخ.

ت- مخاطر غير منتظمة: تلك المخاطر التي تصيب بعض المنشآت ولذلك يمكن تجنبها والتخلص منها من خلال قيام الإدارة الرشيدة بالتنوع في الاستثمارات، بحيث إن يؤدي هذا التنوع إلى تحقيق معاملات ارتباط سالبة بين عوائد الاستثمارات.

5.1.2 الصعوبات التي تواجه صناديق الاستثمار العقاري المتداول

من خلال استقراء وتحليل الصناديق السابقة يتبين لنا أن أغلب الصعوبات هي:

- أ- قلة الوعي من المستثمرين بمزايا هذه الصناديق وإيجابياتها وانتشار الأفكار غير الصحيحة عن هذه الصناديق باعتبارها صناديق تقوم على الاحتيال والأرباح غير الحقيقية.
- ب- "تم عمل إحصائية في السوق المالية السعودية بينت أن 63% من الصناديق انخفض سعر السهم فيها عن سعر الطرح الأولى"⁽²⁷¹⁾ وهذا ظهر جلياً في الصناديق التي تم تقييمها لعدة أسباب منها عدم الدراسة الكافية لأسعار الوحدات قبل بدء عمليات الاكتتاب أو قد يكون السبب هو عمليات العرض والطلب والمضاربة التي تتم بداية الطرح في السوق المالية، علماً أن الصناديق العقارية المتداولة صممت بالأساس للاستثمار متوسط وطويل الأمد، وللحصول على عائد مستقر ومستمر وليس للقيام بأعمال المضاربة على وحداتها، وقد يكون الطمع من الشركة المنشأة للصندوق للقيام بأعمال التخارج من الصندوق عن طريق السوق المالية فيما بعد، ولكن هذا من اختصاص الرقابة في هيئة السوق المالية، ولا يتم إدراج أي أسهم إلا بعد دراسة أسعار الأسهم التي سيتم إدراجها وتثبيت القيمة العادلة للسهم .
- ج- يتم تأسيس الصندوق العقاري أصلاً من أجل خدمة المستثمرين ذوي الدخل المنخفضة والاستفادة من مدخراتهم للقيام بمشاريع أكبر تعطي عوائد دورية ومستمرة لكن تحول

(271) سليمان زين ، مقابلة : فيصل الشلهوب، الرياض، 17 يناير 2018

الأمر في بعض الحالات إلى وسيلة تخرج وهروب والحصول على السيولة، حيث قد يقوم أصحاب شركة مساهمة كبيرة بإنشاء صندوق عقاري متداول يكون هدفه الحقيقي هو الخروج من مشاريع عقارية غير واضحة المستقبل أو بسبب أزمة عقارية معينة أو تأثر الاقتصاد الذي ينعكس سلباً على قيمة الإيجارات والعمليات العقارية الأخرى، ويكون صغار المستثمرين هم الضحية في هذه العملية، أو قد يكون دور شركات التطوير العقارية هو تطوير العقارات والتخارج منها للحصول على السيولة والبدء بمشاريع جديدة وطبعاً هذا يتعارض أيضاً مع مصلحة المستثمرين في الصندوق.

د- صعوبة الدخول إلى السوق المالية إلا بعد توفر شروط عديدة تفرضها اللوائح التنفيذية والقوانين وأهم هذه الشروط حجم الصندوق العقاري المراد إنشاؤه، فالقوانين في أغلب البلدان تفرض حجم رأس مال كبير كشرط أساسي للدخول في السوق، وهذا يجعل الصناديق المتوسطة والصغيرة تعمل بعيداً عن الإطار الرسمي والمؤسس.

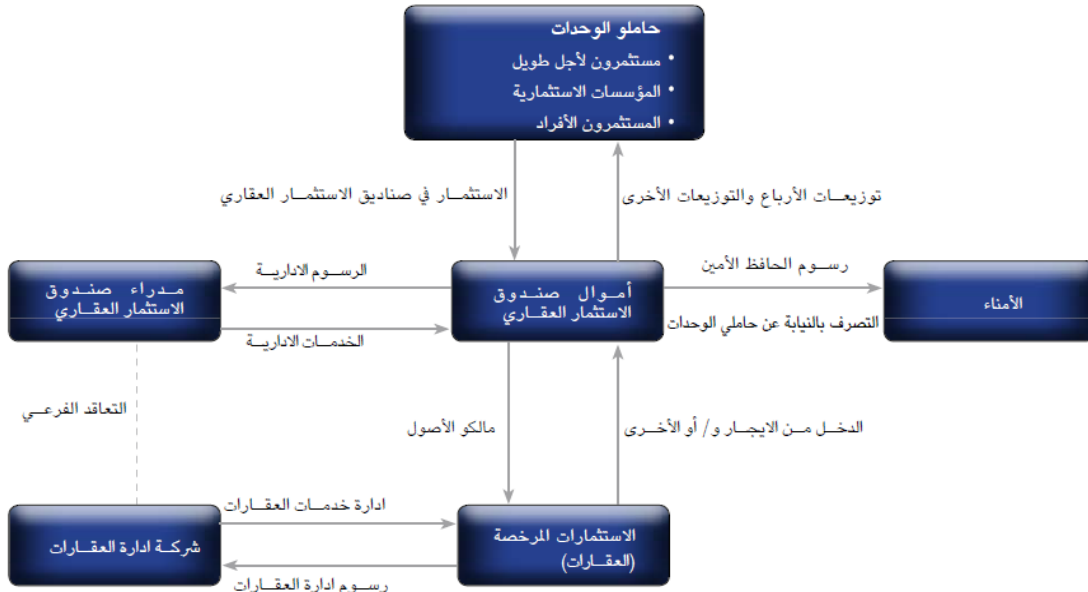
هـ- ضعف قدرة بعض الشركات على إدارة الأملاك واختيار العقارات والتمويل ونوعية العقود بسبب حجوم المشاريع الكبيرة وضعف خبرة الإدارة في هذا الشأن.

و- القيود التي تفرضها اللوائح التنفيذية على المشاريع أو الصناديق، وبالتالي انخفاض العوائد المحتملة، على سبيل المثال موضوع التوزيع الجغرافي للمشاريع العقارية فاللائحة التنفيذية للصناديق العقارية في السعودية تفرض على الصندوق أن لا تكون نسبة الأعمال تتجاوز 25% خارج السعودية. كما تختلف الدول في تنظيم عمل الصناديق العقارية لا سيما فيما يتعلق بنسبة الاستثمار المطلوبة في العقارات ففي ماليزيا تعرف صناديق الاستثمار العقاري بأنها أداة استثمار تهدف إلى استثمار مالا يقل عن 50% من إجمالي الأصول في القطاع العقاري وفي السعودية وفي مصر وفي أمريكا لا تقل عن 75% وفي سنغافورة يجب أن تكون النسبة لا تقل عن 70%. (272)

(272) الدسوقي، أشرف وجدي وآخرون. النظام المالي الإسلامي. ترجمة كرسي سابق لدراسات الاسواق المالية الإسلامية. جامعة الامام محمد بن سعود الإسلامية :كرسي سابق لدراسات الاسواق المالية الإسلامية. 2014.

ز - الأهم هو إلزام الصناديق بعدم المتاجرة في الأراضي البيضاء والقيام بالاستثمار في التطوير العقاري مما يجرمها من أرباح مميزة.

الشكل رقم 5.1: يبين الهيكل العام للصندوق العقاري. (273)



المصدر: الجزيرة كابيتال، "صناديق الاستثمار العقاري: قطاع التطوير العقاري السعودي"، الجزيرة للأسواق المالية، 2014

وقد تم وضع محددات وضوابط إدارية وقانونية ومالية عامة من قبل العديد من المؤسسات المالية الإسلامية تقيد عمل الصناديق الاستثمارية المتداولة وتنظم عملها، (ومنها الصناديق العقارية بطبيعة الحال).

ويجب أن نوضح أن هذه الضوابط هدفها هو التحقق من عمل الصندوق لما فيه مصلحة المساهمين فيه حالياً ومستقبلاً وليس لمصلحة من يعملون في الصندوق، لأنه من الممكن أن يستعمل العاملون في الصندوق موجوداته لمصالحهم الشخصية وبشكل يضر مصالح المساهمين فيه.

(273) الجزيرة كابيتال، "صناديق الاستثمار العقاري: قطاع التطوير العقاري السعودي"، الجزيرة للأسواق المالية، 2014م.

فالهدف العام ليس حماية المستثمرين من التعرض لأي خسارة ناتجة عن السوق، بل تمكين المستثمرين من فهم المخاطر المترتبة على الاستثمار في الصندوق المراد الاستثمار فيه ويؤدي هذا إلى تخفيف تعرض المستثمرين في الصندوق إلى أي خسارة ناتجة عن ممارسات مضللة أو تلاعب أو احتيال أو أي إساءة متعمدة أو إهمال من جانب العاملين في الصندوق.

وتنقسم هذه الضوابط إلى أربع بنود رئيسية هي: إدارة تعارض المصالح، والشفافية، والإفصاح عن المعلومات الجوهرية، ومتطلبات الرقابة المالية والشرعية، وهذه الضوابط الخاصة بصناديق الاستثمار العقارية الإسلامية المتداولة يجب أن تشمل الهيئات الرقابية والمستثمرون والمديرون والمدققون والوسطاء وأعضاء مجلس الإدارة وأمناء الاستثمار المشرفون على الصندوق وهيئة الرقابة الشرعية والمنظمات ذاتية الرقابة والإشراف وشركات التأمين، وهذه الجهات تتكامل في نجاح الصندوق.

5.1.3 متطلبات الإلتزام بأحكام الشريعة الإسلامية.

يجب أن يلتزم الصندوق العقاري الإسلامي بالقوانين والقرارات والتعليمات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق ما دامت لا تخالف أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وأن وجد تعارض يجب إزالته في إطار مبدأ التوافق، وإعطاء المرونة الكافية للقوانين والتشريعات لتشمل متطلبات المؤسسات العاملة وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

ويجب دائماً التذكر أن عمل الصناديق الاستثمارية العقارية يكون ضمن البيئة القانونية، ولذلك فإنه يعتمد على درجة تطور وتعقيد النظام القانوني، وإصدار القوانين الميسرة لتأسيس وإدارة الشركات والصناديق والأسواق المالية ككل.

كما يجب أن توظف الأموال طبقاً لمجموعة من الضوابط والمعايير الإسلامية في مجال الاستثمار المباشر وغير المباشر، وذلك طبقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية بمختلف أشكالها من مضاربة ومشاركة ومراجعة وغيرها، وأي صيغة مستحدثة لا تتعارض مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا يوجب الإلتزام بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

هناك بعض الجوانب التي يلزم مراعاتها في صندوق الاستثمار العقاري الإسلامي المتداول⁽²⁷⁴⁾:

- أ- أن يكون مدير الصندوق مؤسسة مالية إسلامية أو مؤسسة مرخص له بمزاولة هذا العمل من قبل الجهة المنظمة.
- ب- تعيين هيئة شرعية مستقلة تكون مهمتها التأكد من التزام أعمال الصندوق بالشرعية بما في ذلك أعمال الصندوق المتعلقة بمتابعة الحسابات وإدارة المخاطر.
- ج- تطهير أرباح أصول الصندوق لقوله تعالى " خُذْ مِنْ أَمْوَالِهِمْ صَدَقَةً تُطَهِّرُهُمْ وَتُزَكِّيهِمْ بِهَا "⁽²⁷⁵⁾
- د- دفع الزكاة الواجبة على الصندوق، ويمكن أن يتم ذلك إما من قبل مدير الصندوق، أو ترك الأمر للمستثمرين ليقوموا بدفع الزكاة بأنفسهم بعد بيان مقدار الزكاة الواجبة في كل وحدة من وحدات الصندوق.
- هـ- الاهتمام بتسويق الصندوق آخذاً في الاعتبار التركيز على البعد الأخلاقي.
- و- لكي يكون صندوق الاستثمار إسلامياً بمعنى الكلمة يجب أن تتجنب قنوات التوزيع أي قصور في بيان مفصل لهيكل الرسوم وواقع الصندوق فيما يتعلق بدرجة المخاطرة والأفق الاستثماري طويل الأجل للصندوق.
- ز- يجب على صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية التأكد من أن جميع أدوات الاستثمار والإيداع والتمويل متوافقة مع مبادئ الشريعة، فمثلاً في عمليات تمويل شراء العقارات يتحتم على مدير الصندوق عدم استخدام قروض ربوية.

5.1.4. إدارة تعارض المصالح:

- أ- كما ذكرنا في موضوع إدارة الصندوق فإن طبيعة العلاقة بين العاملين فيه وبين المستثمرين به قد تؤدي إلى وجود تعارض محتمل في المصالح والواجبات، لذلك يجب تحديد جميع حالات التعارض، والتعامل معها بما يتوافق مع واجبات العاملين في

(274) المبادئ الإرشادية لضوابط الاستثمار الجماعي الإسلامي، مجلس الخدمات المالية الإسلامية،

يناير 2009م، 25.

(275) سورة التوبة الآية 103

الصندوق تجاه المستثمرين فيه، وتقع مسؤولية ضمان عدم تضارب المصالح على مجلس الإدارة المشرف على أداء الصندوق عن طريق وضع أنظمة وهياكل مناسبة تضمن تحقيق هذا الهدف، ويقع على مجلس الإدارة مسؤولية كبيرة للتأكد من عدم سوء استغلال حالات تعارض المصالح التي يتم التعرف عليها وإظهار النزاهة في التعامل مع هذه الأمور.

ب- في حالة وجود أي مصالح بين العاملين في الصندوق واستثمارات الصندوق فيتم التعامل معها إما بمنعهم كلياً من المساهمة في الصندوق، أو "السماح لهم بالمساهمة في الصندوق ولكن بشرط الإفصاح عن مساهمتهم في نشرة الإصدار، أو الاحتفاظ باستثماراتهم ومنعهم من التصرف فيه لفترة زمنية محددة، أو التصرف في استثماراتهم شريطة الإفصاح مسبقاً عن معاملاتهم أو مصالحهم للمستثمرين أو للسلطات الإشرافية، بحيث يتم الإفصاح بوقت كاف للاعتراض على ذلك التصرف"⁽²⁷⁶⁾.

ج- كذلك يجب التدقيق في حالات تعارض المصالح المتعلقة بعائلاتهم أو شركائهم في الأعمال أو الشركات التي تكون لهم مصالح فيها، "وعندما تكون هناك حالة تعارض مصالح من هذا النوع أو تعارض في الواجبات تجاه طرف آخر، يجب على المعنيين في تلك الحالة الامتناع عن المشاركة في أي قرارات أو تصرفات ذات علاقة نيابة عن الصندوق الاستثماري".

د- يفضل قيام طرف مستقل بمهام وكيل الحفظ أو أمين الاستثمار لتخفيف تعارض المصالح.

هـ- يجب على مجلس الإدارة وضع ضوابط شاملة تحمي استقلالية ونزاهة كل عنصر من العناصر المساهمة في الضوابط، وتضع آليات رقابة مناسبة لتعارض المصالح والواجبات.

و- تعتبر الممارسات التالية غير أخلاقية أو حتى غير قانونية في إدارة الصندوق في معظم الدول مما يملي بالتالي على هيئة الإدارة العليا توخي الحذر منها:

(276) المبادئ الإرشادية لضوابط الاستثمار الجماعي الإسلامي، مجلس الخدمات المالية الإسلامية،

(يناير 2009م)، 22.

1. شراء موظف تابع للصندوق - سبق له الحصول على معلومات داخلية حول استراتيجية الاستثمار المعتمدة - وثائق مالية لنفسه قبل قيام الصندوق بشراء نفس الوثيقة المالية⁽²⁷⁷⁾.

2. استخدام موظف يملك بعض المعلومات الحساسة عن الأسعار الخاصة بالصندوق، وقبل إعلان تلك المعلومات للجمهور يستخدم تلك المعلومات للتداول شخصياً بشروط مؤاتية.

3. استخدام مدير الصندوق أموال الصندوق التي يديرها للحصول على حصة سيطرة في الشركة المستهدفة بدون تحمل أي تكلفة أو مخاطر بدلاً من استخدام أمواله الخاصة لشراء أسهم في شركة مستهدفة.

4. شراء مدير الصندوق كمية كبيرة من الأسهم لنفسه ولعدد من الصناديق تحت نفس الإدارة ويقوم بتوزيع الأسهم على الأطراف ذات العلاقة بعد مرور فترة من إبرام الصفقة، مما يسمح لمدير الصندوق بتسجيل الأسهم التي تحقق أرباحاً لحسابه وتسجيل الأسهم التي تتعرض لخسارة لحساب الصندوق.

5. تحميل الخسارة: على سبيل المثال عندما يقوم كيان زميل لمدير الصندوق في أوراق مالية جديدة يمكن أن يعطي ذلك الكيان تعليمات لمدير الصندوق بشراء الأسهم المكتتب بها التي لا يتمكن الكيان الزميل من بيعها، وبالتالي يتم تحويل أي خسارة إلى حساب المستثمرين في الصندوق.⁽²⁷⁸⁾

5.1.5 الشفافية والإفصاح عن المعلومات الجوهرية:

أ- من المهم التأكد من أن المعلومات جاهزة ومتوفرة بشكل يمكن مقارنتها وفهمها وقراءتها والوثوق بها، بحيث يكون من السهل الحصول على المعلومات ليس فقط للمستثمرين في الصندوق، ولكن أيضاً للوسطاء الذين يوفرون المعلومات

(277) المبادئ الإرشادية لضوابط الاستثمار الجماعي الإسلامي، مجلس الخدمات المالية الإسلامية،

(يناير 2009م)، 13.

(278) المصدر السابق، 13.

للمستهلكين، مثل وسائل الإعلام والمحللين الماليين والمستشارين للتمويل الشخصي بالإضافة إلى وسطاء المعلومات والمنظمات ذاتية الرقابة والإشراف، حيث تفيد بعض الإجراءات البسيطة على تسهيل هذه الأمور، مثل توحيد المصطلحات واللغة وتوحيد تقارير الأداء وإيجاد مقاييس مقارنة أو إيضاح بين المصروفات والمخاطر، وحساب الأرباح وتوزيع الموجودات وحركتها، واستراتيجيات الاستثمار وآليات دعم العوائد، ومن المهم جداً تسهيل الحصول على تلك المعلومات.⁽²⁷⁹⁾

ب- وفي معظم الدول حتى في الدول التي لا توجد فيها قوانين مالية محددة تترتب مسؤولية قانونية على إعطاء بيانات مضللة أو خادعة، والقاعدة العامة هي أن يتم إعطاء إفصاح كامل وصريح عن المعلومات الجوهرية للأشخاص الذين تكون لديهم مصلحة صحيحة وقانونية لتلقي تلك المعلومات.

ت- إن الإفصاح الكافي والمستمر وفي الوقت المناسب لا يؤدي فقط إلى تمكين المستثمرين في الصندوق من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة، ولكنه يعطي أيضاً المصدقية والفعالية والكفاءة للصندوق.

ث- يمكن تقسيم الإفصاح إلى ثلاث فئات:⁽²⁸⁰⁾

1. الإفصاح في مرحلة الطرح والترويج للاستثمار، ويأخذ ذلك شكل نشرة الإصدار ومذكرة توظيف الأموال والاككتاب.

2. الإفصاح الدوري الذي يأخذ شكل تقارير دورية مثل تقارير ربع سنوية وتقارير نصف سنوية وتقارير سنوية.

3. الإفصاح في حينه أو المستمر والذي يمكن أن يكون في بعض الأحيان إفصاحاً غير مالي يتعلق بأحداث تؤثر في تقييم ضوابط الصندوق.

ج- إن هدف الشفافية لا يتحقق بالإفصاح عن أكبر قدر ممكن من المعلومات لأن كثرة المعلومات على المستثمرين في الصندوق يمكن أن تؤدي إلى الالتباس وسوء الفهم، بل

(279) المبادئ الإرشادية لضوابط الاستثمار الجماعي الإسلامي، مجلس الخدمات المالية الإسلامي،

يجب أن يكون الإفصاح فعالاً ومجدياً من حيث التكلفة، وفي حالات الشك يكون من الأفضل دائماً الإفصاح مع وجود أخطاء بدلاً من حجب المعلومات.

5.1.6 متطلبات الرقابة المالية:

- أ- يجب على الإدارة العليا القيام بقدر الإمكان بتعزيز استقلالية ونزاهة عناصر ضوابط الصندوق من خلال فصل الإجراءات القانونية والمالية والإدارية عن الإجراءات الرقابية، ووضع القيود والرقابة على التعامل والاتصالات فيما يتعلق بمعلومات السوق الحساسة، وإجراء مراجعات مستقلة متتالية.
- ب- إذا دخل الصندوق في أي ترتيب لإسناد أي من وظائف الضوابط لأطراف خارجية، يجب على الإدارة العليا بموجب عقد أو غير ذلك أن تتأكد من اتخاذ خطوات معقولة لإيجاد نظم وضوابط رقابية لمتابعة الطرف الذي يقوم بتنفيذ العمل أو الوظيفة ذات العلاقة، ويشمل هذا إجراء مراجعة متدرجة في الدقة للأنشطة أو الوظائف ذات العلاقة مرة كل ستة أشهر على الأقل، ويجب أن يتم إبلاغ السلطات الإشرافية عن وجود أي حالة رئيسة لعدم الالتزام.
- ج- تعدد الأطراف المرتبطة بالصندوق وتتمثل في معظم الأحيان من: المؤسسين والمشاركين والمسوقين، وأمناء الاستثمار والإدارة، ويحكم هؤلاء مجموعة من العقود الشرعية والقانونية، وهذا يوجب الرقابة الخارجة على حسابات الصندوق من قبل المدقق الخارجي الذي يقدم لهم تقريراً عن نتائج الأعمال والمركز المالي.
- د- وضع خطط لتنفيذ جميع أنواع الرقابة كلّ بما يناسب حجم عمله، بحيث لا تؤدي إلى تعطيل أعمال الصندوق بدون مبرر موضوعي، وتشمل جميع أنواع الرقابة الشرعية والقانونية والإدارية والمصرفية والاستثمارية والمالية الداخلية والمالية الخارجية.

5.2. الاستثمار الجماعي المتوسط والصغير:

تم تعريف برامج الاستثمار الجماعي من قبل مجلس الخدمات المالية الإسلامية بأنه أي استثمار مالي يتم جمع أموال المستثمرين في شكل مساهمات في صندوق استثماري سواء

كان ذلك الصندوق ذا كيان قانوني منفصل أو كيان قائم على ترتيب تعاقدية، وذلك بالاكتمال في وحدات أو أسهم ذات قيمة متساوية، وتشكل هذه الوحدات وما يتفرع عنها حقوقاً في موجودات الصندوق غير المجزئة، وتؤدي إلى نشوء حق أو التزام في المشاركة في الأرباح أو تحمل الخسائر الناتجة عن تلك الموجودات، وأن يتم تأسيس الصندوق وإدارته وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها. (281)

"هناك صناديق لا تقع عادة ضمن التعريف الذي تم اعتماده كالصناديق التي تؤسسها شركات التأمين الإسلامية أو صناديق التقاعد أو الصناديق السيادية التي يمكن القول بأنها تعتبر فئة مختلفة عن برنامج الاستثمار الجماعي العادية، أو حسابات الاستثمار غير المقسمة إلى وحدات أو أسهم" (282).

وإذا ما عدنا إلى التعريف المختار للصناديق الاستثمارية لوجدنا أنها مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، واستثمارها بواسطة إدارة محترفة بهدف تحقيق منفعة لمؤسسيها وللمستثمرين، وبالتالي نجد أنها تنطبق على الغالب الأعم من أشكال الاستثمار الجماعي باختلاف مسمياتها سواء كانت محافظ استثمارية أو اتحادات ملاك أو شركات توظيف أموال أو مشاريع تشاركية، وحتى بعض الشركات المساهمة.

فمفهوم الصناديق الاستثمارية مفهوم واسع يشمل مؤسسات أو شركات لا تسمى صناديق استثمار ولكن يمكن أن يطلق عليها لفظ الصناديق الاستثمارية.

والملاحظ أن معظم الضوابط تتحدث عن الاستثمار الجماعي بشكله المعروف وذو حجم رأس مال كبيرة نسبياً، لكن هناك حجم لا يستهان به من الاستثمار الجماعي صغير ومتوسط الحجم، والذي يقوم به في الغالب غير المؤهلين، ولا توجد له ضوابط وأطر ومعايير محددة، ويعتمد أساساً على العواطف والعلاقات الشخصية، وينتهي في الغالب بالفشل أو

(281) المبادئ الإرشادية لضوابط الاستثمار الجماعي الإسلامي، مجلس الخدمات المالية الإسلامية،

(يناير 2009م)، 4.

(282) المصدر السابق، 5.

عدم تحقيق الأهداف الموضوعة له، وهو ما نهتم أن نصل إلى ضوابط له، وهي لا تختلف كثيراً عن ضوابط الاستثمار الجماعي المعروف، ولكن نحتاج إلى التبسيط لتناسب تكاليفها مع الأحجام الصغيرة للاستثمار.

لأن ما دفع الكثيرين إلى الاستثمار بعيداً عن مؤسسات الاستثمار الجماعي المنظم هو تعقيد الإجراءات وتشعبها وتكاليفها العالية التي قد تكون كلفة الإنشاء للصندوق أكبر من حجم الاستثمار المطلوب، وكذلك النواحي النفسية لنسبة ليست قليلة من المستثمرين الذين يميلون للتعامل مع الأفراد بشكل مباشر أكثر من المؤسسات النظامية كبيرة الحجم.

ويجب أن تكون الضوابط الموضوعة بشكل عام تلي متطلبات المساهمين المحتملين الحالية بشكل أساسي، وكذلك توفير الحوافز المناسبة لجميع أصحاب المصالح المختلفة سواء العاملين أو المديرين أو حتى المجتمع بشكل عادل ويلبي احتياجات الجميع.

5.2.1. المشكلات التي تواجه الاستثمار الجماعي المتوسط والصغير.

إن صناديق الاستثمار أعدت خصيصاً من أجل صغار المستثمرين لدخولهم في الاستثمار ولم يذهب إلا عدد قليل من صغار المستثمرين إلى هذا النوع من الاستثمار وتوجه أغلبهم للاستثمار بنفسه إلى شركات توظيف الأموال مما خلق العديد من المشكلات التي ظهرت خلال مرحلة عمل مؤسسات الاستثمار الجماعي وهي:

- أ- عدم الوعي بأهمية وضع الضوابط والشروط التفصيلية قبل البدء في العمل.
- ب- وضع ضوابط وشروط ولكنها تغطي بعض الجوانب ولا تغطي الجوانب الأخرى.
- ج- اعتماد العمل الجماعي على العاطفة والعلاقات وعدم اعتماده على معايير واضحة بشكل علمي واقتصادي.
- د- التركيز على النزعة الفردية والتقدير المبالغ فيه للذات.
- هـ- عدم احترام الأسس والقواعد الموضوعة والمتفق عليها.
- و- عدم وضوح تعارض المصالح ووضع ضوابط لها حتى لا تنحرف المؤسسة عن سيرها المطلوب.

- ز- العقود المكتوبة لا تحدد بدقة واجبات وحقوق كل طرف بشكل واضح، وأحياناً تميل إلى التعميم والاختصار المخل، وقد تكتب من قبل محامين غير متخصصين أو بدون محامي أصلاً.
- ح- الهيكل الإداري الموضوع غالباً لا يتناسب مع حجم المؤسسة، إما بالمبالغة في وضع الضوابط والهيكلية المتكاملة مع أن حجم العمل صغير لا يحتاج إلى ذلك، أو وهو الغالب الأعم يكون الهيكل الإداري خاصة في الجوانب المالية والقانونية أصغر بكثير من احتياجات المؤسسة.
- ط- الدخول في مشروعات بدون دراسات كافية عن المخاطر التي يمكن أن يواجهها المشروع من النواحي المالية تراعي كيف تدير الموارد حتى نهاية المشروع.
- ي- التضخم وفروق العملة لا تكون في الحسبان في بداية المشروع وسرعة تغييرها تحول الأرباح إلى خسائر.
- ك- عدم دراسة المخاطر القانونية ومراجعة سندات الملكية بدقة وكذا شروط التراخيص والتسليم وخلافه مما يؤثر على الكثير من الأعمال.
- ل- اعتماد العديد من المؤسسات على خبرة ومهارة شخص بعينه أو أشخاص بعينهم، وليس على قوة النظام المؤسس، وأحياناً تكون خبرة هذا الشخص في حجم معين من الأعمال يكون صغيراً نسبياً وحقق نجاحات في هذا الحجم ولكن ليس لديه القدرة والدراية على إدارة الأحجام الأكبر، ويتوسع في الاستثمار بدون رؤية راسخة، مما يؤدي إلى ضياع كثير من الاستثمارات وأنها العديد من المؤسسات التي بلغت الاستثمارات فيها المليارات وتبخرت تماماً، لأن القائمين على المؤسسات لم يكونوا قادرين على إدارة هذا الحجم.
- م- عدم إدراك الفارق الكبير بين الطريقة والخبرات اللازمة لإدارة المؤسسات الصغيرة والخبرات اللازمة للمؤسسات الكبيرة، في حين أن الصناديق الاستثمارية الموجودة لو تم تطوير أشكال منها بشكل أبسط وأصغر لتستوعب هذا النوع من الشركات وتوجد لها البنية والهيكل الإداري القادر على إنجاح هذا العمل بضوابط لا تخل بالعمل ولا تؤدي إلى ضياع الأموال، وكذلك لا تكون من التعقيد الإداري بحيث يحجم الناس عن اللجوء إلى الاستثمار الجماعي المنظم.

ونلقي الضوء على بعض تجارب الاستثمار الجماعي الصغير والمتوسط متمثلة في شركات توظيف الأموال واتحادات الملاك التي اعتبرناها صناديق متوسطة أو صغيرة، والتي كان العقار يشكل جانباً من استثماراتها.

5.2.2. شركات توظيف الأموال.

شهدت بداية الثمانينيات في العالم العربي رغبة الناس بالتعامل وفقاً للشريعة الإسلامية وعدم ثقة الناس في تعاملات البنوك الربوية القائمة ما أدى إلى ظهور شركات توظيف الأموال التي اجتذبت قطاعاً كبيراً من المستثمرين المالكين لرؤوس أموال متوسطة وصغيرة.

وقد ارتبط ظهور هذه الشركات ببداية الصحوّة الإسلامية ورغبة الناس للتعامل وفق الاقتصاد الإسلامي الذي يستهدف استثمار الأموال وإيداعها وفقاً لنظام إسلامي بعيداً عن شبهة الربا المرتبط بفوائد البنوك الحكومية.

وقد شكلت شركات توظيف الأموال قضية متعددة الجوانب خاصة مع إخفاق الأداء المصرفي للبنوك الخاصة والحكومية في إيجاد آلية لجذب عملاء جدد على الرغم من التحدي الذي تمثله ظاهرة توظيف الأموال لهذه البنوك الحكومية منذ بداية الثمانينيات من القرن الماضي.

تتسم معظم شركات توظيف الأموال بقدرتها الكبيرة على توفير العديد من المزايا للمستثمرين، والتي قد لا يجدونها في البنوك بنفس الصورة من تلك المزايا: (283)

أ- التعامل طبقاً للشريعة الإسلامية مما كان يلي رغبة شريحة كبيرة من المجتمع للاستثمار في هذا النوع .

ب- معرفة الاستثمارات التي تقوم تلك الشركات بضخ أموالهم فيها، ما يضيف عليها نوعاً من الراحة النفسية، وهو الأمر الذي لا نجده في الكثير من البنوك، حيث لا يعرف عدد كبير من عملائهم ماهية المجالات التي يستثمر البنك أموال المودعين فيها.

(283) خالد وحيد ، " اهم مزايا شركات توظيف الأموال " ، <https://vapulus.com> .

ج- زيادة العوائد التي يحصل عليها الشخص المستثمر بمعدل قد يصل في بعض الأحيان لأضعاف العوائد التي قد يحصل عليها من البنوك المختلفة. وقد ساعدت الميزة الثانية على انتشار شركات توظيف الأموال بصورة كبيرة، حيث إنَّها مكنت أصحابها من جمع قدر كبير من المال يساعدهم في القيام بعملياتهم الاستثمارية المختلفة، كما ساعدت المستثمر على تحقيق عائدٍ كبيرٍ بشكل مشروع.

وباستعراض بعض النماذج في الدول العربية نجد أن جمهورية مصر احتلت المركز الأول من بين الدول العربية من حيث الرأسمال المستثمر في شركات توظيف الأموال كبيرة وأشهر هذه الشركات هي:

5.2.2.1 شركة الريان

حيث تعتبر الريان من الشركات الكبرى لتوظيف الأموال في تاريخ مصر والشرق الأوسط في الثمانينيات، ووضع الكثير من المصريين في ذلك الوقت أموالهم في هذه الشركة نظير عوائد شهرية تراوحت ما بين 24% و100% سنوياً، وكان قانون الاستثمار رقم 43 لعام 1974، وقانون 59 لعام 1975 في ذلك الوقت يسمح بإنشاء شركات مساهمة، «تطرح أسهماً للاكتتاب، دون السماح لهم بالقيام بوظائف البنوك، كجمع الأموال وإعطاء فائدة بدون موافقة هيئة الاستثمار على كل مشروع على حدة»، كانت الشركة الأشهر على الإطلاق هي شركة «الريان»، التي ظهرت في عام 1983، وتجمّع الكثير من الناس حول شركة الريان التي كانت تعطي حجم عوائد على أموال المودعين لديه بنسبة 25% شهرياً، في الوقت الذي كانت نسبة فوائد البنك لا تتعدى 9% . (284)

(284) سلوى يحيى ، كيف سقطت «إمبراطورية» الريان ، يونيو 2016،

<https://www.sasapost.com>

5.2.2.2 شركة السعد

حيث نشأت شركة السعد للاستثمار وتوظيف الأموال في نهاية الثمانينيات، وقد قامت الجهات الحكومية بإغلاق هذه الشركة ما أدى إلى رفع الشركة دعوى قضائية في المملكة المتحدة ضد الحكومة المصرية عام 2011.

وبالنظر إلى تجربة شركة السعد والريان نجد أنهما شكلتا وعاءاً استثمارياً جيداً كان يستثمر أموال المودعين فيه وهو أقرب للصندوق الاستثماري منه إلى شركات توظيف الأموال لكن الواضح أن هناك بعض الأمور الشخصية و السياسية أدت لفشل هذه التجربة.

5.2.2.3 شركات الشريف

التي اشتهرت بمنتجات البلاستيك، فقد وصل عدد المودعين في شركاتها ومصانعها - 34 شركة ومصنعاً - إلى حوالي ربع مليون مودع، أودعوا نحو مليار و300 مليون جنيه، وقال الشريف أن أصول شركاته ومصانعه تغطي هذه الأموال وتزيد، بل أن قيمتها كانت تزيد على ثلاثة مليارات جنيه، وقد تم سجن الشريف بتهمة نهب أموال المصريين، ولكنه خرج بعد تسديد أموال المودعين، وقد نفى الشريف هذه التهم وأكد أن ما حدث له كان مكيدة سياسية، وأنه تم إجباره علي بيع شركاته ومصانعه بدون وجه حق. وتختلف شركة الشريف عن باقي الشركات أنها كانت إضافة حقيقية للاقتصاد وحققت أرباحاً طائلة واستطاعت سداد جميع المودعين رغم بيعها بسعر بخس.

وقد استمر نشاط هذه الشركات حتى بعد صدور القانون رقم 146 لسنة 1988 الذي ينظم عمل هذه الشركات حيث وضع القانون ضوابط لإنشاء شركات تلقي الأموال وأهم هذه الضوابط⁽²⁸⁵⁾:

أ- لا يجوز لغير شركة المساهمة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام، والمقيدة في السجل المعد لذلك بالهيئة العامة لسوق المال، أن تتلقى أموالاً من الجمهور.

(285) موقع المعرفة ، www.marefa.org

ب- يُقدم طلب تأسيس شركة المساهمة التي يكون من أغراضها العمل في مجال تلقي الأموال لاستثمارها إلى الهيئة، ويُشترط لتأسيس الشركة وقيدها ما يلي:

1. ألا يقل عدد الشركاء المؤسسين عن عشرين شخصاً.
 2. ألا يقل رأس المال المصدر عن خمسة ملايين جنيهاً، ولا يزيد عن خمسين مليون جنيهاً، وأن يكون مدفوعاً بالكامل ومملوكاً كله لمصريين، وأن يُطرح منه نسبة 50 % على الأقل للاكتتاب العام.
 3. أن يكون جميع أعضاء مجلس الإدارة والمدير العام من المصريين.
 4. تُصدر الشركة صُكوك استثمار مقابل الأموال التي تتلقاها، وتُحول صُكوك الاستثمار لمالكيها المشاركين في الأرباح دون المشاركة في الإدارة.
 5. تلتزم الشركة بإيداع الأموال التي تتلقاها طبقاً لأحكام هذا القانون خلال أسبوع من تاريخ التلقي في حساب خاص بأحد البنوك المعتمدة والخاضعة لإشراف البنك المركزي، ولا يجوز تحويل أي مبالغ منها إلى الخارج إلا بموافقة البنك المركزي المصري.
- وألزم القانون الشركات القائمة وقت صدوره بتقديم قوائم مالية مُعتمدة من مُراقب الحسابات، وإشراف الهيئة العامة لسُوق المال على أعمالها، خلال ثلاثة أشهر من صدوره. إلا أن ذلك لم يطبق على أرض الواقع بشكل عام حيث إن الناس لم يهتموا بالوضع القانوني والرسمي للشركات التي يستثمرون فيها وكذلك لضعف الثقافة الاقتصادية لدى جمهور المستثمرين.

5.2.3. اتحادات الملاك

تهدف اتحادات الملاك إلى إنجاز مسكن شخصي وعائلي لأعضائها ضمن الشروط المنصوص عليها بموجب التشريع المتعلق باقتناء الملكية، وهي تمثل مخرجاً جيداً لمن يريد أن يحصل على عقار بسعر التكلفة بعيداً عن الأسعار العالية للشركات العقارية، وبالتالي ملاذاً آمناً لمن يريد الحصول على وحدة سكنية بتكلفة أقل وطرق دفع على مدار المشروع من بدايته إلى نهايته.

ورغم أن الفكرة منجزة إلا أنه في أحيانٍ كثيرة تشوبها بعض الملاحظات والصعوبات تتجلى فيما يلي:

- أ- ضعف خبرة القائمين عليها فقد يكون القائمون على اتحاد الملاك غير متخصصين، أو متخصصين في بعض الجوانب دون الإلمام بالجوانب الأخرى كأن يكون مدير الاستثمار مهندساً يجيد الأمور الفنية ولكنه يفشل في الأمور المالية والمصروفات الأخرى الخارجة عن إدارة المشروع نفسه كالضرائب والتأمينات والتسويق وغيرها من الأمور القانونية التي تؤدي أحياناً إلى توقف المشروع وفشله، ويكون متخصصاً في الأمور المالية وغير ملماً بالأمور الإدارية والقانونية وهكذا.
 - ب- كبر عدد المستفيدين ووجود متطلبات خاصة لكل منهم تتعلق بالشقق وتفصيلها وهذا يتطلب مجهود وتنسيق ومتابعة.
 - ت- عدم وضوح الحقوق والالتزامات بالتفصيل لأنها غالباً ما تقوم على العلاقات الشخصية والثقة أكثر منها على أمور منضبطة.
 - ث- عدم القدرة على إتمام المشروع بسبب النزاعات والمشاكل بين أفرادها لتعارض المصالح بين القائمين عليها.
 - ج- مشاكل التمويل وتسديد الأقساط خاصة للموظفين ذوي الرواتب المحدودة.
 - ح- عدم الالتزام غالباً بدراسة الجدوى المقدمة وتجاوز التكاليف لعدم دراسة المخاطر المتوقعة بدقة.
 - خ- توفير الأراضي المناسبة لإقامة المشروعات السكنية عليها وقلة الموارد لديها وعدم توافر الكوادر الإدارية.
 - د- سوء نية بعض الشركات وأنها كانت تعطي الأرباح من الإيداعات الجديدة أو حتى عمليات احتيال استغلت رغبة الناس بكسب عائدات كبيرة بدون تحرٍ دقيق عن عمليات الاستثمار وإجراءاتها.
- ومن خلال تجربة الباحث في مجال التطوير العقاري والاستثمارات ولجان التحكيم ومن خلال مراجعة مديري الشركات ووثائق التحكيم أورد الباحث الأمثلة التالية:

حيث رغبت مجموعة من المهندسين المتخرجين حديثاً في عمل اتحاد ملاك فتم شراء الارض والشروع في التنفيذ وتمت أعمال الخرسانة والبناء، ولكن نظراً لأن الجميع يضع نفسه في الإدارة فقد اختلت الإدارة، ولم يتم إكمال المشروع، وكان الحل أن بعض المساهمين وجدوا أن تكلفة التنازل عن حصتهم بالكامل والخروج من المشروع أقل كلفة بكثير من الاستمرار في هذا النوع من المشاريع، بعدها استمر هذا المشروع عشر سنوات حتى تم إكمال الوحدات التي كان مقرراً لها عام واحد فقط.

كذلك حيث قامت شركة تطوير عقاري معروفة بتطبيق أعلى المعايير الإدارية فطورت هيكل إداري ومالي متكامل بطريقة ضخمة، وكان المستوى الإداري للعاملين وحجم الدعاية ضخماً جداً بحيث جذب الكثير من المودعين للمساهمة في هذه الشركة، وكانت الشركة تحقق أرباحاً جيدة، واستمر العمل في هذه الشركة بشكل جيد عدة سنوات في فترات الرواج العقاري، وعندما حدث تراجع في حجم المبيعات استمرت الشركة بهذا الحجم الضخم من الدعاية والهيكل المتضخم مما أدى إلى تآكل رأس المال للشركة والدخول في مأساة حقيقية ما زالت ماثلة حتى يومنا هذا.

كما أن هناك الكثير من التجارب لم تكتمل أصلاً لأن الأرض التي يتم شراؤها عليها مشاكل ولم يستطيعوا القيام بالتراخيص لأنهم لم يكلفوا أنفسهم عناء مراجعة محامي يقوم بالكشف على أوراق الأرض.

وإذا راجع كل منا الدوائر المحيطة به سيجد أن هناك العديد من المشاكل في هذا الإطار مما يحتم البحث لإيجاد الضوابط اللازمة لهذه الأنماط الاستثمارية. وقد أصدرت الدول قوانين وتشريعات تضبط عمل هذه الاتحادات وتفرض الرقابة المالية عليها من حيث زيادة رأس المال والإنسحاب والتخارج والنزاعات ولاسيما القيود المفروضة على مجالس الإدارة كونها تشكل الأساس الذي يقوم عليه الاتحاد، والصلاحيات الواسعة المعطى لها، لكن الأمور لا تتعلق بالقوانين الموضوعة خارجياً بقدر ما هي متعلقة بالنظام الداخلي والضوابط التي لا بد من وضعها قبل الدخول في هكذا استثمارات.

5.2.4. المحافظ الاستثمارية

وهي أن يقوم شخص بعمل ما يطلق عليه عرفاً (محفظة استثمارية) يجمع فيها أموال العديد من الناس، ويقوم بتوزيع أرباح أغلبها يكون من رؤوس الأموال الجديدة، ونظراً لعدم وجود إدارة محترفة أو رغبة هذا الشخص في الثراء على حساب البسطاء، ولا تشعر بالمشكلة إلا بعد فوات الأوان وضياع أموال الناس، وهذه المحافظ الاستثمارية ليست المحافظ الاستثمارية بمفهومها المتعارف عليه، والتي تعمل في البورصات والأسواق المالية.

ومن هذه المحافظ في العقد الماضي هي:

5.2.4.1 شركة الفرسان

حيث بدأت هذه الشركة من قبل أحد الأشخاص بالاستثمار في تجارة السيارات، وحقق أرباحاً جيدة منها، ما أدى إلى ثقة الناس به وبأرباحه، وبدء بجمع الأموال للاستثمار حيث كان يعطي أرباحاً عالية جداً، لدرجة إعطائه نسبة لوكلائه تصل إلى 10%، وقد كُبر استثماره ليصبح أكبر موزع للسيارات في مصر، وسرعان ما انهارت الشركة لعدة أسباب أهمها هو عدم وجود الرقابة المالية على حركة المساهمين المتمثلة في أنه كان يبيع السيارات بهامش ربح من 2% إلى 5% متناسياً أن مصروفاته الثابتة من إيجارات ومرتبات ومصروفات كانت تصل إلى 10%، مما أدى إلى تبخر أموال المساهمين في الشركة.

وبالنظر لآلية العمل داخل هذه الشركة نجد أن آليات العمل في الفروع كانت تتم على أعلى درجة من الدقة والوضوح وفق حسابات وبرامج مالية لتقسيط السيارات وحسابات العملاء، ولكن حسابات المساهمين في هذه الشركات كانت غالباً موثقة بشكل بدائي (قد تصل لأن تكون على شكل دفتر يوميات) وكانت تتم أعمال المحاسبة والأرباح بشكل نقدي وفوري، وهذا أعطى ثقة للمستثمر البسيط، فلم يسأل لا عن قوائم مالية أو حسابات أو غيره، وكان يرفض غالباً أخذ الأموال ويعيدها للاستثمار في الشركة للحصول على أرباح أكثر.

وغالباً ما كانت تحاط عمليات إيداع المساهمين بنوع من التكتّم لدرجة أن يكون المحاسب الذي يعمل في الشركة لا يملك جميع المعلومات المالية (خاصة المتعلقة بالمساهمين) به. وكان من الممكن أن ترى أن حسابات هؤلاء المساهمين قد قيدت بدفتر أو سجل بسيط خاص به كونها تشكل سراً يجب ألا يعلمه الآخرون، وقد تمت إحالة العديد من القضايا في هذه الشركة بين الضحايا والوسطاء إلى التحكيم وبالتأكيد كانت خسارة لجميع الأطراف خاصة ولهذا النوع من الاستثمارات عامةً.

5.2.4.2 شركة إبحار الخليج في السعودية

بدأت هذه الشركة بتجارة العطور ثم ما لبث أن زادت أرباحه بشكل جيد ما دفع الناس لاستثمار أموالهم في هذه الشركة لأرباحه الكبيرة التي كانت تصل حتى 60% سنوياً، وأيضاً كان يعطي للوكلاء نسبة تصل إلى 10% .

بالإضافة إلى ما ذكرناه في تجربة شركة الفرسان والمتعلق بحسابات المساهمين غير المراقبة، يؤخذ على المساهمين أنفسهم أنهم لم يكلفوا أنفسهم عناء النظر إلى :

أ- حجم الأموال التي تم جمعها وحجم التجارة الفعلية الموجودة على الأرض (كانت التجارة الفعلية حوالي 100 مليون ريال) في حين بلغت الأموال التي تم جمعها 2 مليار ريال.

ب- الهيكل الإداري لهذه الشركة كان بسيطاً جداً لا يتناسب مع هذا الحجم من الأموال.

ت- عدم وجود قوائم مالية وحسابات منتظمة وعدم وجود رقابة مالية من أي نوع لهذه الإيداعات.

أما الذي جعل هؤلاء الناس يعضون الطرف عن ذلك هو حجم الأموال التي يحصلون عليها سنوياً ظناً منهم أنها من الأرباح وبالتالي طالما تحقق الشركة هذا الحجم من الأرباح فلا داعي للسؤال عما وراء ذلك.

5.3 نموذج مقترح للصناديق الاستثمارية الصغيرة والمتوسطة.

تمثل المشروعات الصغيرة والمتوسطة القاطرة الحقيقية لاقتصاديات الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، وهي تعتبر طوق النجاة للاقتصاد للخروج من الأزمات الاقتصادية؛ لمرونتها العالية وقدرتها على مواجهة مشاكل البطالة وغيرها من المشكلات، وهي تمثل المصدر الرئيسي لتوفير احتياجات الناس من السلع والخدمات، وكذلك فإن العدد الأكبر من الوظائف في معظم الدول تكون من نصيب الشركات الصغيرة و المتوسطة.

فهي توفر 60% من الوظائف في الولايات المتحدة وتمثل 50% من الناتج القومي الأمريكي، وهي تساهم في 66% من إجمالي الصادرات الصناعية لألمانيا، وفي مصر تمثل المشروعات الصغيرة والمتوسطة 90% من إجمالي المشروعات ويعمل بها 66.7% من القوى العاملة (286).

ورغم هذه المساحة التي تشغلها هذه الشركات والأهمية والدور الذي تقوم به في خدمة الاقتصاد إلا أن حجم الأبحاث الموجهة إليها قليلة، لذا فإن بلورة آلية لتمويل هذه المشروعات ووضع نموذج يمكن أن تسير عليه تقلل حجم المشاكل الموجودة في هذا القطاع، بل والتخبط والسير على غير هدى، فإننا نجد أن فكرة الصناديق الصغيرة والمتوسطة قد تكون طوق النجاة لإدارة وتمويل وتفعيل هذا النوع من المشروعات.

وهذا لا يعني أننا نقلل من قيمة الصناديق الاستثمارية القائمة وتطويرها كما هي عليه كما ذكرنا سابقاً، ولكن نقترح نموذجاً جديداً يعالج مشاكل قائمة بالفعل لدى قطاعات واسعة في المشروعات الصغيرة والمتوسطة، حيث يتجمع مجموعة محلية يرغبون بالاستثمار ويقومون بعمل محفظة ثم يفوضون بعضهم بإدارة هذه المحفظة بدون اكتمال الخبرات وبدون نموذج واضح.

(286) أشرف دوابه، "دراسات في التمويل الإسلامي"، ط1، (القاهرة، دار السلام، 2007م)،

لذا فإن النموذج المقترح لا يتعارض مع ما هو قائم وإنما يضيف إليه نوع إضافي يعالج مساحات لا تتجه إلى الاستثمار في النماذج القائمة، لأن هذه المساحة غير معالجة ولا يوجد نموذج محدد لها.

ومن خلال دراسة الصناديق القائمة في العديد من بلاد العالم الإسلامي، ومن خلال معايشة العديد من الشركات، والمساهمة في العديد من قضايا التحكيم بين هذه الشركات، والممارسة الميدانية، والاستماع إلى العديد من القائمين على الشركات، وكذا معايشة ضحايا هذه الشركات، وما يعانون من مشاكل، وجدنا أنهم يفتقدون لنموذج يسيرون عليه.

يستهدف هذا المبحث تقديم نموذج عن الصناديق الاستثمارية الصغيرة والمتوسطة يتم فيه حل بعض المشكلات والصعوبات المذكورة سابقاً، ولا يخرج عن تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية، ويعطي خيارات واسعة لصغار المستثمرين الراغبين في الاستثمار الحالي من شبهة الربا وتحقيق أرباح وعوائد جيدة بنفس الوقت.

بدايةً يجب على كل مستثمر يرغب بالاستثمار في هذه الصناديق البدء بالنقاط التالية مما يلي:

1. الرقابة المالية والقانونية والشرعية.
2. القطاعات المراد الاستثمار فيها.
3. الأرباح والخسائر.
4. المخاطر المترتبة على هذا الاستثمار.

ولا بد بدايةً من التفريق بين الصناديق المتوسطة والصغيرة حيث نعتبر أن الصناديق المتوسطة هي التي تتلقى الأموال بشكل عام، أما الصناديق الصغيرة فهي تقتصر على دوائر خاصة أو أشخاص معينين ولا تطرح للجمهور بشكل عام، مثل اتحادات الملاك أو صناديق الاستثمار العقاري الصغيرة.

كذلك لا بد من التنويه أن هذا الطرح لا يتعارض مع القوانين المنظمة للشركات المساهمة وشركات التوصية بالسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة، ولا يجوز في هذا النموذج لأي

أفراد أو جهات تلقي الأموال من الغير إلا بعد إثبات أن لديهم خبرة في هذا المجال لمدة ثلاث سنوات على الأقل وحققوا أرباح منتظمة خلال هذه الفترة.

وتنطلق أهمية نشرة الاصدار الخاص التي يجب إصدارها من قبل الصندوق كونها تشكل العقد الملزم بين الصندوق والمساهمين فيه، لأن إصدار النشرة يمثل الإيجاب من قبل الصندوق وتوقيع المساهمين يمثل القبول بشروط الصندوق .

ونقدم من خلال كل ما سبق النموذج التالي:

5.3.1 تعريف الصندوق وشكله:

تتضمن اسم الصندوق بالتفصيل ونوعه، كذلك مقر الصندوق، وتواريخ عمل مزاوله النشاط الاستثماري، ومدة الصندوق، والسنة المالية، وعملة الصندوق، كذلك تتضمن أسماء المستشار القانوني، وأرقام التراخيص، ومصادر أموال الصندوق، وحجمه، والحد الأدنى لرأس المال المطلوب الاستثمار فيه.

5.3.2 مصادر أموال الصندوق:

5.3.2.1 رأس مال الصندوق:

يذكر فيه رأس مال الصندوق، وحجم الأموال المستهدفة، وعدد الوثائق المطروحة للاكتتاب، والحد الأدنى لرأس مال الصندوق.

ونقترح أن لا يقل رأس المال المصدر عن مائة ألف دولار ولا يزيد عن خمسة ملايين دولار للصناديق الصغيرة.

وأن لا يقل عن ثلاثمائة ألف دولار ولا يزيد عن عشرين مليوناً للصناديق المتوسطة.

وقد تم تحديد هذه الأرقام بناء على واقع المشروعات التشاركية، ونادراً ما نجد أي مشروع تشاركي يتحمل هذه الأعباء الرقابية أقل من الحد المذكور.

5.3.2.2 الحصص العينية:

وفي حال وجود حصص عينية مادية أو معنوية في رأس مال الشركة عند تأسيسها يجب التحقق من جهة محايدة من جهات التقييم المعتمدة، والتأكد أن هذه الحصص قدرت تقديراً صحيحاً، ولذوي الشأن التأكد من ذلك والتظلم عليه لدى الجهات المختصة.

5.3.2.3 أنواع مصادر الأموال:

تقسم مصادر أموال الصندوق بشكل عام إلى قسمين رئيسيين:

أ- مصادر داخلية:

وهي المبالغ المدفوعة من قبل المؤسسين للصندوق، ويجب ألا تقل نسبة أموال المؤسسين عن 25% من قيمة الصندوق، وتتمثل على شكل وثائق مالية، ولا يجوز تداول هذه الوثائق إلا بعد مرور ثلاث سنوات من بداية تأسيس الصندوق أو انقضاء مدة المشروع أيهما أقرب.

ب- مصادر خارجية:

وتتمثل في قيمة الوثائق التي يصدرها الصندوق للاكتتاب ويمكن تداولها، على أن توضع في نشرة الإصدار الصندوق إجراءات إصدار هذه الوثائق.

حيث يصدر الصندوق وثائق مالية مقابل الأموال التي يتلقاها، ويجب أن تصدر هذه الوثائق بقيمة اسمية واحدة، ويمكن إصدارها بعدة فئات متدرجة لسهولة التداول، حيث تمثل كل وثيقة حصة من صافي أصول الصندوق يترتب على مالكيها جميع الحقوق المقررة شرعاً للمالك بملكه من بيع وشراء وغيرها.

وكذلك لهم حقوق في الأرباح والخسائر والاحتياطات والتنازل عن هذه الوثائق، وحق الشفعة واقتسام موجودات الصندوق عند التصفية.

ويتم تسديد قيمة هذه الوثائق لأمين الحفظ - الذي يكون أحد البنوك المعتمدة - عند الاكتتاب، إما بشكل كامل أو على دفعات وفقاً لاحتياجات الصندوق، ولا يجوز لإدارة الصندوق التصرف فيها بغير الغرض المخصص لها.

إن مسؤولية المساهمين محددة بقدر قيمة الوثائق التي يمتلكونها، أي أن كل مالك وثيقة مسؤول بقدر قيمة وثائقه، وكون المساهمين مشاركين في موجودات الصندوق فلهم الحق في الرقابة وغيرها من الحقوق.

5.3.3 مدة النموذج المقترح:

يتضمن هذا البند مدة الصندوق الاستثماري وفقاً لنوعية المشاريع التي سيقوم بها الصندوق، وقد تكون مدة الصندوق من سنة ولغاية سبع سنوات للاستثمارات متوسطة الأجل، وأكبر من سبع سنوات للاستثمارات طويلة الأجل.

ينقضي الصندوق عند إنتهاء مدته ما لم يتم تجديده، أو عند تحقيق الغرض الذي تأسس الصندوق من أجله، أو عندما تواجهه ظروف تمنع استمرار عمله، ولا يصفى الصندوق أو يمدد إلا بموافقة الجمعية العمومية، ويتم توزيع ناتج التصفية لأصول الصندوق على المستثمرين كل بمقدار نسبته، ويخضع الصندوق لأحكام التصفية الواردة في اللوائح والقوانين الموضوعة.

5.3.4 هدف الصندوق الاستثماري العقاري والسياسة الاستثمارية

للصندوق:

يورد الغرض من الصندوق، وأهدافه العامة والتفصيلية، على أن يلتزم الصندوق بالضوابط والأدوات الاستثمارية المحددة من الرقابة الشرعية التي تعد جزءاً لا يتجزأ من السياسة الاستثمارية، وتوضع الأهداف الاستثمارية بناء على نوع الصندوق، مع الأخذ بالاعتبار الضوابط الشرعية والقانونية والنسب الاستثمارية لأي عمل يقوم به الصندوق على ألا تخرج عن اللائحة الداخلية ونشرة الإصدار الخاصة بالصندوق.

بالنسبة للصناديق العقارية:

يجب أن يوضح فيها تفاصيل الأصول العقارية أن كانت محل نزاع أو رهن أو قضاء، وتقييم هذه الأصول من مكتب معتمد للتقييم، والإمكانية القانونية للترخيص والبناء، ويتضمن هذا البند كذلك الضوابط الاستثمارية والحد الأقصى للأموال التي يتم جمعها من المساهمين بما يتوافق مع البنود الواردة في اللائحة الداخلية.

كذلك يجب بيان نسبة الأصول العقارية لإجمالي أصول الصندوق، ونسبة الأصول المنتجة للعوائد لإجمالي أصول الصندوق، كذلك التوزيع الجغرافي للأصول المستهدفة وطبيعة الإيرادات المستهدفة تحقيقها من العوائد الناتجة عن كل استثمار ونسبتها إلى إجمالي إيرادات الصندوق.

5.3.5 **صلاحيات الاقتراض للصندوق المقترح:**

يتضمن البند حالة لجوء الصندوق للاقتراض وضوابط الاقتراض، حيث إنه يجوز لمدير الصندوق الحصول على تمويل متوافق مع معايير الهيئة الشرعية، وذلك بعد موافقة مجلس إدارة الصندوق، ويجب ألا تزيد نسبة التمويل التي يحددها الصندوق المتحصل عليها عن 50% من قيمة أصول الصندوق.

5.3.6 **أصول الصندوق وإمساك السجلات:**

يحدد في هذا البند آلية إمساك السجلات الخاصة بالصندوق وأصوله، كذلك تبين أصول الصندوق، وحقوق المساهمين وحدود تدخلهم في أصول الصندوق، حيث لا يجوز لحملة الوثائق أو ورثتهم أو دائنيهم طلب تخصيص أو تجنيد أو فرز أو السيطرة على أي من أصول الصندوق بأي صورة، أو الحصول على حق اختصاص عليها، ويقتصر حقهم على استرداد هذه الوثائق طبقاً لشروط الاسترداد الواردة بالنشرة.

كما يبين آلية حفظ جميع المستندات والوثائق المتعلقة بأصول الصندوق العقاري منها على سبيل المثال:

- أ- عقود ملكية العقارات والاراضي.
- ب- العقود المتعلقة بإدارة الصندوق.
- ج- التراخيص والتصاريح الادارية اللازمة لإقامة وتشغيل المشروعات العقارية التي ينفذها الصندوق.
- د- عقود القروض أو الرهون أو الضمانات المرتبطة بأصول الصندوق وجميع العقود المتعلقة بنشاط الصندوق.
- هـ- قرارات الاستثمار لدى مدير الصندوق.
- و- متابعة تقارير التقييم العقاري.

5.3.7 سياسة التخارج:

نظراً لعدم إدراج هذا النوع من الصناديق في بورصة الأوراق المالية، فإن أحد العوائق الرئيسية في هذا الاستثمار هو إيجاد طريقة منضبطة وآمنة وسهلة للخروج من الصندوق وقت الحاجة ويمكن أن يتم ذلك عن طريقين:

5.3.7.1 التنضيق الحكمي:

يعرف التنضيق الحكمي بأنه "تقويم الموجودات من عروض، وديون، بقيمتها النقدية، كما لو تم فعلاً بيع العروض وتحصيل الديون"⁽²⁸⁷⁾ تقييم الموجودات من يكون التخارج غالباً بالتنضيق الحكمي، لكن حملة الوثائق الذين يملكون أكثر من 5% من الصندوق، حيث يتم إجراء تصفية محاسبية لكل المشاريع التي تستثمر الأموال فيها لمعرفة رأس المال والأرباح محاسبياً، ويمكن أن يقوم الصندوق بالتنضيق الحكمي على فترات دورية قد تكون متقاربة أو متباعدة حسب الظروف، يقوم بعدها برد أموال من رغب في سحب أمواله من المودعين، ويقوم بتوزيع الربح على عملائه، كما يقبل عندئذ أموال المودعين الجدد، فيبدؤون دورة جديدة مع من استمر من المودعين القدامى، وتتحقق القسمة لأن الصندوق - وهو

(287) المجمع الفقهي الإسلامي (رابطة العالم الإسلامي)، رقم القرار 4 رقم الدورة 16 بشأن التنضيق الحكمي، مكة المكرمة، 2002

المضارب - يقوم بحسم نصيبه من الربح بناء على التنضيز الحكمي، وتعتبر نتائج عملية التنضيز الحكمي نهائية.

وفي حالة الصندوق العقاري الإسلامي يقوم مدير الصندوق بتثمين كل عقار مملوك للصندوق بشكل دوري واقتراح استراتيجيات معينة بشأنه، بما في ذلك قرارات بيع العقار بعد موافقة مجلس إدارة الصندوق إذا تبين أن تلك القرارات تصب في مصلحة الصندوق ومالكي الوحدات.

5.3.7.2 تداول الوثائق:

يحق لمالك الوثيقة تداولها بالقيمة التقديرية للوثيقة ويحق لمالك الوثيقة بيعها أو رهنها أو التصرف بها للغير بشرط أن تقيد جميع هذه التصرفات عند أمين الحفظ للصندوق.

5.3.8 المخاطر:

يجب أن تكون إدارة الصندوق ملمة بإدارة المخاطر في الصناديق المتوسطة والصغيرة لتقليل الهيكلية الإدارية وتنقسم المخاطر إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، وبالنسبة للصناديق العقارية الصغيرة والمتوسطة يمكن تقسيم المخاطر إلى مخاطر مرتبطة بالصندوق ومخاطر متعلقة بأصول الصندوق العقاري نفسه.

وتورد جميع المخاطر المتوقعة بكل تفاصيلها لكي يكون المستثمر على علم بها وواردة بوضوح في نشرة الإصدار، وكمثال على المخاطر التي يجب تضمينها في نشرة صندوق استثمار عقاري:

5.3.8.1 المخاطر المرتبطة بالصندوق:

- أ- مخاطر سيولة الوحدات والتغيرات في الأسعار.
- ب- سيولة الأصول الأساسية وتخفيض القيمة.
- ج- مخاطر عدم وجود ضمان بتحقيق عوائد على الاستثمار.
- د- تغير ظروف السوق.

- هـ - مخاطر تضارب المصالح.
- و - مخاطر التقلبات السياسية والمخاطر الاقتصادية.
- ز - مخاطر سعر صرف العملة.

5.3.8.2 المخاطر المتعلقة بأصول الصندوق (الصناديق العقارية بشكل خاص):

- أ - مخاطر التطوير العقاري، بما فيها التأخير في الإنتهاء من الأعمال في الوقت المناسب وتجاوز التكاليف المحددة، وعدم القدرة على تحقيق عقود إيجار بالمستويات المستهدفة.
- ب - القوة القاهرة الناتجة عن عوامل خارج سيطرة الصندوق، والمتعلقة بشكل خاص بقطاع المقاولات.
- ج - مخاطر التمويل.
- د - مخاطر تامين العقارات.
- هـ - مخاطر نزاع الملكية.
- و - انخفاض قيمة أصول الصندوق.
- ز - المخاطر القانونية والتنظيمية والضريبية والموافقات الحكومية والبلدية.

5.3.9 إدارة الصندوق:

يمكن أن تكون ادارة الصندوق باحد طريقتين إما من خلال مجلس إدارة يقوم بدور مدير الاستثمار بشكل مباشر، أو من خلال مجلس إدارة يشرف على مدير الاستثمار. ويحدد نوع الإدارة تبعاً لظروف الصندوق، وأعضاء مجلس إدارة الصندوق، وحجم الصندوق.

5.3.9.1 مجلس إدارة الصندوق:

في هذه الحالة يكون مجلس الإدارة هو جهة الإدارة والاعتماد معاً تحت إشراف الجهات الرقابية المعتمدة لدى الصناديق (المالية والشرعية) ومن اختصاصات مجلس الإدارة في الصندوق العقاري على سبيل المثال:

- أ- تحقيق الاهداف الاستثمارية للصندوق الواردة في هذه النشرة.
- ب- الالتزام بكافة الضوابط والمعايير الشرعية التي تصدر عن الرقابة الشرعية التي تعد جزءاً لا يتجزأ من السياسة الاستثمارية للصندوق.
- ج- عدم القيام بأي عمليات إقراض أو تمويل نقدي.
- د- عدم استعمال أصول الصندوق في أي إجراء أو تصرف يؤدي إلى الإضرار به.
- هـ- إعداد التقارير الدورية لحملة الوثائق يتضمن صافي قيمة أصول الصندوق، وعدد الوثائق وصافي قيمتها السوقية.
- و- إعداد الدراسات الفنية والمالية والقانونية للمشروع والتدفقات النقدية والعوائد وطريقة توزيعها.
- ز- إعداد نشرة الاصدار وأي تعديلات قد تطرأ عليها.
- ح- تعيين مراقب لحسابات الشركة والمستشار القانوني بعد اعتماد الجمعية العمومية.
- ط- تحديد شركات الخدمات المرتبطة بالصندوق والموافقة على جميع العقود مع الأطراف ذوي العلاقة مثل شركات التطوير العقاري، وشركات إدارة العقارات وشركات التسويق العقاري، وشركات التأمين على الأصول العقارية المملوكة للصندوق وغيرها، والتأكد من تنفيذ المهام الموكلة إلى هذه الشركات ووضع الإجراءات الواجب إتباعها عند فسخ العقود مع هذه الأطراف مع اعتماد ذلك من الجهات الرقابية.
- ي- تطبيق السياسات التي تكفل تجنب تعارض المصالح بين الأطراف ذوي العلاقة والصندوق والالتزام بالملاحظات التي تصدر عن المراقب المالي والشرعي.
- ك- تهيئة الكفاءات المطلوبة لتنفيذ مشاريع الصندوق والعمل على الحد من مخاطر زيادة تركزها.
- ل- تقييم الأصول العقارية عن طريق مكاتب التقييم العقاري مع الحرص على استقلالية خبراء التقييم عن جميع أطراف الصندوق، وإلزام مكتب التقييم بالضوابط التي أصدرها مجلس إدارة شركة الصندوق. ولا يجوز اعتماد أي تقرير تقييم مضى على إعداده أكثر من مدة يحددها مجلس إدارة خاصة عند شراء أو بيع هذه الأصول العقارية.

5.3.9.2 مجلس إدارة يشرف على مدير الاستثمار

في هذه الحالة تتوزع المهام السابقة بين مجلس الإدارة ومدير الاستثمار.

أولاً : مهام مجلس الإدارة.

- أ- تعيين مدير الاستثمار والإشراف عليه، ومراقبة أدائه في تنفيذ المهام الموكلة إليه، والتأكد من التزامه بالإفصاح عن المعلومات الخاصة بالصندوق للمساهمين فيه، كذلك الموافقة على التقارير المالية التي يعدها مدير الاستثمار، وعرضها على الجمعية العمومية، وأيضاً عزل مدير الاستثمار في حال إخلاله بالتزاماته وعدم تحقيق الأهداف المتفق عليها.
- ب- يجب على مجلس إدارة الصندوق التأكد من أي صفقة يجريها مدير الاستثمار وتتعلق بأموال وموجودات الصندوق يتم تنفيذها بما يحقق مصلحة الصندوق.
- ج- اعتماد شركات الخدمات المرتبطة بالصندوق وكذلك اعتماد جميع العقود مع الأطراف ذوي العلاقة مثل شركات التطوير العقاري وغيرها.
- د- تعيين مراقب لحسابات للشركة وكذلك المستشار القانوني، ومتابعة أعمال عمليات الاقتراض المحتملة.
- هـ- التحقق من تطبيق السياسات التي تكفل تجنب تعارض المصالح بين الأطراف ذوي العلاقة والصندوق.
- و- الموافقة على نشرة الاكتتاب وأي تعديلات قد تطرأ عليها وفقاً للوائح التنفيذية والقوانين والقرارات الصادرة في بلد عمل الصندوق.

ثانياً : مدير الاستثمار.

يشترط على مدير الاستثمار أن يكون قد مارس نفس النشاط الذي يتم طرح الاستثمار فيه مدة لا تقل عن ثلاث سنوات متتالية حقق فيه أرباحاً متتالية طبقاً للقوائم المالية المعتمدة، ومن أهم مهام مدير الاستثمار في الصندوق العقاري على سبيل المثال:

- أ- إعداد نشرة الاكتتاب الخاص وتقديمه إلى مجلس الإدارة لاعتماده.
- ب- إعداد دراسات الجدوى الاقتصادية للمشاريع المراد الاستثمار فيها متضمنة جميع الجوانب الفنية والمالية والقانونية للمشروع والتدفقات النقدية والعوائد وطريقة توزيعها.
- ج- تهيئة الكفاءات المطلوبة لتنفيذ مشاريع الصندوق والعمل على الحد من مخاطر زيادة التكاليف وتقليل المدد المقررة لتنفيذ المشاريع.
- د- تقييم الأصول العقارية عن طريق مكاتب التقييم العقاري مع الحرص على استقلالية خبراء التقييم عن جميع اطراف الصندوق.
- هـ- توقيع عقود الخدمات مع الشركات المرتبطة بالصندوق.
- يجب ربط أتعاب مدير الاستثمار بما يحققه من أرباح على أن تكون نسبة تصاعديّة، وليس نسبة ثابتة من إجمالي الاستثمار بشقيها أتعاب الإدارة وأتعاب حسن الأداء.
- وعلى مدير الاستثمار بذل جهد عناية الرجل الحريص في إدارته لاستثمارات الصندوق وأن يعمل على حماية مصالح الصندوق والمساهمين في كل تصرف أو إجراء.
- ويحظر على مدير الاستثمار التالي:

- أ- استثمار أموال الصندوق في وثائق صندوق آخر يقوم هو بنفسه على إدارته.
- ب- نشر بيانات أو معلومات غير صحيحة أو غير كاملة أو حجب معلومات أو بيانات هامة.
- ج- أن تكون له مصلحة من أية نوع في الشركات التي يتعامل معها بدون الإفصاح عنها.
- د- أن يحصل على تمويل من الغير بدون الرجوع للجمعية العمومية أو أن يحصل على مكاسب أو ميزات من العمليات التي يجريها، أو إجراء عمليات بهدف زيادة المصروفات أو الأتعاب.

5.3.9.3 الجمعية العمومية:

يكون للصندوق جمعية عمومية تمثل حملة الوثائق، غرضها حماية المصالح المشتركة لأعضاء الصندوق تتكون من حملة الوثائق، وتعدّد الجمعية اجتماعات دورية، وفي حال عدم اكتمال النصاب يتم الاجتماع في الأسبوع التالي بمن حضر، وتختص الجمعية العمومية بالمهام التالية:

- أ- وضع وتبديل السياسات الاستثمارية للصندوق.
- ب- تعديل حدود حق الصندوق في الاقتراض.
- ت- الموافقة على تغيير مدير الصندوق.
- ث- التصديق على القوائم المالية.
- ج- التصديق على تقرير مراقب حسابات الصندوق.
- ح- قواعد توزيع أرباح الصندوق وإجراء أي زيادة في أتعاب الإدارة ومقابل الخدمات والعمولات وأي زيادة في الأعباء المالية التي يتحملها المساهمون.
- خ- تشكيل مجلس إدارة الصندوق وكيفية إدارتها.
- د- التصديق على تصفية أو تمديد مدة أجل الصندوق قبل إنتهاء مدته.
- ذ- يجب أن يتم التصويت من قبل الجمعية العمومية على ممثل حملة الوثائق في مجلس الإدارة.

5.3.10 الرقابة:

تعتبر الرقابة على الصناديق الاستثمارية والصلاحيات التي تعطى لها الركن الرئيسي في تكوين الصناديق الاستثمارية الإسلامية وهي ما يميزها عن غيرها.

ومن أهم أنواع الرقابة الشرعية والرقابة المالية ويكون حجم الرقابة يتناسب مع حجم الصندوق.

5.3.10.1 نظام الرقابة الشرعية

وتختص الرقابة الشرعية بالتأكد من التزام أعمال الصندوق بالشرعية بما في ذلك الأعمال المتعلقة بمتابعة الحسابات والمخاطر ونقترح أن تكون الرقابة الشرعية عبارة عن نظام مراقبة يشرف عليه مراقب شرعي من الأشخاص المسجلين بسجلات الهيئة العامة للرقابة الشرعية المالية، ويختص المراقب الشرعي بالمهام التالية:

- أ- وضع المعايير العامة ومدى مطابقة العقود والاتفاقات المبرمة مع الجهات الأخرى للشرعية الإسلامية.
- ب- إبداء الرأي في أدوات التمويل وكل ما يتعلق بالإجراءات التفصيلية التي قد يلجأ لها مدير الاستثمار طبقاً لحالات وضوابط الاقتراض المنصوص عليها في القوانين .
- ت- التدقيق المستمر لاستثمارات الصندوق عن طريق التقارير المقدمة من مدير الاستثمار ، وكذلك قبل الدخول في مشروع استثماري جديد، أو في حالة حدوث تغيير جوهري في أنشطة الشركات المستثمر فيها.
- ث- إعداد تقرير دوري بمدى توافق أعمال الصندوق مع الضوابط المحددة من قبل المراقب الشرعي، ومعالجة الحالات التي فيها شبهات أو ملاحظات شرعية - ما لم تحدث أحداث جوهريّة تتطلب الإفصاح الفوري- ، ويتم إرسال ملخص لهذه التقارير إلى المساهمين.

5.3.10.2 الرقابة المالية

وتختص الرقابة المالية بالمراقبة على الصندوق في النواحي المالية والحسابية والتمويلية وإصدار تقارير دورية (سنوية، نصف سنوية، ربع سنوية) حسب ما يذكر في نشرة إصدار الصندوق ومراجعة القوائم المالية في نهاية كل سنة مالية وإجراء فحص دوري كل ثلاثة أشهر للقوائم المالية للصندوق.

ويجب أن يكون مراقب المالي مرخص له بمزاولة مهنة المحاسبة والمراجعة من الجهات المختصة، ويجب تمكينه من الاطلاع على جميع الحسابات ومتعلقات الصندوق ومراجعتها وإبداء الرأي فيها والالتزام بذلك.

5.3.11 الإفصاح:

يلتزم أطراف الصندوق بالإفصاح الدوري عن كافة الأمور المتعلقة بالصندوق واستثماراته، ويجب أن تكون متاحة للجميع، وهي كالتالي:

أ- يلتزم مدير الاستثمار أو مجلس الإدارة بالإفصاح الفوري عن الأحداث الجوهرية التي تطرأ أثناء مباشرة الصندوق لنشاطه لكل من الهيئة وحملة الوثائق، وكذلك البورصة في حالة قيد وثائق الصندوق فيها.

ب- إفصاح لجنة الرقابة الشرعية، حيث يتم الإفصاح الفوري عن الأحداث الجوهرية المتعلقة بمدى توافق استثمارات الصندوق مع الشريعة الإسلامية، والمعالجة المطلوبة في الحالات التي تتطلب ذلك لكل من مجلس إدارة الصندوق ومدير الصندوق والمساهمين، وكذلك إعداد تقرير سنوي عن مدى توافق استثمارات الصندوق مع الشريعة الإسلامية، على أن يرسل إلى جميع المساهمين ملخص بهذا التقرير.

ت- في حالة اتخاذ الصندوق قراراً في الاستثمار، يجب أن يكون هناك إفصاح كافٍ عن المعلومات المالية للصندوق للإدارات المختصة لتمكين المستثمرين من معرفة مسائل مثل ما هي موجودات الصندوق التي يتم الاحتفاظ بها باسم مدير الاستثمار، وإلى أي مدى يتم خلط أموال الصندوق مع أموال مساهمي مدير الصندوق؟

ث- يجب التأكد من عرض المعلومات بشكل سهل بحيث تكون واضحة ومفهومة من قبل المساهمين.

5.3.12 وسائل تجنب تعارض المصالح:

يلتزم مدير الاستثمار بالإفصاح بالقوائم المالية السنوية أو حسب حجم الصندوق عن كافة التعاملات على الأدوات الاستثمارية، والأوعية الادخارية لدى أي طرف من الأطراف المرتبطة، وكذا عن كافة الأعباء المالية التي تم سدادها لأي من الأطراف ذوي العلاقة، ويعكس تقرير مجلس إدارة الصندوق السنوي المعروض على جماعة حملة الوثائق إفصاحاً كاملاً عن تلك الاستثمارات، كذلك الإفصاح المسبق لحملة الوثائق عند الدخول في أي من الاستثمارات التي كانت مملوكة لأحد الأطراف المرتبطة أو ذوي العلاقة بالصندوق.

5.3.13 الأتعاب والرسوم:

تكون الأتعاب على شكل نسبة من صافي أرباح الصندوق، وليس نسبة من إجمالي الاستثمار. وذلك بهدف تشجيع الإدارة على بذل الجهد في تنمية الأموال، وزيادة الأرباح، وليس فقط زيادة حجم الصندوق.

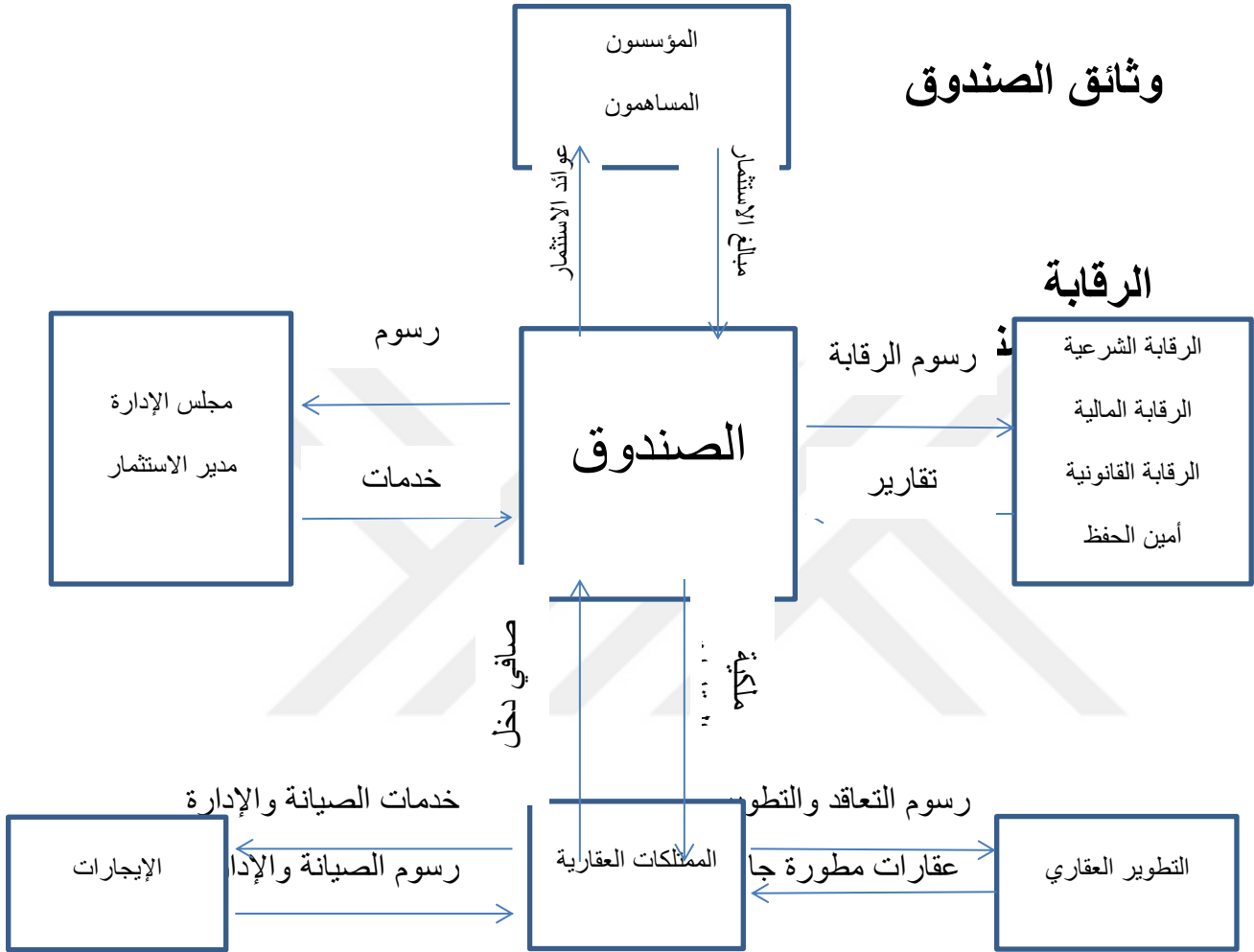
ونرى أن تكون هذه النسبة تصاعديّة بحيث تزيد نسبة الإدارة كلما زادت نسبة الأرباح، على أن تكون هذه النسبة محفزة لجهد الإدارة لبذل أقصى جهد لتحقيق أهداف الصندوق، ويذكر في نشرة الإصدار بشكل واضح وصريح جميع الرسوم والأتعاب كالتالي:

- أ- أتعاب مدير الاستثمار كما ذكرناه سابقاً.
- ب- الأتعاب المتعلقة بشركات الخدمات المختلفة بما فيها أتعاب المقيمين العقاريين والمطورين العقاريين وشركات إدارة العقارات أن وجدت.
- ج- أتعاب المكاتب القانونية والمستشارين القانونيين.
- د- أتعاب الهيئة والرقابة الشرعية.
- هـ- أتعاب مكاتب المحاسبة ومراقبي الحسابات.
- و- مصروفات الإصدار والتسويق .

5.3.14. توزيع الأرباح والخسائر:

يتم بشكل واضح تحديد قواعد توزيع الأرباح بين أصحاب الوثائق وإدارة الصندوق بحيث يتم تحديد أرباح الصندوق التي سيتم صرفها بشكل دوري، وهي لا تقل عن 50% من صافي الربح، وكذلك تحديد الأرباح المحتجزة لتنمية الصندوق وزيادة حجمه إن لزم الأمر، وذلك من خلال القوائم المالية والتي يتم إعدادها بغرض تحديد صافي الأرباح والخسائر لا قدر الله، على أن تتضمن أرباح الصندوق الصافية بعد خصم مصروفات الدعاية والإعلان والنشر وأتعاب مدير الاستثمار والشركة وأي أتعاب أخرى ومصروفات التأسيس.

الشكل 2.5: مهام ووظائف الأطراف في النموذج المقترح.



5.4 التحديات وكيفية التغلب عليها

هناك كثير من التحديات الموجودة على أرض الواقع وهي التي يمكن أن تعيق النموذج المقترح للاستثمار الصغير والمتوسط ونشير إلى أهمها:

5.4.1 عدم الوعي بأهمية وضع الضوابط والشروط التفصيلية قبل البدء في العمل.

ويمكن التغلب على ذلك بإيجاد نماذج للضوابط التفصيلية لكل نوع من أنواع العمل في الصناديق، مع الاسترشاد بهذا النموذج المرفق ونشرة الإصدار المرفقة، مع زيادة الوعي بما يترتب على عدم وضع الضوابط قبل البدء في العمل، وما يترتب على ذلك من آثار.

5.4.1 وضع ضوابط وشروط ولكنها لا تغطي كل الجوانب اللازمة.

في الغالب الذي يقوم بوضع ضوابط العمل في المشروعات الصغيرة والمتوسطة هم المستثمرون أنفسهم، وفي الغالب يكون لديهم إلمام ببعض الجوانب المتعلقة بخبراتهم السابقة. وهي لا تغطي كل الجوانب، وخاصة أن الاستثمار الجماعي يحتاج إلى ضوابط من جوانب مختلفة، لذلك يجب الاستعانة بأهل الاختصاص في وضع الضوابط والمعايير الشاملة سواء كان هناك حاجة إليها أم قد يتم الحاجة إليها في المستقبل مع تطور العمل.

5.4.2 عدم احترام الأسس والقواعد الموضوعية والمتفق عليها.

في بعض الأحيان تكون هناك أسس وقواعد مكتوبة وواضحة، لكن مع الوقت يتم تجاهل هذه القواعد تدريجياً حتى يكون هناك ثقافة للعمل مختلفة عما تم الاتفاق عليه مما يؤدي إلى شروخ في العلاقات، والاحساس بالظلم، وكذلك الخلل في العمل بتجاوز أهل الاختصاص.

5.4.3 توثيق العقود وعدم اشتغالها على البنود الأساسية.

في أحيان كثيرة يبدأ العمل بدون عقود مكتوبة توضح العلاقة بين الأطراف. وفي أحيان أخرى يتم كتابة العقود بشكل مختصر، حيث يقوم كل طرف بتفسيرها بطريقته، وللتغلب على ذلك يجب كتابة العقود من قبل مختصين، وكذلك يتم إدراج كل البنود والحقوق والصلاحيات والاختصاصات وكيفية التصفية وآلية حل النزاعات.

5.4.4 تغليب العاطفة والعلاقات الشخصية.

إن وجود علاقات شخصية ومعرفة سابقة بين أطراف العمل يكون عاملاً إيجابياً في نجاح العمل، ولكن نظراً لأن الاندفاع إلى الاستثمار يكون مبنياً على العواطف والانفعالات بدون معايير واضحة، ودراسات جدوى متخصصة، وفريق عمل كفء للقيام بالاستثمار، يؤدي في النهاية إلى عدم تحقيق الأهداف الموضوعية. والحل أن يكون اختيار فريق العمل الذي يقوم بالاستثمار مبني على الكفاءة والتخصص، ووضوح الأدوار، والاختصاصات، وليس على العاطفة والعلاقات الشخصية.

5.4.5 عدم القيام بالدراسات اللازمة قبل بدء العمل.

تغلب الارتجالية في هذا النوع من الاستثمارات وكذلك عدم دراسة المخاطر المصاحبة لبرامج الاستثمار الجماعي ومن أهمها:

أ- دراسة جدوى مالية للمشروع المزمع الاستثمار فيه توضح الإيرادات والمصروفات والاحتياجات المالية وتوقيتاتها والأرباح المتوقعة، على أن تكون هذه الدراسة تم مراجعتها من أكثر من مصدر، لأن هذه الدراسات أحياناً كثيرة تكون متفائلة أكثر من اللازم، ويتم إعدادها من قبل غير المختصين فيجب أن تراجع من طرف محايد.

ب- دراسة مخاطر التضخم وفروق العملة في حالة الاستثمار بعملات مختلفة، وكذلك معرفة المخاطر السياسية.

ج- عمل دراسة للسوق، ومعرفة حجم العرض والطلب في ذلك السوق، والميزة التنافسية التي يمكن بها اختراق السوق، ووجود فريق تسويق محترف للمساعدة في تسويق المنتج.

د- دراسة المخاطر القانونية من محامي متخصص، ومراجعة سندات الملكية، وشروط التراخيص وكل ما يتعلق بهذا الشأن.

5.4.6 عدم إدراك الفارق بين إدارة المؤسسات الصغيرة والكبيرة.

لكل فرع من المؤسسات الحجم الإداري المناسب، وطرق أساليب الإدارة المناسبة. فما يصلح للمؤسسات الكبيرة لا يصلح بالضرورة للمؤسسات الصغيرة، لأن كل حجم من العمل التخصصات، فمثلاً الموظف المتميز في فرع دقيق من تخصصه يصلح للمؤسسات الكبيرة، ولا يصلح للمؤسسات الصغيرة. والموظف الذي يجيد عدة مهارات يصلح للمؤسسات الصغيرة لأنها تحتاج إلى هيكل صغير، لذا فإن تطبيق المعايير يختلف حسب المؤسسة وهو ما يتطلب الاستعانة بأهل الاختصاص.

5.4.7 صاحب المال هو الذي يديره.

من أخطر الأمور في هذا الشأن الاعتقاد السائد بأنه ما حك جلدك مثل ظفرك. وأنه لكي تنتج في العمل لابد أن تقوم بكل شيء بنفسك، وأن يكون صاحب المال هو المرجعية في كل القرارات، مع أنه ليس متخصص في جميع فروع العمل. وبالتالي يأخذ قرارات في غير اختصاصه تضر أكثر مما تنفع في أحيان كثيرة، وللتغلب على ذلك يجب الاستعانة بأهل الاختصاص وإعطائهم الصلاحيات الكافية، ولكن بأهداف محددة وآلية واضحة للمتابعة الدورية، وإشراف المفوض من أصحاب رؤوس الأموال على هذه المتابعة، وعلى تحقق

الأهداف المرحلية والكلية، وفي حالة الإخفاق يتم استبدال المقصر بمن هو أكفء منه. وذلك يحتاج إلى صبر ووقت لكي يؤدي ثماره على المدى الطويل.

5.4.8 تعارض المصالح.

من الأمور الهامة التي تؤدي فشل العمل، هو وجود تعارض واضح للمصالح واستغلال برامج الاستثمار الجماعي لأهداف خاصة. وهي تضر أحياناً بالعمل لصالح أشخاص معينين وأحياناً يتم المجاملة في هذا الشأن مما يؤدي إلى تفاقم الامر مع الوقت.

والحل يتمثل في تحديد واضح للصلاحيات والاختصاصات، والإشارة صراحة أن أي شيء يتعلق بالعمل يكون لمتخذ القرار فيه مصلحة ظاهرة أو خفية لا بد من الإفصاح عن ذلك، وتنحي صاحب المصلحة تماماً عن المشاركة في القرار، سواء أكان ذلك في رسو العمل على شركة له علاقة بها، أو توظيف أفراد تربطه بهم علاقة بصورة أو بأخرى، ويتم النص صراحة على أن إخفاء أي من هذه الأمور وما شابهها يترتب عليه تحمل متخذ القرار المسؤولية عما تم، مع إحالة الأمر إلى لجنة لا يكون لصاحب المصلحة علاقة أو تأثير عليها.

5.4.9 النزعة الفردية وتضخيم الذات.

من المعروف أنه لكي ينجح أي برنامج استثمار جماعي فلا بد من التضحيات من جميع الأطراف، وتقديم بعض التنازلات مع وضوح في الاختصاصات والصلاحيات والحقوق، وعدم نسبة أي عمل يتم داخل برنامج الاستثمار الجماعي إلى أي فرد فيه أي كان دوره مع تحديد حقوق كل من يقوم بالعمل بشكل واضح قبل قيامه بالعمل.

5.4.10 إدارة العمل .

من أكثر الأسباب التي تؤدي إلى فشل أي عمل هو إدارته من غير أهل الاختصاص، أو يتم اختيار فريق العمل لأسباب غير موضوعية، وكذلك الهيكل الذي يدير العمل لا بد أن

يتناسب مع حجم ذلك العمل، حتى لا يكون عبء عليه، أو غير كافٍ له لأن الهيكل خادم للمهمة، فإذا كان هيكل العمل أكبر من حاجة العمل يؤدي إلى القصور والخلل، وإذا كان هيكل العمل أكبر من حاجة العمل يؤدي إلى الخلافات وتنازع الصلاحيات وفي النهاية فشل العمل، وبالتالي لابد من استشارة أهل الاختصاص في الفريق الذي يدير العمل ومدى تناسبه مع العمل الذي يديره، ويكون الاختيار مبني على أسس موضوعية، ومن الأفضل الاختيار لأي وظيفة من ثلاثة أفراد على الأقل.



الفصل السادس : النتائج والتوصيات

6.1 النتائج

تتلخص أهم النتائج التي تم التوصل إليها فيما يلي:

- أ- إن الاستثمار في الصناديق العقارية الاستثمارية الإسلامية خاصةً، والصناديق الاستثمارية خاصةً يعد طريقة جيدة لتحقيق أرباح وعوائد مجزية لصغار المستثمرين وبعيدة عن الشبهات والمحرمات ووفق أحكام الشريعة الإسلامية.
- ب- إن الصناديق العقارية الاستثمارية تحقق الكثير من الفوائد على مستوى المساهمين وعلى مستوى المجتمع حيث تقوم هذه الصناديق بتنمية الأموال عن طريق الاستثمار في مشاريع حقيقية تؤدي إلى رفع مستوى الاقتصاد الكلي.
- ج- إن الأتعاب في صناديق الاستثمار العقارية عندما تكون نسبة من موجودات الصندوق لا يؤدي إلى تحفيز الإدارة وبذلها جهداً أكبر لإنجاح الصندوق.
- د- هناك حجم لا يستهان به من الاستثمار الجماعي صغير ومتوسط الحجم والذي أعدت الصناديق الاستثمارية من أجله يقوم به في الغالب غير المؤهلين، ولا توجد له ضوابط ومعايير، ولا يحقق في الغالب الأهداف الموضوعة له.
- هـ- تم إنشاء الصناديق الاستثمارية من أجل صغار المستثمرين والاستفادة من مدخراتهم في المشاريع الكبرى، وهذا ما لم يتم بالصورة المرضية وأصبحت أغلب مساهمات الصناديق الاستثمارية من المساهمين المؤهلين الكبار.
- و- هناك الكثير من ضوابط الاستثمار الجماعي الأساسية ما زالت غائبة عن كثير من المؤسسات التي تعمل في مجال الاستثمارات الصغيرة والمتوسطة.
- ز- حجم صناديق الاستثمار في البلاد الإسلامية ما زال صغيراً مقارنةً بالحجم العالمي لهذه الصناديق، وكذلك قدرتها على المنافسة وتحقيق الأرباح.
- ح- لوحظ انخفاض الغالبية العظمى من وحدات الصناديق محل الدراسة بعد فترة وجيزة من تداول وحداتها مما يضع علامة استفهام على التقييم الأولي لها.

ط- يلاحظ أن حجم الصناديق الاستثمارية صغير جداً مقارنة بحجمها العالمي ويشكل أقل من 1%.

ي- صعوبة تأسيس صناديق الاستثمار عامةً واحتياجها إلى إجراءات متعددة ورؤوس أموال ضخمة لا تتوافر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ك- 63% من نسبة الصناديق العقارية المتداولة في المملكة العربية السعودية تراجمت قيمته السوقية في العامين 2018-2019 مما يؤكد أن هناك خلل في التقييم الأولي لوحدة الصندوق وكذلك في إدارتها.

ل- الصناديق العقارية الإسلامية حديثة النشأة في العالم الإسلامي مقارنة بنظيرتها في العالم، ولم تبدأ بعد في بعض البلدان وخاصة في مصر.

م- حجم الصناديق العقارية الإسلامية في تركيا صغير جداً مقارنة بحجم الاستثمار العقاري في العالم.

6.2 التوصيات

أولاً: بالنسبة للصناديق الاستثمارية العقارية بصورتها الحالية سواء متداولة أو غيرها فإننا نقترح:

أ- أن تكون الأتعاب نسبة من الأرباح ولا تكون نسبة من إجمالي الاستثمار، وذلك لتحفيز الإدارة على تعظيم الأرباح، وخلق قيمة مضافة وليس فقط التركيز على حجم الاستثمار في الصندوق فقط.

ب- يجب على هيئات سوق المال والإدارات المعنية تبسيط الإجراءات وتوحيد الجهات الرقابية وعدم تعارضها لتسهيل عمل الصناديق وزيادة الإقبال عليها.

ج- يجب على هيئات سوق المال والجهات الإدارية المسؤولة عن الصناديق التقييم الدقيق لوحدة الصندوق قبل طرحها للجمهور للمحافظة على أموال المساهمين.

د- يجب على الجهات الإعلامية المسؤولة عن التسويق للصناديق العقارية الإسلامية عمل برامج لزيادة الوعي المجتمعي بأهمية الصناديق الاستثمارية ودورها في خدمة المجتمع، وأنها أداة فعالة في تمويل المشروعات خاصة المشروعات الكبيرة، مما يسهم في التنمية الشاملة.

هـ- على الجهات الإدارية المعنية تقليل القيود المفروضة على صناديق الاستثمار خاصة العقارية منها، وإتاحة الفرص لها في الاستثمار في التطوير العقاري والأراضي البيضاء بشرط أن تحقق الأهداف المطلوبة للصندوق ومصلحة المساهمين.

و- إنشاء إدارة مستقلة لعمل تصنيف سنوي من جهات التصنيف المستقلة للصناديق الموجودة ومدى جودتها وفعاليتها والتزامها بالشرعية لتوضيح الصورة للمساهمين للمشاركة على بيئة في وحدات الصناديق، ونشر التصنيف للرأي العام بشكل واسع في الصحف والمواقع الإلكترونية.

ثانياً: أما بالنسبة للصناديق المتوسطة والصغيرة فإننا نقترح التوصية بعمل صناديق تسمى الصناديق الصغيرة والمتوسطة وعمل تعديل تشريعي في القوانين للسماح بهذا النوع من الصناديق والتي من أهم ملاحظته:

أ- بالنسبة لرأس مال الصندوق.

1. أن يكون رأس مال الصندوق أقل بكثير من الحالي ويبدأ من 100 ألف دولار للمساعدة على إنشاء الصناديق لشرائح الصغيرة والمتوسطة.

2. أن تكون أتعاب هذا النوع من الصناديق مقتصرة على نسبة من الأرباح وليس منحجم الاستثمار، ولا تزيد مصروفات التأسيس عن 1% من حجم الاستثمار.

3. أن تكون حصة المؤسسين في هذه الصناديق لا تقل عن 25% من رأس مال الصندوق لضمان الجدوية.

4. أن يكون هناك تنضيف حكومي للصناديق مرة على الأقل سنوياً للمساعدة في التقييم العادل للوحدات لمن يريد التخارج من الصندوق.

ب- عدم وضع قيود على هذه الصناديق في التمويل والاستثمار، وتبسيط إجراءات تراخيص هذا النوع من الصناديق، وإتباع سياسة الشباك الواحد لترخيصها لتسهيل الإجراءات.

ج- عمل مراكز تدريب وتأهيل للراغبين في عمل هذا النوع من الصناديق للتعريف بمزاياها وإمكانياتها ومخاطرها لاستثمار الأموال بأفضل طريقة ممكنة.

د- التسويق لهذه الصناديق بجميع الوسائل المسموعة والمقروءة لزيادة الوعي والتعريف بها ولزيادة حصتها السوقية لتستطيع منافسة الصناديق العالمية، وهي قادرة على ذلك.

فهرس المصادر والمراجع

● القرآن الكريم:

- "لَقَدْ أَرْسَلْنَا رُسُلَنَا بِالْبَيِّنَاتِ وَأَنْزَلْنَا مَعَهُمُ الْكِتَابَ وَالْمِيزَانَ لِيَقُومَ النَّاسُ بِالْقِسْطِ وَأَنْزَلْنَا الْحَدِيدَ فِيهِ بَأْسٌ شَدِيدٌ وَمَنَافِعٌ لِلنَّاسِ وَلِيَعْلَمَ اللَّهُ مَن يَنْصُرُهُ وَرُسُلَهُ بِالْغَيْبِ إِنَّ اللَّهَ قَوِيٌّ عَزِيزٌ". سورة الحديد الآية 25.
- "كَيْ لَا يَكُونَ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ" سورة الحشر الآية 7.
- " لِإِيلَافِ قُرَيْشٍ (1) إِيْلَافِهِمْ رِحْلَةَ الشِّتَاءِ وَالصَّيْفِ (2) فَلْيَعْبُدُوا رَبَّ هَذَا الْبَيْتِ (3) الَّذِي أَطْعَمَهُمْ مِنْ جُوعٍ وَآمَنَهُمْ مِنْ خَوْفٍ "سورة قريش.
- "كَانَ لَهُ ثَمَرٌ " سورة الكهف الآية 34
- ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ ﴾ سورة البقرة
الآية 282
- " قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَأْجِرْهُ ۖ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ " سورة القصص الآية 26.
- " فَإِنْ أَرْضَعْنَ لَكُمْ فَآتُوهُنَّ أُجُورَهُنَّ " سورة الطلاق الآية 6
- " يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُّضَاعَفَةً وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ" سورة آل عمران الآية 130.
- " وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا " سورة البقرة الآية 275.
- " خُذْ مِنْ أَمْوَالِهِمْ صَدَقَةً تُطَهِّرُهُمْ وَتُزَكِّيهِمْ بِهَا وَصَلِّ عَلَيْهِمْ ۗ إِنَّ صَلَاتَكَ سَكَنٌ لَهُمْ ۗ وَاللَّهُ سَمِيعٌ عَلِيمٌ "سورة التوبة الآية 103.
- " فهم شركاء في الثلث " سورة النساء الآية 12.

● الحديث الشريف:

- "عن ابن عباس رضي الله عنهما قال: قدم النبي صلى الله عليه وسلم المدينة وهم يسلفون في الثمار السنة والسنتين، فقال: من أسلف في تمر فليسلف في كيل معلوم، ووزن معلوم، إلى أجل معلوم"، صحيح مسلم، كتاب المساقاة، باب السلم، حديث رقم 3111.

- ما رواه أبو هريرة عن النبي صلى الله عليه وسلم قال: "قَالَ اللَّهُ: ثَلَاثَةٌ أَنَا حَصْمُهُمْ يَوْمَ الْقِيَامَةِ، رَجُلٌ أَعْطَى بِي ثُمَّ غَدَرَ، وَرَجُلٌ بَاعَ حُرًّا فَأَكَلَ ثَمَنَهُ، وَرَجُلٌ اسْتَأْجَرَ أَجِيرًا فَاسْتَوَى مِنْهُ وَلَمْ يُعْطِهِ أَجْرَهُ" صحيح البخاري، كتاب الإجارة.

باب من منع الأجير، رقم الحديث 2150

- عن أبي هريرة رفعه إلى النبي صلى الله عليه وسلم قال: إن الله عز وجل يقول: "أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما صاحبه، فإذا خانه خرجت من بينهما" رواه أبو داود والحاكم وصحح إسناده.

● الكتب

إبراهيم، ولاء الدين محمد، التطوير العقاري دراسة مقارنة، ط1، (أبو ظبي: دائرة القضاء، 2014م).

أرساري، محمد، "صناديق الاستثمار العقارية"، مجلة مستثمر الشركات، العدد 1، 2016م.

أرشيد، محمود، الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية، ط2، (عمان: دار النفائس، 2006م).

الأزهري، تهذيب اللغة، د.ط، (بيروت: دار إحياء التراث العربي، 1967م).

الإمام الشافعي، الأم، ت. رفعت فوزي عبد المطلب، د.ط، (مصر: الوفاء للطباعة والنشر، 2001م).

الأنصاري، أبو يحيى زكريا، أسنى المطالب في شرح روض الطالب، ت. محمد تامر، ط1، (بيروت: دار الكتب العلمية، 2001م).

البعلي، المطلع على أبواب المقنع، ت. محمد الإدلي، (بيروت: المكتب الإسلامي، 1981م).

أبو بكر، صفية أحمد، "صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها"، المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، (الإمارات: جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، 2005م).

بلخير، لعروس، "تقدير العائد والمخاطرة للاستثمار"، (رسالة ماجستير لم تنشر، جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2016م).

بلول، مختار محمد، الأسهم والسندات، ط2، (الإسكندرية: المكتب المصري الحديث، 1992م).

البهوتي، شرح منتهى الإيرادات المسمى دقائق أولي النهي لشرح المنتهى، ط2، (بيروت: عالم الكتب، 1996م).

توفيق، عبد الرحمن، البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار، د.ط، (القاهرة: مركز الخبرات المهنية للإدارة، 2006م).

الثنيان، خالد بن علي، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية: الواقع والآثار. الجابر، أنس عبد الواحد صالح، "أحكام الرجوع في العقود المالية في الفقه الإسلامي: دراسة فقهية مقارنة"، (رسالة دكتوراه، الجامعة الأردنية، كلية الدراسات العليا، 2007م). الجرجاني، التعريفات، ت. إبراهيم الأبياري، ط1، (بيروت: دار الكتاب العربي، 1984م). الجزيرة كابيتال، "صناديق الاستثمار العقاري: قطاع التطوير العقاري السعودي"، الجزيرة للأسواق المالية، 2014م.

الجهني، عيد مسعود، الاستثمار الناجح في الأسهم والسندات . الرياض، 1998 الحافي، خالد، الإجارة المنتهية بالتمليك في ضوء الفقه الإسلامي، ط2، 2001م. حبيب، ثروت، دروس في القانون التجاري، د.ط، (القاهرة: مطبعة جامعة القاهرة، 1981م).

ابن حجر، فتح الباري، ج4، دار المعرفة للطباعة والنشر بيروت، لبنان 1960 الحسني، أحمد، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، د.ط، (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 1999م).

خطاب، سامي، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، د.ط، (أبو ظبي: هيئة الأوراق المالية والسلع، 2007م).

حوى، أحمد سعيد، صور التحايل على الربا وحكمها في الشريعة الإسلامية، ط1، (بيروت: دار ابن حزم، 2007م).

خالد، جميل محمد، أساسيات الاقتصاد الدولي، د.ط، (عمان: الأكاديميون للنشر والتوزيع، 2014م).

الخرافي، عبد المحسن يوسف الناصر، "الاستثمار العقاري في الاقتصاد الإسلامي"، (رسالة ماجستير لم تنشر، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 1989م).

الخرشي، محمد، شرح الخرشي على مختصر خليل، ط2، ج6، (القاهرة: المطبعة الأميرية الكبرى، 1900م).

خلف، فليح، البنوك الإسلامية، ط1، (عمان: عالم الكتب الحديث، 2008م).

الخليل، أحمد، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، ط2، (السعودية: دار ابن الجوزي، 2008م).

خليل، غدير أحمد، "تطوير وابتكار صناديق استثمار متوافقة مع الشريعة الإسلامية"، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، (عمان: الجامعة الأردنية، 2014م).

خوجة، عز الدين، صناديق الاستثمار الإسلامية، د.ط، (مجموعة دلة البركة، إدارة البحوث والتطوير، 1993م).

دائلة، حسن، "الصناديق الاستثمارية: دراسة فقهية تطبيقية"، (رسالة دكتوراه لم تنشر، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، كلية الشريعة، 2009م).

الدردير، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير، ت. محمد عليش، د.ط، (القاهرة: دار الكتب العربية الكبرى).

الدسوقي، أشرف وجدي، وآخرون، النظام المالي الإسلامي، ترجمة كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الامام محمد بن سعود الإسلامية: كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية.

دوابه، أشرف، دراسات في التمويل الإسلامي، د.ط، (القاهرة: دار السلام، 2007م).

- دوابه، أشرف، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط3، (القاهرة: دار السلام، 2016م).
- الرزين، عبد الله، سوق المال، د.ط، (الرياض: جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، عمادة البحث العلمي، 2006م).
- رضوان، سمير، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، ط1، (القاهرة: المعهد العالمي للفكر الإسلامي، 1996).
- الزيدي، تاج العروس من جواهر القاموس، تحقيق عبد العليم الطحاوي، د.ط، الجزء 21، (الكويت: مطبعة حكومة الكويت، 1984م).
- الزيدي، حمزة، الاستثمار في الأوراق المالية، ط1، (عمان: مؤسسة الوراق، 2004م).
- الزحيلي، وهبة، الفقه الإسلامي وأدلته، الشامل للأدلة الشرعية، والآراء المذهبية، وأهم النظريات الفقهية، ط2، (دمشق: دار الفكر للطباعة والتوزيع والنشر، 1985م).
- أبو زيد، رضوان، شركات المساهمة وفقاً لأحكام القانون، رقم 159 لسنة 1981م والقطاع العام، (بيروت: دار الفكر العربي، 1983م).
- سانو، قطب مصطفى، الاستثمار أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، ط1، (عمان: دار النفائس، 2000م).
- السرخسي، المبسوط، ط2، (بيروت: دار المعرفة، 1973م).
- سلامة، زينب، "ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في السعودية"، (مجلة الإدارة العامة، م.39، ع.1 1999م).
- السنهوري، عبد الرزاق، الوسيط في القانون المدني، د.ط، (الإسكندرية: منشأة المعارف، 2004م).
- سينغول، غلناز، "الصناديق العقارية في تركيا"، د.ط، (جامعة أنقرة، 2017).
- شبير، محمد، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، ط6، (عمان: دار النفائس، 2006م).
- الشبيلي، الخدمات الاستثمارية في المصارف، ط1، (السعودية: دار ابن الجوزي، 2004م).

شحاتة، حسين، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، أبحاث المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، (مكة المكرمة: جامعة أم القرى، 2005م).

الشراح، رمضان، محروس حسن، الاستثمار النظرية والتطبيق، ط2، (الكويت: ذات السلاسل، 1999م).

الشربيني، غادة عماد، مبادئ القانون التجاري، ط1، (القاهرة: دار الكتب القانونية، 2010م).

الشنقيطي، محمد مصطفى، دراسة شرعية لأهم العقود المستحدثة، ط2، (المدينة المنورة: مكتبة العلوم والحكم، 2002م).

الشوكاني، نيل الأوطار، ط1، (القاهرة: دار الحديث، 1993) صقر، عطية، "الإطار القانوني لصناديق الاستثمار"، ندوة أبحاث صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل (القاهرة: 1997م).

صلاح الدين، شريط، "تقييم صناديق الاستثمار وفقاً للمؤشرات المركبة - ترينو - وتطبيقها على مصر للفترة 2005-2011م"، جامعة المسيلة، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 10، (2013م).

الصلاحين، عبد المجيد، "صناديق الاستثمار الإسلامية، مفهوماً وخصائصها وأحكامها"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر (دبي: جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م).

الصنعاني، سبل السلام. ت. محمد ناصر الدين الألباني، ط1، (الرياض: دار المعارف، 2006).

صيام، أحمد زكريا، مبادئ الاستثمار، ط2، (عمان: دار المناهج، 2003م). الطالب، غسان، "صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق"، بحث مقدم للمؤتمر الأول للمالية الإسلامية (عمان: الجامعة الأردنية، 2014م).

ابن عابدين، حاشية رد المختار على الدر المختار. (بيروت: دار الفكر، 1992).

عبد الحكيم، هشام، دلال الحسين، "تحليل وتقييم أداء صناديق الاستثمار: دراسة تحليلية في سوق الأوراق المالية السعودية"، مجلة الإدارة والاقتصاد، السنة 39، ع 106، (2016م).

عبد الرزاق الهيتي، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط1، (عمان: دار أسامة، 1998م).

عبد اللطيف، أحمد سعد، بورصة الأوراق المالية، مراجعة حسين عطا غنيم، د.ط، (العراق: دار المثني، 1998م).

عرفة، سيد سالم، إدارة المخاطر الاستثمارية، د.ط، (عمان: دار الراية للنشر والتوزيع، 2009م).

العزاوي، طارق، الفكر والتاريخ الاقتصادي، ط2، (بغداد: مطبعة الزهر، 1975م).
العمرائي، عبد الله، الصناديق العقارية في المملكة العربية السعودية: البيئة الاستثمارية والهياكل الشرعية، د.ط، (السعودية: كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2014م).

عوض، مروان، العملات الأجنبية الاستثمار والتمويل والنظرية والتطبيق، د.ط، (عمان: معهد الدراسات المصرفية، 1988م).

فريدة، مزياني، "دور العقار في التنمية المحلية"، دفا تر السياسة والقانون، العدد6، (الجزائر: جامعة الحاج لخضر باتنة، 2012م).

القطافطة، حسن، صناديق الاستثمار في الدول العربية: نشأتها تطورها خصائصها، د.ط، (عمان: القطافطة للدعاية والإعلان، 2001م).

فياض، عطية، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي: دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي والقانون الوضعي، ط1، (القاهرة: دار النشر للجامعات، 1998م).

الفيروز آبادي، محمد، القاموس المحيط، تحقيق مكتب تحقيق التراث في مؤسسة الرسالة، د.ط، (دمشق: مؤسسة الرسالة، 2005م).

الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، ط2، (بيروت: دار الكتاب العربي، 1982م).

كحلي، فتيحة، "تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة تجارب بعض الدول العربية"، (رسالة ماجستير لم تنشر، جامعة حسيبة بن بوعلي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2011م).

كريستي، جورج، وجون كليندين، مقدمة في الاستثمار، (الولايات المتحدة الأمريكية: ماك كرو هيل بوك، 1978م).

الكواملة، نور الدين، المشاركة المتناقصة وتطبيقاتها المعاصرة في الفقه الإسلامي، ط1، (عمان: دار النفائس، 2008م).

الموردي، الحاوي الكبير في فقه مذهب الامام الشافعي، ت. علي معوض، ط1، (بيروت: دار الكتب العلمية، 1999م).

مبروك، نزيه، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، ط1، (الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2006م).

مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الارشادية لضوابط الاستثمار الجماعي الإسلامي، (يناير 2009م).

مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، (يناير 2009م)، 24.

مجمع الفقه الإسلامي الدولي، "سندات المقارضة وسندات الاستثمار"، المؤتمر الرابع لمجمع الفقه الإسلامي (جدة: 1988م).

مجمع الفقه الإسلامي، "موضوع الإيجار المنتهي بالتملك"، المؤتمر الخامس لمجمع الفقه الإسلامي (الكويت، 1988م).

المرادوي، أبو الحسن، الأنصاف في معرفة الراجح من الخلاف على مذهب الإمام أحمد، ت. محمد حامد الفقي، د.ط، (القاهرة: مطبعة السنة المحمدية، 2009م).

المرسي، أبو الحسن، المحكم والمحيط الأعظم، ت. عبد الحميد هنداوي، ط1، (بيروت: دار الكتب العلمية، 2000م).

مطاوع، سعد، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، ط1، (الرياض: مكتبة الملك فهد الوطنية، 2005م).

مطر، محمد، إدارة الاستثمارات، ط2، (عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 1999م).

معروف، هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، (عمان: دار صفاء، 2009م).
المقدسي، ابن قدامة، المغني، ت. عبد الله التركي وعبد الفتاح الحلوي، ط3، (الرياض: دار عالم الكتاب، 1997م).

المكاوي، محمد، البنوك الإسلامية: النظرية - التطبيق - التطوير، د.ط، (القاهرة: المكتبة العصرية، 2012م).

ملاك، وسام، البورصات والأسواق المالية العالمية، د.ط، (بيروت: دار المنهل، 2003م).
ملحم، أحمد، بيع المراجعة وتطبيقاته في المصارف الإسلامية، ط1، (عمان: دار الثقافة، 2005م).

ابن منظور، لسان العرب، د.ط، (بيروت: دار صادر، د.ت).
مؤسسة GULFBASE، "الصناديق السعودية للاستثمار العقاري المتداولة - ريت"، (السعودية: مارس 2018م).

المومني، غازي، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، (عمان: دار المناهج، 2002م).
ابن نجيم، زين الدين، البحر الرائق شرح كنز الدقائق، ط2، (القاهرة: دار الكتب العربية الكبرى، د.ت).

النعيمي، ضحى محمد سعيد عبد الله، " مفهوم بيع العقار على الخريطة وتكييفه القانوني"، مجلة الشريعة والقانون، كلية القانون، السنة السادسة والعشرون، العدد49، (2012م).
النمري، خلف، شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، د.ط، (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 2000م).

النووي، روضة الطالبين وعمدة المفتين، ط2، (بيروت، المكتب الإسلامي، 1405هـ).
النيسابوري، مسلم، صحيح مسلم.
هارون، محمد، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات، ط1، (عمان: دار النفائس، 2007م).

هندي، منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في سوق المال: الأوراق المالية - صناديق الاستثمار، ط1، (الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، 2016م).

هندي، منير، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، ط1، (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1998م).

الهندي، عدنان، وآخرون، المصارف الإسلامية وصناعة صناديق الاستثمار، د.ط، (الأردن: اتحاد المصارف العربية، 1995م).

الهيبي، قيصر عبد الكريم، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية، ط1، (دمشق: دار رسلان، 2006م).

هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2015م،

الوطيان، محمد، المؤسسات المالية في الكويت، د.ط، (القاهرة: مكتبة الفلاح للنشر والتوزيع، 2016م).

● المصادر الإلكترونية:

السيد، أسماء، "لهذا السبب النعيم ترد أموال المكتبيين بصندوقها العقاري"، www.almalnews.com.

مجدلاني، رنا، مؤسسة نايت فرانك، "تقرير صناديق الاستثمار العقارية، آراء متعمقة حول المملكة العربية السعودية الربع الثالث 2017م"، www.knightfrank.com.sa (20 نوفمبر 2017م).

موقع المعرفة، www.marefa.org.

هيئة السوق المالية السعودية (تداول)، www.tadawul.com.

وحيد، خالد، "أهم مزاي شركات توظيف الأموال"، <https://vapulus.com>.

وكالة بلومبيرغ <https://www.bloomberg.com>

يحيى، سلوى، كيف سقطت «إمبراطورية» الريان، يونيو 2016م،

<https://www.sasapost.com>

• المصادر الأجنبية:

GAYRİMENKUL YATIRIM "،Gülnaz ŞENGÜL .1
FONLARI VE TÜRKİYE'DEKİ
UYGULAMALARININ
DEĞERLENDİRİLMESİ" . ANKARA
ÜNİVERSİTESİ.2017.

• القرارات والنشرات واللوائح والندوات:

أموال للاستشارات المالية، تقرير عن أداء الصناديق العقارية ريت منذ الإدراج وحتى مارس
أبريل 2018م.

الدورة السادسة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، منظمة التعاون الإسلامي، مجلة مجمع الفقه
الإسلامي، م2، ع6، 1990.

شركة نايت فرانك قسم الأبحاث. " تقرير صناديق الاستثمار العقارية، آراء متعمقة حول المملكة
العربية السعودية الربع الثالث 2017"

قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي الخاص بصكوك الإجارة، المنبثق عن منظمة المؤتمر
الإسلامي، والمنعقد في دورته الخامسة عشرة، سلطنة عمان، مسقط 6-11 مارس
2004م.

قرارات المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي، الدورة السابعة، (مكة المكرمة:
1984م).

قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، منظمة التعاون الإسلامي، المؤتمر الثاني (جدة:
مطبوعات مجمع الفقه الإسلامي، 1985م).

قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، منظمة التعاون الإسلامي، المؤتمر السادس
(جدة: مطبوعات مجمع الفقه الإسلامي 14-20 آذار، 1990م).

قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، تنسيق وفهرسة عبد الستار أبو غدة
وعز الدين خوجة، ط6، الندوة الثامنة عشرة، (دمشق: 2000م).

قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 63 (7/1)، "الأسواق المالية الأسهم، الاختيارات، السلع، بطاقة الائتمان"، المؤتمر السابع لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، (جدة: المملكة العربية السعودية، 1992م).

المؤتمر الثاني لمجمع البحوث الإسلامية في الأزهر، (القاهرة: مايو 1965م).
قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 85(2/9)، "السلم وتطبيقاته المعاصرة"، المؤتمر التاسع لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، (أبو ظبي: 1995م).
اللائحة التنفيذية لصناديق الاستثمار العقاري في السعودية الصادر عن مجلس هيئة السوق المالية بتاريخ 2006/12/24م.

اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المساهمة وشركة التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم 159. الوقائع المصرية، أبريل 1993م.
اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في مصر رقم 95 لسنة 1992م وتعديلاته لعام 2007م.

لائحة صناديق الاستثمار العقاري في تركيا المنشور بالجريدة الرسمية في عام 2014م.
معيار هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، (البحرين).

نشرة إصدار صندوق البركة للاستثمار العقاري في تركيا.
نشرة إصدار صندوق مشاركة ريت العقاري، (السعودية: صندوق مشاركة ريت العقاري، يونيو 2017م).

نشرة اكتتاب صندوق استثمار المصريين للاستثمار العقاري المنشور في الجريدة الرسمية بعد الموافقة عليها من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية وفق أحكام قانون سوق المال رقم 95 تاريخ 1992م ولائحته التنفيذية، وتم اعتمادها بتاريخ 11-4-2017م.

نشرة اكتتاب صندوق النعيم العقاري المنشور في الجريدة الرسمية بعد الموافقة عليها من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية ووفق أحكام قانون سوق المال رقم 95 تاريخ 1992م ولائحته التنفيذية، وتم اعتمادها بتاريخ 7-2-2017م.

نشرة اكتتاب صندوق إنماء مكة الصادرة، (مكة المكرمة: شركة إنماء مكة، 2017م).
نشرة الاكتتاب الصادرة عن صندوق الرياض ريت العقاري.

النشرة التعريفية لزيادة رأس المال في صندوق الرياض ريت، تاريخ 2018.

نشرة الإصدار الصادرة عن صندوق مشاركة ريت العقاري بتاريخ يونيو 2017م بعد الموافقة عليها من قبل هيئة السوق المالية بتاريخ 17-4-2017م.
سوق الأسهم السعودية (تداول) تاريخ 1-9-2018م.
زين، سليمان، مقابلة: فيصل الشلهوب، الرياض، 17 يناير 2018م.



الملحق

تصور مقترح

لنشرة إصدار لصندوق استثماري إسلامي صغير أو متوسط

نشرة إصدار الصندوق الاستثماري

(صندوق عقاري إسلامي)

أ- تعريفات عامة.

يورد في التعريفات جميع المصطلحات اللازمة لتوضيح كل النقاط التي قد تكون مبهمة في النشرة وهي:

- الصندوق: صندوق عقاري إسلامي وهي مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، واستثمارها بواسطة إدارة محترفة بهدف تحقيق منفعة لمؤسسيها وللمستثمرين، وللاقتصاد القومي ككل.
- الشركة: هي شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بصفتها الشركة المسؤولة عن الصندوق.
- الجمعية العمومية: تتكون من حملة وثائق الصندوق من مؤسسين أو مساهمين.
- نشرة الاكتتاب الخاص: هي الدعوة الموجهة للاكتتاب في وثائق الاستثمار التي يصدرها صندوق الاستثمار العقاري وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.
- مجلس إدارة الصندوق: هو المجلس المسؤول على الإشراف على الصندوق، والتنسيق بين الأطراف ذوي العلاقة وتكون أغلبية أعضائه من غير المساهمين فيه، وكذلك حملة الوثائق، أو المتعاملين معهم، أو الأشخاص المرتبطة، والأطراف ذوي العلاقة، وأعضاء مستقلون.
- عضو مجلس الإدارة المستقل: هو عضو من أعضاء مجلس الإدارة الذي لا تربطه علاقة تعاقدية مباشرة أو غير مباشرة بالصندوق وإدارته.

- مدير الصندوق: هو شخص مارس إدارة شركة التطوير العقاري لمدة ثلاث سنوات وحقق أرباح متتالية فيها.
- أمين الحفظ: هو البنك الذي يودع فيه جميع المساهمين أموالهم وينفق منها على جميع أنشطة الصندوق واستثماراته حصراً.
- الأصول: وهي الموجودات العقارية وغير العقارية التي يمتلكها الصندوق ويمكن تحويلها إلى أموال نقدية.
- تاريخ مزاوله النشاط: يبدأ الصندوق ممارسة نشاطه الفعلي اعتباراً من اليوم التالي لتاريخ غلق باب الاكتتاب في وثائق الصندوق.
- السنة المالية : تبدأ من أول يناير وحتى نهاية ديسمبر ما عدا السنة الأولى حيث تبدأ من اغلاق باب الاكتتاب حتى نهاية ديسمبر.
- الوحدة: وهي أصغر وثيقة مالية في الصندوق غير قابلة للتجزئة تمثل حصة أي مالك في أي صندوق يتكون من وحدات وتعامل كل وحدة على أنها تمثل حصة مشاعة في صافي أصول الصندوق.
- سعر الوحدة: يتم احتسابه عن طريق تقسيم صافي قيمة أصول الصندوق على العدد الإجمالي لوحدات الصندوق القائمة في يوم التقييم ذي العلاقة.
- أتعاب الإدارة: وهي الأتعاب الواجبة الدفع من الصندوق لمدير الصندوق على أن تكون نسبة من أرباح الصندوق وليس نسبة من موجودات الصندوق.
- المطور العقاري شركة متخصصة مسئولة عن الجوانب الفنية لتنفيذ مشروعات الصندوق وتحقيق أغراضه وذلك بموجب عقد الخدمات المبرم بينها وبين مدير الاستثمار.
- حامل الوثيقة: الشخص الطبيعي أو المعنوي الذي يقوم بالاكتتاب في الوثائق خلال فترة الاكتتاب (المكتتب) أو شراء الوثائق فيما بعد خلال عمر الصندوق (المشترى)
- متحصلات الصندوق: هي الأموال الناتجة عن:
 1. إصدار وحدات الصندوق من خلال الطرح الخاص.
 2. الدخل من إيرادات عقارات الصندوق.
 3. العوائد المحققة من استثمار الصندوق في أدوات استثمارية أخرى من صناديق استثمار ومراجعات وغيرها.

4. بيع أي من أصول الصندوق أو أي جزء منها خلال عمر الصندوق في حال عدم وجود أي فرص عقارية أخرى للاستحواذ أو في نهاية عمر الصندوق.

- شركة إدارة العقارات: شركة متخصصة تتولى إدارة المشروعات العقارية المملوكة للصندوق وصيانتها وتحقيق أغراضه وذلك بموجب عقد الخدمات المبرم بينها وبين مدير الاستثمار.

- الهيئة الشرعية: هي الهيئة التي تشرف على جميع عمليات التشغيل والتمويل للصندوق ويمكن أن تكون في هذا الصندوق مؤلفة من مراقب شرعي واحد.

- المثلث: جهة يختارها مدير الصندوق لتقييم أصول الصندوق، وتكون مرخصة من الجهات المختصة، وتتوافر فيها الدراية والخبرة اللازمتين لتقديم خدمات التقييم العقاري إضافة لتوافر شرط الاستقلالية.

- نموذج طلب الاشتراك: نموذج طلب الاشتراك الذي يجب أن يقوم كل مستثمر بتعبئته وتوقيعه وتقديمه إلى مدير الصندوق للاشتراك في الوحدات خلال فترة الطرح حسب لوائح هيئة السوق المالية بغرض الاشتراك في وحدات الصندوق شريطة اعتماد مدير الصندوق.

ب- مقدمة وأحكام عامة.

تورد فيها القوانين التي على أساسها ستصدر النشرة الداخلية كذلك معلومات عن مضمونها من حيث المعلومات المالية والقانونية والشرعية والاستثمارية، أيضاً تتضمن المقدمة نبذة مختصرة عن حالات تعديل الصندوق أو حل النزاعات في حال حصولها وغيرها كالتالي:

- قامت الشركة (.....) بإنشاء صندوق استثماري عقاري إسلامي بغرض استثمار أمواله بالطريقة الموضحة في السياسة الاستثمارية بالبند (.....) من هذه النشرة.

- قام مجلس الإدارة بتعيين مدير الاستثمار، أمين الحفظ، مراقب الحسابات.

- هذه النشرة تتضمن كافة المعلومات والبيانات المتعلقة بالصندوق وهي معلومات وبيانات مدققة ومراجعة من قبل الشركة ومدير الاستثمار ومراقب الحسابات والمستشار القانوني.
- إن الاكتتاب أو شراء وثائق استثمار الصندوق يعد قبولاً لجميع بنود النشرة وإقراراً من المستثمر بقبوله الاستثمار في وثائق هذا الصندوق في مقابل تحمل كافة مخاطر هذا الاستثمار التي تم الإفصاح عنها في البند (.....) من هذه النشرة.
- لا يجوز تعديل البيانات الرئيسية للنشرة فيما يتعلق بالسياسة الاستثمارية وحدود حق الصندوق في الاقتراض وزيادة أتعاب الإدارة ومقابل الخدمات والعمولات إلا بعد الحصول علي موافقة المساهمين .
- في حالة نشوب أي خلاف فيما بين الأطراف المرتبطة بالصندوق ومدير الاستثمار أو أي من المساهمين أو المتعاملين مع الصندوق يتم حل هذا الخلاف بالطرق الودية، إذا لم تفلح الطرق الودية يكون عن طريق التحكيم حيث يختار كل طرف محكمه والحكمان يختاران المحكم الثالث لتكون لجنة ثلاثية أحكامها ملزمة للطرفين، فاذا لم يتم الحل عن طريق التحكيم يلجأ على المحاكم المختصة.

ج- ملخص الصندوق

بعد ايراد التعريفات اللازمة يتم وضع ملخص للصندوق يعطي نبذة عن تفاصيل الصندوق كالتالي

	اسم الصندوق ونوعه
	الأهداف الاستثمارية
	مدة الصندوق
	عملة الصندوق
	مستوى المخاطرة
	الحد الأدنى للاستثمار
	قيمة الوحدة الإسمية
	عدد مرات التقييم

	مدير الصندوق
	سياسة توزيع الأرباح
	الالتزام بمعايير الهيئة الشرعية
	رسوم الإدارة
	رسوم الحفظ
	رسوم التعاملات
	مدير العقار
	المصاريف الأخرى
	رسوم التسجيل وإدراج الوحدات
	نسبة ملكية الجمهور وعدد مالكي الوحدات

د-تعريف الصندوق وشكله

تتضمن اسم الصندوق (العقاري) بالتفصيل ونوعه، كذلك مقر الصندوق، وتواريخ عمل مزاوله النشاط الاستثماري، ومدة الصندوق(العقاري)، والسنة المالية، وعملة الصندوق، كذلك تتضمن أسماء المستشار القانوني، وأرقام التراخيص ومصادر أموال الصندوق، وحجمه، والحد الأدنى لرأس المال المطلوب الاستثمار فيه وفق التالي:

- اسم الصندوق:
- نوع الصندوق:
- مقر الصندوق:
- مدة الصندوق : تحدد طبقاً للنظام الاساسي.
- عملة الصندوق : وهي وتعتمد هذه العملة عند التقييم واعداد الميزانية والقوائم المالية وكذا عند الاكتتاب في وثائقه وعند التصفية.
- المستشار القانوني للصندوق:
- تاريخ ورقم ترخيص الصندوق من الهيئة:
- الموقع الالكتروني الخاص بالصندوق:

يتضمن هذا البند مدة الصندوق الاستثماري وفقاً لنوعية المشاريع التي سيقوم بها الصندوق، وقد تكون مدة الصندوق من سنة ولغاية سبع سنوات للاستثمارات متوسطة الأجل، وأكبر من سبع سنوات للاستثمارات طويلة الأجل. ينقضي الصندوق عند انتهاء مدته ما لم يتم تجديده، أو عند تحقيق الغرض الذي تأسس الصندوق من أجله، أو عندما تواجهه ظروف تمنع استمرار عمله، ولا يصفى الصندوق أو يمدد إلا بموافقة الجمعية العمومية، ويتم توزيع ناتج التصفية لأصول الصندوق على المستثمرين كل بمقدار نسبته، ويخضع الصندوق لأحكام التصفية الواردة في اللوائح والقوانين الموضوعة.

هـ - مصادر أموال الصندوق .

حجم الصندوق

- يبلغ الحجم المستهدف للصندوق
- يطرح الصندوق عدد وثيقة بقيمة اسمية قدرها
- للوثيقة بقيمة إجمالية في ضوء رأس مال الشركة البالغ كما يحق زيادة حجم الصندوق أو خفضه مع مراعاة الحد الأدنى لرأس مال الصندوق.

وتقسم مصادر أموال الصندوق بشكل عام إلى قسمين رئيسيين:

1. مصادر داخلية:

أ- وهي المبالغ المدفوعة من قبل المؤسسين للصندوق، ويجب ألا تقل نسبة أموال المؤسسين عن 25% من قيمة الصندوق، وتتمثل على شكل وثائق مالية، ولا يجوز تداول هذه الوثائق إلا بعد مرور ثلاث سنوات من بداية تأسيس الصندوق أو انقضاء مدة المشروع أيهما أقرب.

ب- الحصص العينية: وفي حال وجود حصص عينية مادية أو معنوية في رأس مال الشركة عند تأسيسها يجب التحقق من جهة محايدة من جهات التقييم المعتمدة، والتأكد أن هذه الحصص قدرت تقديراً صحيحاً، ولذوي الشأن التأكد من ذلك والتظلم عليه لدى الجهات المختصة.

2. مصادر خارجية:

وتتمثل في قيمة الوثائق التي يصدرها الصندوق للاكتتاب ويمكن تداولها، على أن توضع في نشرة الإصدار الصندوق إجراءات إصدار هذه الوثائق.

حيث يصدر الصندوق وثائق مالية مقابل الأموال التي يتلقاها، ويجب أن تصدر هذه الوثائق بقيمة اسمية واحدة، ويمكن إصدارها بعدة فئات متدرجة لسهولة التداول، حيث تمثل كل وثيقة حصة من صافي أصول الصندوق يترتب على مالكيها جميع الحقوق المقررة شرعاً للمالك بملكه من بيع وشراء وغيرها.

وكذلك لهم حقوق في الأرباح والخسائر والاحتياطات والتنازل عن هذه الوثائق، وحق الشفعة واقتسام موجودات الصندوق عند التصفية.

ويتم تسديد قيمة هذه الوثائق لأمين الحفظ - الذي يكون أحد البنوك المعتمدة - عند الاكتتاب، إما بشكل كامل أو على دفعات وفقاً لاحتياجات الصندوق، ولا يجوز لإدارة الصندوق التصرف فيها بغير الغرض المخصص لها.

إن مسؤولية المساهمين محددة بقدر قيمة الوثائق التي يمتلكونها، أي أن كل مالك وثيقة مسؤول بقدر قيمة وثائقه، وكون المساهمين مشاركين في موجودات الصندوق فلهم الحق في الرقابة وغيرها من الحقوق.

الحد الأدنى لرأس مال الصندوق

يذكر فيه رأس مال الصندوق، وحجم الأموال المستهدفة، وعدد الوثائق المطروحة للاكتتاب، والحد الأدنى لرأس مال الصندوق. ونقترح أن لا يقل رأس المال المصدر عن مائة ألف دولار ولا يزيد عن خمسة ملايين دولار للصناديق الصغيرة. وأن لا يقل عن ثلاثمائة ألف دولار ولا يزيد عن عشرين مليوناً للصناديق المتوسطة.

يجب ألا يقل رأس مال الصندوق في أي وقت من الأوقات عن.....من الأموال المستثمرة في الصندوق أيهما أعلى، ولا يجوز للشركة استرداد هذا المبلغ أو التصرف فيه قبل انتهاء مدة الصندوق.

تمثل كل وثيقة حصة نسبية في صافي أصول الصندوق شركة الأسهم ويشارك حملة الوثائق في الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمارات الصندوق كل حسب ما يملكه من وثائق وكذلك فيما يتعلق بصافي أصول الصندوق عند التصفية وتحدد مدى امكانية تخفيض حجم الصندوق أو زيادة حجمه وفقاً للضوابط الصادرة عن الهيئة في هذا الشأن.

و- هدف الصندوق والسياسة الاستثمارية للصندوق.

يورد الغرض من الصندوق وأهدافه العامة والتفصيلية على أن يلتزم الصندوق بالضوابط والأدوات الاستثمارية المحددة من لجنة الرقابة الشرعية التي تعد جزءاً لا يتجزأ من السياسة الاستثمارية، وتوضع الأهداف الاستثمارية بناءً على نوع الصندوق مع الأخذ بالإعتبار الضوابط الشرعية والقانونية والنسب الاستثمارية لأي عمل يقوم به الصندوق على ألا تخرج عن اللائحة التنفيذية والخاصة بالشركات المساهمة، على أن يتم وضع لائحة داخلية للشركة توضع فيها تفاصيل نشرات الإصدار وكل ما يختص بها.

أيضاً يوضح فيها تفاصيل الأصول العقارية إن كانت محل نزاع أو رهن أو قضاء وتقييم هذه الأصول من مكتب معتمد للتقييم والإمكانية القانونية للترخيص والبناء .

يتضمن هذا البند أيضاً الضوابط الاستثمارية بما يتوافق مع البنود الواردة في اللوائح منها على سبيل المثال:

- نسبة الأصول العقارية لإجمالي أصول الصندوق.
 - نسبة الأصول المنتجة للعوائد لإجمالي أصول الصندوق.
 - نسبة ملكية الصندوق في أسهم مقيدة في بورصة الأوراق المالية .
 - نسبة ملكية الصندوق في المشروع العقاري الواحد.
- كذلك التوزيع الجغرافي للأصول المستهدفة:
- طبيعة الإيرادات المستهدف تحقيقها من العوائد الناتجة عن كل استثمار ونسبتها إلى إجمالي إيرادات الصندوق:

ز- صلاحيات الاقتراض للصندوق

في حالة لجوء الصندوق للاقتراض فإنه يجوز لمدير الصندوق -نيابة عن الصندوق - الحصول على تمويل متوافق مع معايير الهيئة الشرعية، وذلك بعد موافقة مجلس إدارة الصندوق. ولا تزيد نسبة التمويل المتحصل عليها عن نسبة 50% من إجمالي قيمة أصول الصندوق وذلك بحسب آخر قوائم مالية مدققة، ولا يمكن الزيادة عنها إلا بعد الرجوع إلى الجمعية العمومية للصندوق.

ح- أصول الصندوق وإمساك السجلات.

يحدد في هذا البند آلية إمساك السجلات الخاصة بالصندوق وأصوله، كذلك تبين أصول الصندوق، وحقوق المساهمين وحدود تدخلهم في أصول الصندوق، حيث لا يجوز لحملة الوثائق أو ورثتهم أو دائنيهم طلب تخصيص أو تجنيب أو فرز أو السيطرة على أي من أصول الصندوق بأي صورة، أو الحصول على حق اختصاص عليها، ويقتصر حقهم على استرداد هذه الوثائق طبقاً لشروط الاسترداد الواردة بالنشرة.

كما يبين آلية حفظ جميع المستندات والوثائق المتعلقة بأصول الصندوق العقاري منها على سبيل المثال:

- أ- عقود ملكية العقارات والأراضي.
- ب- العقود المتعلقة بإدارة الصندوق.
- ج- التراخيص والتصاريح الإدارية اللازمة لإقامة وتشغيل المشروعات العقارية التي ينفذها الصندوق.
- د- عقود القروض أو الرهون أو الضمانات المرتبطة بأصول الصندوق وجميع العقود المتعلقة بنشاط الصندوق.
- هـ- قرارات الاستثمار لدى مدير الصندوق.
- و- متابعة تقارير التقييم العقاري.

ط- سياسة التخارج

إن الهدف الرئيسي للصندوق هو توفير دخل دوري سنوي من إيرادات عقارات الصندوق للملكي الوحدات، والذي من شأنه أن يتطلب الاحتفاظ بملكية الأصول العقارية المطورة تطويراً إنشائياً وتحقيق دخل دوري لفترة من الزمن ، وتشمل مبررات التخارج على سبيل المثال:

- إعادة تشكيل أصول الصندوق العقارية لتشمل عقارات جديدة تزيد من كفاءة إيرادات الصندوق وتناسب مع وصف الأصول العقارية التي سوف يستثمر فيها الصندوق.

- التغير في مقومات الأصول العقارية الموجودة مثل تأثير الموقع الجغرافي للعقار وانخفاض إيراداته بشكل كبير ومستمر.

ونظراً لعدم إدراج هذا النوع من الصناديق في بورصة الأوراق المالية، فإن أحد العوائق الرئيسية في هذا الاستثمار هو إيجاد طريقة منضبطة وآمنة وسهلة للخروج من الصندوق وقت الحاجة ويتم ذلك عن طريق:

التنضيف الحكمي: وهو تقييم جميع أصول الصندوق محاسبياً وتحديد القيمة السوقية لكل المشاريع التي تستثمر الأموال فيها لمعرفة رأس المال والأرباح، ويكون ذلك بشكل سنوي طبقاً للقوائم المالية المعتمدة من المراقب المالي وبعد اقتطاع المخصصات والاحتياطيات اللازمة، وبناء عليه يتم التخارج من الصندوق سواء عن طريق إيجاد مشتري للوثيقة من خلال مدير الصندوق أو من خلال صاحب الوثيقة بإدخال شخص آخر بدلاً منه بعد موافقة مدير الاستثمار على المشترك الجديد ويكون التنضيف الحكمي استرشادياً في هذه الحالة بين بائع الوثيقة ومشتريها.

وفي حالة الصندوق العقاري الإسلامي يقوم مدير الصندوق بتمين كل عقار مملوك للصندوق بشكل دوري واقتراح استراتيجيات معينة بشأنه، بما في ذلك قرارات بيع العقار بعد موافقة مجلس إدارة الصندوق إذا تبين أن تلك القرارات تصب في مصلحة الصندوق ومالكي الوحدات.

ي- المخاطر.

وهي الأسباب التي تؤدي إلى اختلاف العائد المحقق من الاستثمار عن العائد المتوقع قبل الدخول في الاستثمار .

وتنقسم المخاطر بدورها إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة أو إلى مخاطر مرتبطة بالصندوق ومخاطر متعلقة بأصول الصندوق العقاري نفسه وتورد جميع المخاطر المتوقعة بكل تفاصيلها لكي يكون المستثمر على علم بها وواردة بوضوح في نشرة الإصدار وكمثال على المخاطر التي يجب تضمينها في النشرة.

المخاطر المرتبطة بالصندوق

- ح- مخاطر طبيعة الاستثمار.
 - ط- مخاطر الاعتماد على موظفي مدير الصندوق.
 - ي- مخاطر سيولة الوحدات.
 - ك- مخاطر التغيرات في الأسعار.
 - ل- مخاطر التقلب في التوزيعات.
 - م- مخاطر التوزيع والتمويل.
 - ن- مخاطر سيولة الأصول الأساسية.
 - س- مخاطر تخفيض القيمة.
 - ع- مخاطر عدم وجود ضمان بتحقيق عوائد على الاستثمار.
 - ف- مخاطر تغير ظروف السوق.
 - ص- مخاطر التاريخ التشغيلي السابق.
 - ق- مخاطر تضارب المصالح.
 - ر- مخاطر التقلبات السياسية والمخاطر الاقتصادية.
 - ش- مخاطر سعر صرف العملة.
- ### المخاطر المتعلقة بأصول الصندوق
- ح- مخاطر الاستثمارات العقارية.

- ط- مخاطر توفر الاستثمارات المناسبة.
- ي- مخاطر التطوير العقاري بما فيها التأخير في الانتهاء من الأعمال في الوقت المناسب وتجاوز التكاليف المحددة، وعدم القدرة على تحقيق عقود إيجار بالمستويات المستهدفة، والقوة القاهرة الناتجة عن عوامل خارج سيطرة الصندوق والمتعلقة بشكل خاص بقطاع المقاولات.
- ك- مخاطر الزيادة في تكاليف البناء.
- ل- مخاطر البنية التحتية.
- م- مخاطر التمويل.
- ن- مخاطر الإجراءات التي يتخذها المنافسون.
- س- مخاطر عدم القدرة على التخارج من استثمارات الصندوق بشروط جيدة.
- ع- مخاطر عدم قدرة المستأجرين على الوفاء بالتزاماتهم الإيجارية.
- ف- مخاطر فسخ عقد الإيجار.
- ص - مخاطر الخسائر غير المؤمنة.
- ق- مخاطر تهمين العقارات.
- ر- مخاطر نزع الملكية.
- ش- مخاطر انخفاض قيمة أصول الصندوق.
- ت- المخاطر القانونية والتنظيمية والضرائبية.
- ث- مخاطر الموافقات الحكومية والبلدية.
- خ- مخاطر التقاضي مع الغير.
- ذ- مخاطر التركيز من قبل الموقع الجغرافي.
- ك- إدارة الصندوق:**

تكون إدارة الصندوق بأحد طريقتين إما من خلال مجلس إدارة يقوم بدور مدير الاستثمار بشكل مباشر، أو من خلال مجلس إدارة يشرف على مدير الاستثمار، ويحدد نوع الإدارة تبعاً لظروف الصندوق، وأعضاء مجلس إدارة الصندوق، وحجم الصندوق.

1. مجلس إدارة الصندوق:

في هذه الحالة يكون مجلس الإدارة هو جهة الإدارة والاعتماد معاً تحت إشراف الجهات الرقابية المعتمدة لدى الصناديق (المالية والشرعية) ومن اختصاصات مجلس الإدارة في الصندوق العقاري على سبيل المثال:

- أ- تحقيق الأهداف الاستثمارية للصندوق الواردة في هذه النشرة.
- ب- الالتزام بكافة الضوابط والمعايير الشرعية التي تصدر عن الرقابة الشرعية التي تعد جزءاً لا يتجزأ من السياسة الاستثمارية للصندوق.
- ج- عدم القيام بأي عمليات إقراض أو تمويل نقدي.
- د- عدم استعمال أصول الصندوق في أي إجراء أو تصرف يؤدي إلى الإضرار به.
- هـ- إعداد التقارير الدورية لحملة الوثائق يتضمن صافي قيمة أصول الصندوق، وعدد الوثائق وصافي قيمتها السوقية.
- و- إعداد الدراسات الفنية والمالية والقانونية للمشروع والتدفقات النقدية والعوائد وطريقة توزيعها.
- ز- إعداد نشرة الإصدار وأي تعديلات قد تطرأ عليها.
- ح- تعيين مراقب لحسابات الشركة والمستشار القانوني بعد اعتماد الجمعية العمومية.
- ط- تحديد شركات الخدمات المرتبطة بالصندوق والموافقة على جميع العقود مع الأطراف ذوي العلاقة مثل شركات التطوير العقاري، وشركات إدارة العقارات وشركات التسويق العقاري، وشركات التأمين على الأصول العقارية المملوكة للصندوق وغيرها، والتأكد من تنفيذ المهام الموكلة إلى هذه الشركات ووضع الإجراءات الواجب إتباعها عند فسخ العقود مع هذه الأطراف مع اعتماد ذلك من الجهات الرقابية.
- ي- تطبيق السياسات التي تكفل تجنب تعارض المصالح بين الأطراف ذوي العلاقة والصندوق والالتزام بالملاحظات التي تصدر عن المراقب المالي والشرعي.
- ك- تهيئة الكفاءات المطلوبة لتنفيذ مشاريع الصندوق والعمل على الحد من مخاطر زيادة تركزها.

ل- تقييم الأصول العقارية عن طريق مكاتب التقييم العقاري مع الحرص على استقلالية خبراء التقييم عن جميع أطراف الصندوق، وإلزام مكتب التقييم بالضوابط التي أصدرها مجلس إدارة شركة الصندوق. ولا يجوز اعتماد أي تقرير تقييم مضى على إعداده أكثر من ثلاثة أشهر عند شراء أو بيع هذه الأصول العقارية.

2. مجلس إدارة يشرف على مدير الاستثمار

في هذه الحالة تتوزع المهام السابقة بين مجلس الإدارة ومدير الاستثمار.

■ أولاً : مهام مجلس الإدارة

1. تعيين مدير الاستثمار والإشراف عليه، ومراقبة أدائه في تنفيذ المهام الموكلة إليه، والتأكد من التزامه بالإفصاح عن المعلومات الخاصة بالصندوق للمساهمين فيه، كذلك الموافقة على التقارير المالية التي يعدها مدير الاستثمار، وعرضها على الجمعية العمومية، وأيضاً عزل مدير الاستثمار في حال إخلاله بالتزاماته وعدم تحقيق الأهداف المتفق عليها.
2. يجب على مجلس إدارة الصندوق التأكد من أي صفقة يجريها مدير الاستثمار وتعلق بأموال وموجودات الصندوق يتم تنفيذها بما يحقق مصلحة الصندوق.
3. اعتماد شركات الخدمات المرتبطة بالصندوق وكذلك اعتماد جميع العقود مع الاطراف ذوي العلاقة مثل شركات التطوير العقاري وغيرها.
4. تعيين مراقب لحسابات للشركة وكذلك المستشار القانوني، ومتابعة أعمال عمليات الاقتراض المحتملة.
5. التحقق من تطبيق السياسات التي تكفل تجنب تعارض المصالح بين الأطراف ذوي العلاقة والصندوق.
6. الموافقة على نشرة الاكتتاب وأي تعديلات قد تطرأ عليها وفقاً للوائح التنفيذية والقوانين والقرارات الصادرة في بلد عمل الصندوق.

■ ثانياً : مدير الاستثمار.

يشترط على مدير الاستثمار أن يكون قد مارس نفس النشاط الذي يتم طرح الاستثمار فيه مدة لا تقل عن ثلاث سنوات متتالية حقق فيه أرباحاً متتالية طبقاً للقوائم المالية المعتمدة، ومن أهم مهام مدير الاستثمار في الصندوق العقاري على سبيل المثال:

1. إعداد نشرة الاكتتاب الخاص وتقديمه إلى مجلس الإدارة لاعتماده.
2. إعداد دراسات الجدوى الاقتصادية للمشاريع المراد الاستثمار فيها متضمنة جميع الجوانب الفنية والمالية والقانونية للمشروع والتدفقات النقدية والعوائد وطريقة توزيعها.
3. تهيئة الكفاءات المطلوبة لتنفيذ مشاريع الصندوق والعمل على الحد من مخاطر زيادة التكاليف وتقليل المدد المقررة لتنفيذ المشاريع.
4. تقييم الأصول العقارية عن طريق مكاتب التقييم العقاري مع الحرص على استقلالية خبراء التقييم عن جميع أطراف الصندوق.
5. توقيع عقود الخدمات مع الشركات المرتبطة بالصندوق.
6. يجب ربط أتعاب مدير الاستثمار بما يحققه من أرباح على أن تكون نسبة تصاعديّة، وليس نسبة ثابتة من إجمالي الاستثمار بشقيها أتعاب الإدارة وأتعاب حسن الأداء.
7. وعلى مدير الاستثمار بذل جهد عناية الرجل الحريص في ادارته لاستثمارات الصندوق وان يعمل على حماية مصالح الصندوق والمساهمين في كل تصرف او اجراء.
8. ويحظر على مدير الاستثمار التالي:

- أ- استثمار أموال الصندوق في وثائق صندوق آخر يقوم هو بنفسه على إدارته.
- ب- نشر بيانات أو معلومات غير صحيحة أو غير كاملة أو حجب معلومات أو بيانات هامة.
- ج- أن تكون له مصلحة من أية نوع في الشركات التي يتعامل معها بدون الافصاح عنها.

د- أن يحصل على تمويل من الغير بدون الرجوع للجمعية العمومية أو أن يحصل على مكاسب أو ميزات من العمليات التي يجريها، أو إجراء عمليات بهدف زيادة المصروفات أو الأتعاب.

9. القيام بإجراء التقييم الدوري لإجمالي أصول الصندوق كل عام على الأقل، وذلك بناء على تقرير التقييم العقاري المعد من خبراء التقييم العقاري ويهدف هذا التقييم إلى:

- التعرف على أوضاع السوق العقاري.
- تحديد سعر استرشادي لقيمة الوثيقة.
- الاسترشاد بالتقييم عند بيع الأصول.
- التعرف على تطور تنفيذ مشروعات الصندوق وتكلفتها الفعلية أو القيمة السوقية للأصول خلال فترة التنفيذ.
- يلتزم خبراء التقييم بإعداد تقرير مشترك عند نهاية مهمتهم وترسل نسخة منه إلى كل من الصندوق ومدير الاستثمار ومراقبي الحسابات.

3. الجمعية العمومية

يكون للصندوق جمعية عمومية غرضها حماية المصالح المشتركة لأعضاء الصندوق، ويكون لحملة الوثائق ممثل قانوني من بين أعضائها يتم اختياره مع أول اجتماع لحملة الوثائق الذي يعقد خلال شهر على الأكثر من تاريخ غلق باب الاكتتاب بالأغلبية المطلقة لحملة أكثر من نصف عدد الوثائق المصدرة، ويتبع في إجراءات الدعوة لاجتماع الجمعية العمومية ونصاب الحضور والتصويت للقواعد المقررة في اللائحة التنفيذية وتختص الجمعية العمومية بالمهام التالية:

1. تعديل السياسة الاستثمارية للصندوق.
2. تعديل حدود حق الصندوق في الاقتراض.
3. الموافقة على تغيير مدير الصندوق.
4. التصديق على القوائم المالية.
5. التصديق على تقرير مراقب حسابات الصندوق.

6. طريقة توزيع أرباح الصندوق وإجراء أي زيادة في أتعاب الإدارة ومقابل الخدمات والعمولات وأية زيادة في الأعباء المالية التي يتحملها المساهمون.

ل- الرقابة الشرعية.

تهدف الرقابة الشرعية على التزام الصندوق بنظام الرقابة المعتمد وتعمل هذه اللجنة على التأكد من توافق نشاط الصندوق مع الشريعة الإسلامية خاصة أدوات التمويل والاقتراض، ويجب أن تتكون هذه اللجنة من الأشخاص المسجلين بسجلات الهيئة العامة للرقابة الشرعية المالية، وقد تكون لجنة أو مراقب شرعي مرخص حسب حجم الصندوق وتختص لجنة الرقابة الشرعية بما يلي:

1. تحديد الضوابط العامة ومحددات الأدوات الاستثمارية التي يجب على مدير الاستثمار الالتزام بها.
2. إبداء الرأي في أدوات التمويل التي قد يلجأ لها مدير الاستثمار طبقاً للحالات وضوابط الاقتراض المنصوص عليها في القوانين.
3. الرقابة المستمرة لاستثمارات الصندوق عن طريق التقارير المقدمة من مدير الاستثمار ، وكذلك قبل الدخول في مشروع استثماري جديد، أو في حالة حدوث تغيير جوهري في أنشطة الشركات المستثمر فيها.
4. إعداد تقرير دوري بمدى توافق أعمال الصندوق مع الضوابط المحددة من قبل هذه الهيئة، ومعالجة الحالات التي فيها شبهات أو ملاحظات شرعية - ما لم تحدث أحداث جوهريّة تتطلب الإفصاح الفوري- ، ويتم إرسال ملخص لهذه التقارير إلى المساهمين وحملة الوثائق.

م- الاككتاب في الوثائق وتسويقها.

يتم الاككتاب عن طريق نموذج تصدره شركة الصندوق ويتضمن التالي:

1. اسم الصندوق مصدر الوثيقة.
2. رقم وتاريخ الترخيص بمزاولة النشاط.
3. اسم البنك الذي تلقي قيمة الاككتاب.

4. اسم المكتب وعنوانه وجنسيته وتاريخ الاكتاب.
5. إجمالي قيمة الوثائق المطروحة للاكتاب.
6. قيمة وعدد الوثائق المكتتب فيها بالأرقام والحروف.

ن- مراقب الحسابات .

تختص الرقابة المالية بالمراقبة على الصندوق في النواحي المالية والحسابية والتمويلية وإصدار تقارير دورية (سنوية، نصف سنوية، ربع سنوية) حسب ما يذكر في نشرة إصدار الصندوق ومراجعة القوائم المالية في نهاية كل سنة مالية وإجراء فحص دوري كل ثلاثة أشهر للقوائم المالية للصندوق.

ويجب أن يكون مراقب المالي مرخص له بمزاولة مهنة المحاسبة والمراجعة من الجهات المختصة، ويجب تمكينه من الإطلاع على جميع الحسابات ومتعلقات الصندوق ومراجعتها وإبداء الرأي فيها والالتزام بذلك.

ض- الإفصاح.

يلتزم أطراف الصندوق بالإفصاح الدوري عن كافة الأمور المتعلقة بالصندوق واستثماراته، ويجب أن تكون متاحة للجميع، وهي كالتالي:

أ- يلتزم مدير الاستثمار أو مجلس الإدارة بالإفصاح الفوري عن الأحداث الجوهرية التي تطرأ أثناء مباشرة الصندوق لنشاطه لكل من الهيئة وحملة الوثائق، وكذلك البورصة في حالة قيد وثائق الصندوق فيها.

ب- إفصاح لجنة الرقابة الشرعية، حيث يتم الإفصاح الفوري عن الأحداث الجوهرية المتعلقة بمدى توافق استثمارات الصندوق مع الشريعة الإسلامية، والمعالجة المطلوبة في الحالات التي تتطلب ذلك لكل من مجلس إدارة الصندوق ومدير الصندوق والمساهمين، وكذلك إعداد تقرير سنوي عن مدى توافق استثمارات الصندوق مع الشريعة الإسلامية، على أن يرسل إلى جميع المساهمين ملخص بهذا التقرير.

ج- في حالة اتخاذ الصندوق قراراً في الاستثمار، يجب أن يكون هناك إفصاح كافٍ عن المعلومات المالية للصندوق؛ لتمكين المستثمرين من معرفة مسائل مثل ما هي موجودات الصندوق التي يتم الاحتفاظ بها باسم مدير الاستثمار، وإلى أي مدى يتم خلط أموال الصندوق مع أموال مساهمي مدير الصندوق.

د- يجب التأكد من عرض المعلومات بشكل سهل بحيث تكون واضحة ومفهومة من قبل المساهمين.

ع- أرباح الصندوق والتوزيعات.

يتم تحديد أرباح الصندوق من خلال قائمة الدخل التي يتم إعدادها بغرض تحديد صافي الأرباح على أن تتضمن أرباح الصندوق الصافية بعد خصم مصروفات الدعاية والإعلان والنشر وأتعاب مدير الاستثمار والشركة وأي أتعاب أخرى ومصروفات التأسيس والتي يتم تحميلها على السنة المالية الأولى فقط .

يتم بشكل واضح تحديد قواعد توزيع الأرباح بين أصحاب الوثائق وإدارة الصندوق بحيث يتم تحديد أرباح الصندوق التي سيتم صرفها كل ثلاثة أشهر، وهي لا تقل عن 50% من صافي الربح، وكذلك تحديد الأرباح المحتجزة لتنمية الصندوق وزيادة حجمه إن لزم الأمر، وذلك من خلال القوائم المالية والتي يتم إعدادها بغرض تحديد صافي الأرباح والخسائر لا قدر الله، على أن تتضمن أرباح الصندوق الصافية بعد خصم مصروفات الدعاية والإعلان والنشر وأتعاب مدير الاستثمار والشركة وأي أتعاب أخرى ومصروفات التأسيس.

وللجمعية العمومية الحق في توزيع كل أو بعض الأرباح التي تكشف عنها القوائم المالية الدورية على أن يكون مرفقاً بها تقرير عنها من مراقب الحسابات. أما عن آلية توزيع الأرباح فيتم تحديدها وفق كل صندوق ونشرة الاكتتاب الخاصة به.

ف- وسائل تجنب تعارض المصالح.

يلتزم مدير الاستثمار بالإفصاح بالقوائم المالية السنوية أو حسب حجم الصندوق عن كافة التعاملات على الأدوات الاستثمارية والادوية الادخارية لدى اي طرف من الاطراف المرتبطة وكذا عن كافة الاعباء المالية التي تم سدادها لأي من الاطراف ذوي العلاقة. ، ويعكس تقرير مجلس ادارة الصندوق السنوي المعروض على جماعة حملة الوثائق افصاح كامل عن تلك الاستثمارات. كذلك الافصاح المسبق لحملة الوثائق عند الدخول في اي من الاستثمارات التي كانت مملوكة لاحد الاطراف المرتبطة أو ذوي العلاقة بالصندوق.

س- انقضاء الصندوق والتصفية.

ينقضي الصندوق عند انتهاء مدته ولم يتم تجديده أو عند تحقيق الغرض الذي تأسس الصندوق من أجله أو عندما تواجهه ظروف تمنع استمرار عمله، ولا يصفى الصندوق أو مدد إلى بموافقة الجمعية العمومية ويتم توزيع ناتج التصفية لأصول الصندوق على المستثمرين كل بمقدار نسبته. ويخضع الصندوق لأحكام التصفية الواردة في اللوائح والقوانين الموضوعة.

ش- الرسوم والأتعاب المستحقة.

تكون الأتعاب على شكل نسبة من صافي أرباح الصندوق وهي (...%) وليس نسبة من إجمالي الاستثمار. وذلك بهدف تشجيع الإدارة على بذل الجهد في تنمية الأموال، وزيادة الأرباح، وليس فقط زيادة حجم الصندوق. ونرى أن تكون هذه النسبة تصاعدية بحيث تزيد نسبة الإدارة كلما زادت نسبة الأرباح، على أن تكون هذه النسبة محفزة لجهد الإدارة لبذل أقصى جهد لتحقيق أهداف الصندوق، ويذكر في نشرة الإصدار بشكل واضح وصريح جميع الرسوم والأتعاب كالتالي:

1. أتعاب مدير الاستثمار كما ذكرناه سابقاً.

2. الأتعاب المتعلقة بشركات الخدمات المختلفة بما فيها أتعاب المقيمين العقاريين والمطورين العقاريين وشركات إدارة العقارات إن وجدت.
3. أتعاب المكاتب القانونية والمستشارين القانونيين.
4. أتعاب الهيئة والرقابة الشرعية.
5. أتعاب مكاتب المحاسبة ومراقبي الحسابات.
6. مصروفات الإصدار والتسويق.

يجب أن تتضمن نشرة الإصدار كذلك الإقرارات اللازمة الصادرة عن المستشار القانوني ومراقبي الحسابات ومدير الاستثمار والمتضمنة سلامة نشرة الإصدار وموافقتها للشروط والأحكام الواردة في اللوائح التنفيذية، وأسماء وعناوين مسؤولي الاتصال.

السيرة الذاتية

• البيانات الشخصية

جمال شعيب

اسطنبول - تركيا

هاتف : 00905448521238

البريد الإلكتروني : cemal@luxera.com.tr

• الشهادات العلمية

1. بكالوريوس في هندسة العمارة ، جامعة المنيا- مصر.
2. ليسانس الشريعة والقانون، جامعة الأزهر - مصر
3. استشاري هندسة معمارية، نقابة المهندسين المصريين - مصر.
4. ماجستير في ادارة الاعمال، الاكاديمية العربية للنقل البحري- جامعة الدول العربية.

• العمل المهني (الخبرات العملية)

1. مؤسس ورئيس مجلس إدارة عدة شركات في مصر.
2. العضو المنتدب لشركة (ICON) للتطوير العقاري - تركيا.
3. العضو المنتدب لشركة (LUXERA) - تركيا.
4. نائب رئيس مجلس إدارة شركة (LUXERA - MOAZ)- تركيا.
5. نائب رئيس مجلس ادارة مجموعة (SAFIR) الدولية - تركيا.
6. العضو المنتدب لشركة (URBAN SOLUTIONS) - كينيا.

• المشاركات المجتمعية

- عضو مجلس إدارة الاتحاد الدولي لرجال الاعمال IBF .
- عضوية ورئاسة العديد من جمعيات رجال الأعمال داخل تركيا وخارجها.
- نائب رئيس وقف أنوار القرآن الكريم - اسطنبول.