

الملتقى الثاني للصناعة المالية الإسلامية  
(آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية)

الصُّكُوكُ  
(آليات وتحديات وترشيد)

تنظيم  
المدرسة العليا للتجارة بالتعاون مع معهد البحوث والتدريب  
بالبنك الإسلامي للتنمية

6-5 صَفَرُ الْخَيْرِ 1435هـ/8-9 ديسمبر 2013م

الدكتور أسيد الكيلاني

رئيس القطاع الشرعي – مجموعة مصرف أبوظبي الإسلامي  
عضو لجنة المعايير الشرعية – هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات  
المالية الإسلامية (AAOIFI)

- ❖ مدخل عام إلى الصُّكوك
- ❖ أهم آليات (هياكل) الصُّكوك
- ❖ تحديات إصدارات الصُّكوك
- ❖ ترشيد إصدارات الصُّكوك

# مدخل عام إلى الصُّكوك

# المقصود بالصُّكوك والفارق بينها وبين السَّنَدَات التَّقْلِيدِيَّة

## السَّنَدَات التَّقْلِيدِيَّة

وثائق متساوية القيمة  
تمثّل حصصاً شائعة  
متساوية في قرض  
بفائدة

تقوم على  
الإقراض بفائدة

## الصُّكوك

وثائق متساوية القيمة تمثّل حصصاً  
شائعة متساوية في ملكية أعيان أو  
منافع أو خدمات أو في موجودات  
مشروع معيّن أو نشاط استثماري

لا تقوم على  
الإقراض بفائدة

- لا تختلف حقيقتها الشرعية عن الأسهم التي تمثّل حصصاً شائعة متساوية في موجودات الشركة
- توريق = تصكيك ← صكوك

# الأطراف الأساسية للصكوك

## الأطراف الأساسية للصكوك

3  
حملة الصكوك  
(المستثمرون)

**SUKUK  
HOLDERS**

- حكومات
- بنوك إسلامية
- بنوك تقليدية
- صناديق
- أفراد .. إلخ

2  
المصدر للصكوك  
(شركة ذات  
غرض خاص)  
SPV

**ISSUER**

1  
الجهة المنشئة  
(المحتاجة  
للسيولة أو  
التمويل)

**ORIGINATOR**

- حكومة
- بنك مركزي
- بنك تجاري
- شركة تمويل
- شركة عقارية
- شركة طيران
- شركة اتصالات .. إلخ

# المستندات والمتطلبات الشرعية الأساسية للصكوك

- نشرة الإصدار (PROSPECTUS)
- المستندات التعاقدية المنظمة للعلاقات التعاقدية القانونية بين أطراف الصكوك بحسب آلية الصكوك

المستندات  
الأساسية للصكوك

- أن تكون الآلية مقبولة شرعاً
- أن تكون العقود والمستندات مقبولة شرعاً
- شهادة شرعية من هيئة شرعية معتبرة باعتماد آلية وعقود ومستندات الصكوك

المتطلبات  
الشرعية للصكوك

# أصناف الصُّكوك بالنسبة لطبيعة ملكية أصولها

## صكوك قائمة على الأصول (Asset-Based Sukuk)

لا يتم تسجيل ملكية أصول الصُّكوك قانوناً باسم حملة الصُّكوك وتبقى مسجلة باسم الجهة المنشئة

يكون لحملة الصُّكوك ملكية شرعية ولا تكون لهم ملكية قانونية كاملة  
(Beneficial Ownership)

ليس لهم التصرف بالأصول إلا ببيعها للجهة المنشئة

الاهتمام بالكفاءة الائتمانية للجهة المنشئة

## صكوك مدعومة بالأصول (Asset-Backed Sukuk)

تكون أصول الصُّكوك مسجلة قانوناً باسم حملة الصُّكوك

يكون لحملة الصُّكوك بجانب الملكية الشرعية ملكية قانونية كاملة  
(Title - Legal Ownership)

لهم التصرف بالأصول بأي تصرف والتنفيذ المباشر عليها باعتبارهم مالكيها قانوناً

الاهتمام بكفاءة الأصول

# الشَّرْطُ الشَّرْعِي لِتَدَاوُلِ الصُّكُوكِ

المبدأ

- لا يجوز مبادلة النقود المتماثلة بأكثر أو أقل منها (صرف)
- لا يجوز بيع الدَّين بأقل من قيمته الحاضرة

• إذا كانت أصول الصُّكوك نقوداً أو ديوناً أو نقوداً وديون، **فلا يجوز تداولها إلا بمثل قيمتها الحاضرة**

• إذا كانت أصول الصُّكوك أصولاً عينية أو منافع أو خدمات أو خلطة من هذه الأصول، **فيجوز تداولها وبأي قيمة**

• إذا كانت أصول الصُّكوك خلطة من الأصول السابقة ونقود أو ديون أو نقود وديون، **فيجوز تداولها، وبأي قيمة إذا كانت الأصول من الأعيان أو المنافع أو الخدمات (أو من هذه الأصول جميعاً)، لا تقل عن:**

- 51% (قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي)
- 30% (المعيار الشرعي للأوراق المالية)

شرط

تداول

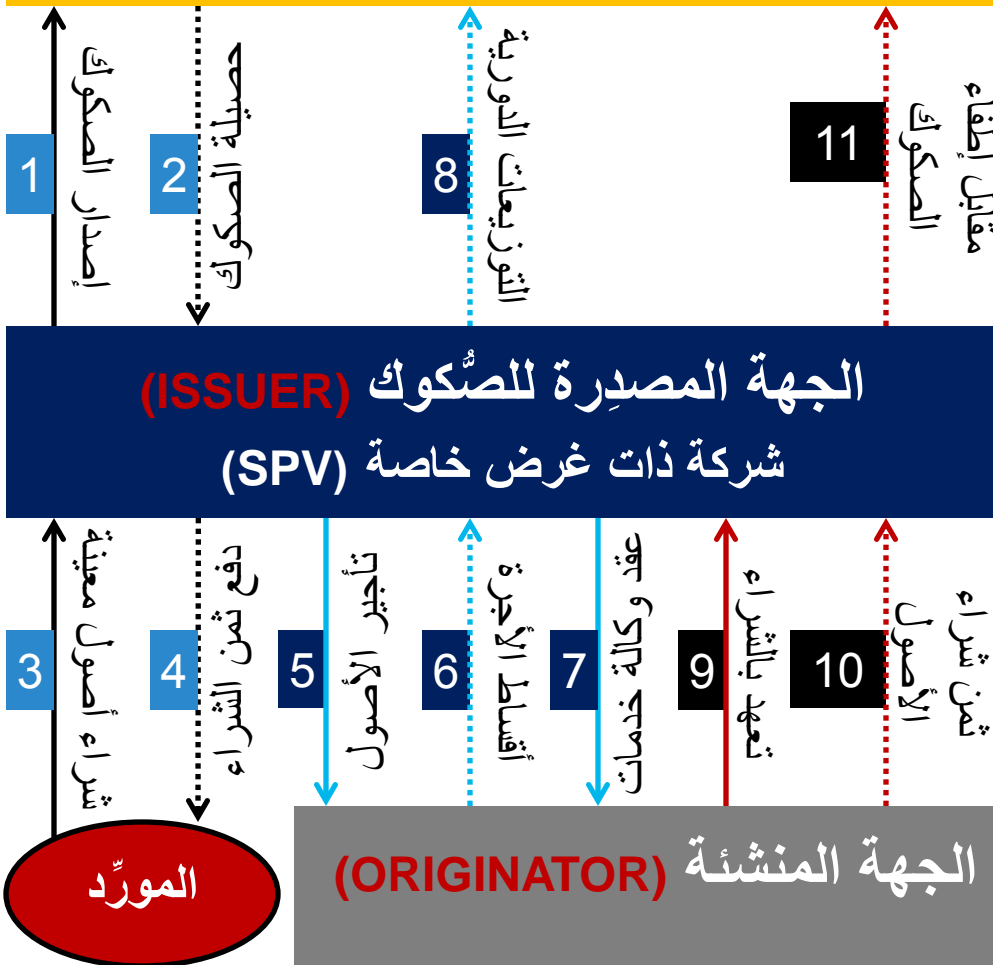
الصُّكُوكِ



# أهم آليات (هياكل) الصُّكوك

# آلية صكوك الإجارة (شراء وتأجير)

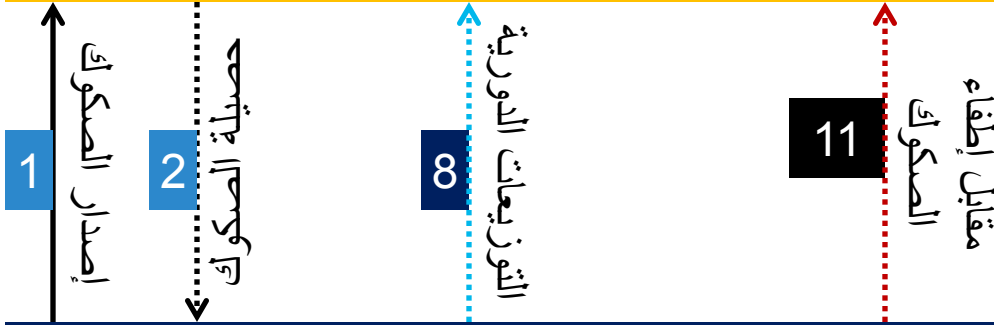
## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)



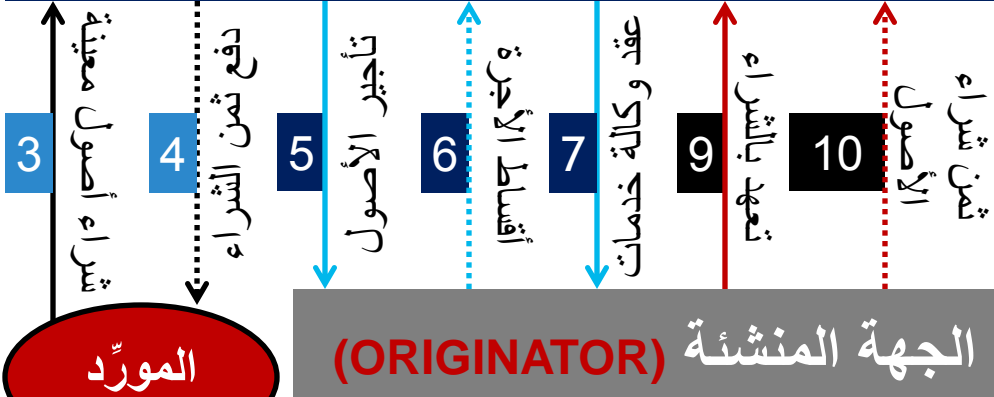
1. يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.
2. يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر باتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
3. يُبرم المصدر (المشتري) عقد شراء أصول معينة من المورد (البائع)، يشتري به الأصول التي تريدها الجهة المنشئة.
4. يقوم المصدر بدفع الثمن، من حصيلة الصكوك، للمورد.
5. يُبرم المصدر (المؤجر) عقد إجارة معينة مع الجهة المنشئة (المستأجر) لتأجيرها الأصول بأجرة متفق عليها تماثل التوزيعات الدورية للصكوك.
6. تدفع الجهة المنشئة (المستأجرة) أقساط الأجرة في مواعيدها.
7. يبرم المصدر (الموكل) عقد وكالة خدمات مع الجهة المنشئة (الوكيل)، لتقوم بصيانة الأصول والتأمين عليها.
8. يقوم المصدر بتسليم الأجرة ودفع التوزيعات الدورية.
9. تُصدر الجهة المنشئة (المتعهد) تعهداً بشراء الأصول من المصدر في حال الإخفاق أو عند الإطفاء النهائي.
10. يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المنشئة (المشتري) الأصول من المصدر (البائع) في الحالات المحددة.
11. يدفع المصدر ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك وبذلك يتم إطفاء الصكوك.

# آلية صكوك الإجارة (شراء وتأجير)

## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)



## الجهة المصدرة للصكوك (ISSUER) شركة ذات غرض خاصة (SPV)



### غرضها:

تملك أصول عينية (ذات كيان مادي) موجودة، بعد استئجارها.

### متطلبات استخدامها:

أن تكون الأصول العينية التي ترغب الجهة المنشئة بتملكها قابلة للتأجير (لا تهلك بالاستخدام)، وتساوي قيمتها السوقية القيمة الاسمية للصكوك.

### تداولها:

قابلة للتداول بأي قيمة (أصولها أصول عينية موجودة).

### مخاطرها:

يتحمل حملة الصكوك مخاطر ملكية الأصول العينية، في حال:

- تلفها (الذي لا يرجع إلى تقصير الجهة المنشئة) ← التأمين
- صيانتها الأساسية ← إضافة تكلفتها للأجرة

### ضمان العائد:

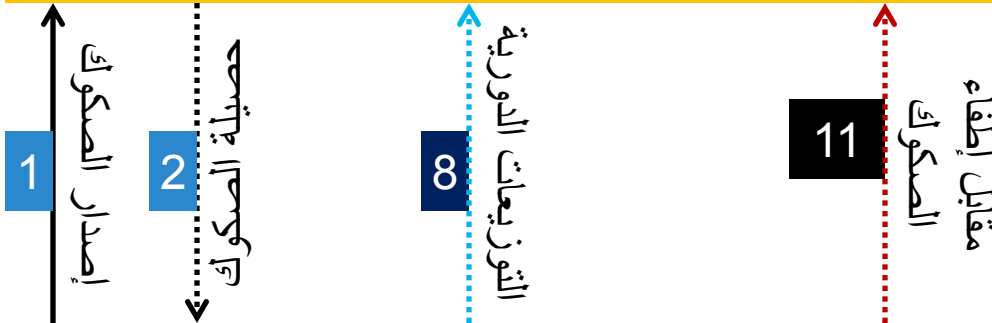
مضمون من الجهة المنشئة لأنه أجرة.

### إطفاؤها بالقيمة الاسمية:

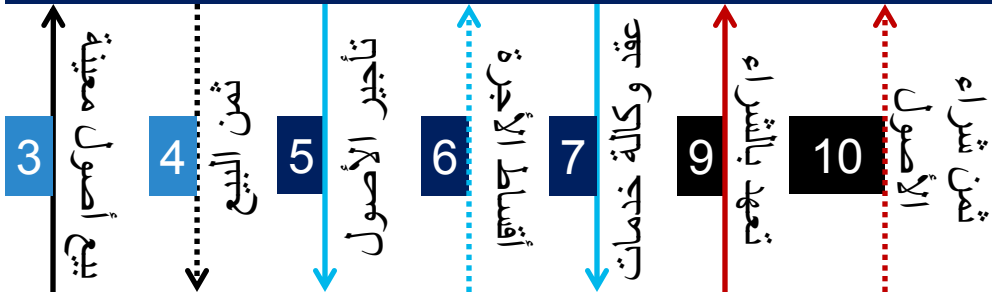
ممكن من خلال التعهد بشراء الأصول بالقيمة الاسمية من قبل الجهة المنشئة (المستأجر).

# آلية صكوك الإجارة (شراء وإعادة تأجير)

## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)



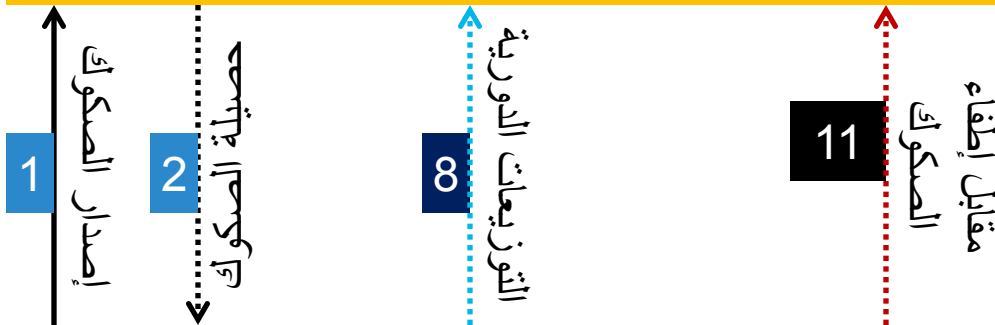
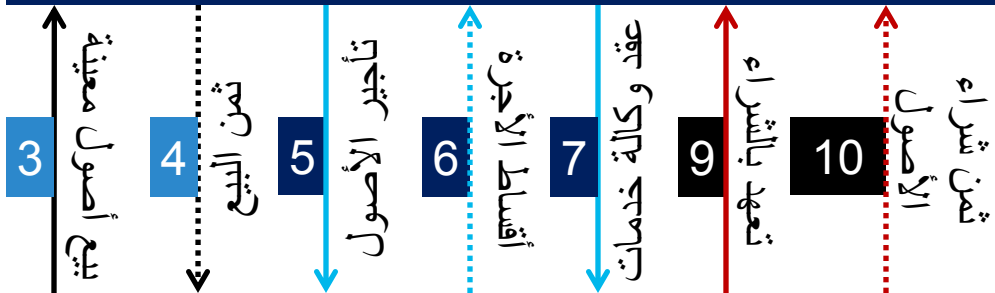
## الجهة المصدرة للصكوك (ISSUER) شركة ذات غرض خاصة (SPV)



## الجهة المنشئة (ORIGINATOR) (الجهة المستفيدة من السيولة)

1. يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.
2. يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر باتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
3. يُبرم المصدر (المشتري) عقد شراء أصول معينة من الجهة المنشئة (البائع)، التي تحتاج السيولة.
4. يقوم المصدر بدفع الثمن، من حصيلة الصكوك، للجهة المنشئة، وهذا الثمن يمثل السيولة.
5. يبرم المصدر (المؤجر) عقد إجارة معينة مع الجهة المنشئة (المستأجر) لتأجيرها الأصول بأجرة متفق عليها تماثل التوزيعات الدورية للصكوك.
6. تدفع الجهة المنشئة (المستأجرة) أقساط الأجرة في مواعيدها.
7. يبرم المصدر (الموكل) عقد وكالة خدمات مع الجهة المنشئة (الوكيل)، لتقوم بصيانة الأصول والتأمين عليها.
8. يقوم المصدر بتسليم الأجرة ودفع التوزيعات الدورية.
9. تُصدر الجهة المنشئة (المتعهد) تعهداً بشراء الأصول من المصدر في حال الإخفاق أو عند الإطفاء النهائي.
10. يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المنشئة (المشتري) الأصول من المصدر (البائع) في الحالات المحددة.
11. يدفع المصدر ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك وبذلك يتم إطفاء الصكوك.

## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)

الجهة المصدرة للصكوك (ISSUER)  
شركة ذات غرض خاصة (SPV)الجهة المنشئة (ORIGINATOR)  
(الجهة المستفيدة من السيولة)

## غرضها:

توفير سيولة نقدية للجهة المنشئة تتصرف بها بمجالات ليس للصكوك صلة مباشرة بها.

## متطلبات استخدامها:

أن يكون لدى الجهة المنشئة أصول عينية (موجودة) قابلة للتأجير، تساوي قيمتها السوقية القيمة الاسمية للصكوك.

## تداولها:

قابلة للتداول بأي قيمة (أصولها أصول عينية موجودة).

## مخاطرها:

يتحمل حملة الصكوك مخاطر ملكية الأصول العينية، في حال:

- تلفها (الذي لا يرجع إلى تقصير الجهة المنشئة) ← التأمين
- صيانتها الأساسية ← إضافة تكلفتها للأجرة

## ضمان العائد:

مضمون من الجهة المنشئة لأنه أجرة.

## إطفائها بالقيمة الاسمية:

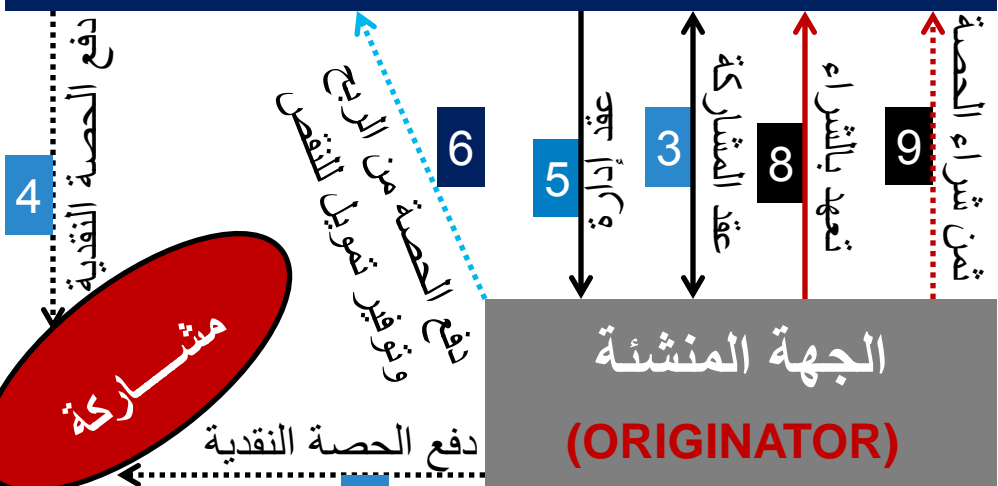
ممكن من خلال التعهد بشراء الأصول بالقيمة الاسمية من قبل الجهة المنشئة (المستأجر).

# صكوك المشاركة (برأس مال نقدي)

## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)



## الجهة المصدرة للصكوك (ISSUER) شركة ذات غرض خاصة (SPV)

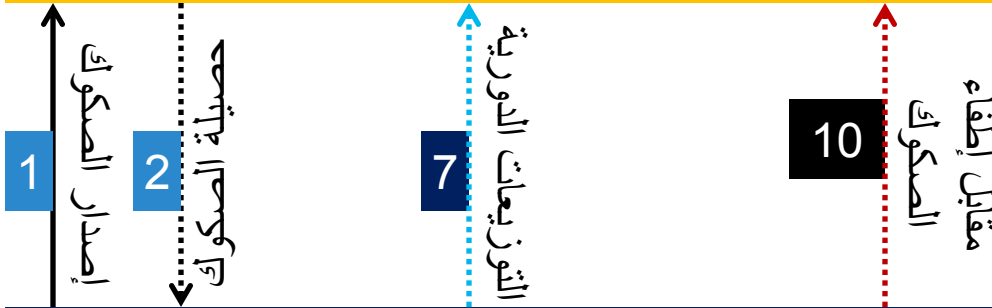


## الجهة المنشئة (ORIGINATOR)

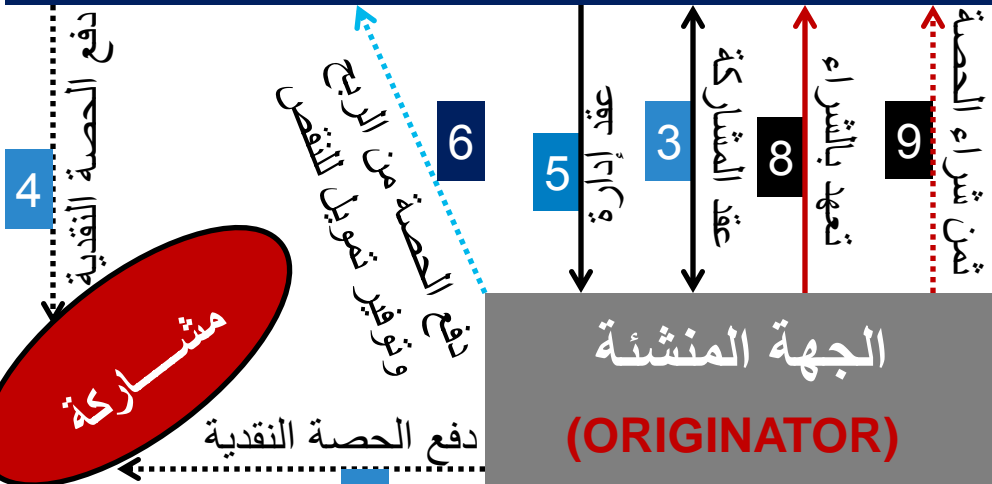
1. يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.
2. يكتتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
3. يُبرم المصدر (شريك) عقد مشاركة مع الجهة المنشئة (شريك)، التي تحتاج السيولة.
4. يقوم المصدر بدفع حصة الصكوك النقدية في رأس مال المشاركة، من حصيلة الصكوك، للجهة المنشئة، التي تدفع حصتها النقدية أيضاً.
5. يبرم المصدر (الشريك) عقد إدارة مع الجهة المنشئة (مدير المشاركة) لإدارة المشاركة واستثمار رأس مالها.
6. تدفع الجهة المنشئة (المدير) حصة الصكوك من ربح المشاركة، وتستبقى ما يزيد عن نسبة محددة في احتياطي. وهي توفر التمويل اللازم لتلبية التوزيعات الدورية إذا لم يكن ما تم تحقيقه من ربح وما هو متوافر في الاحتياطي كافياً. وما يبقى من الاحتياطي في النهاية يكون حافزاً للجهة المنشئة (المدير).
7. يقوم المصدر بتسلم الربح ودفع التوزيعات الدورية.
8. تُصدر الجهة المنشئة (المتعهد) تعهداً بشراء حصة الصكوك في حال الإخلال أو عند الإطفاء النهائي.
9. يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المنشئة (المشتري) الحصة من المصدر (البائع) في الحالات المحددة.
10. يدفع المصدر ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك وبذلك يتم إطفاء الصكوك.

# صكوك المشاركة (برأس مال نقدي)

## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)



## الجهة المصدرة للصكوك (ISSUER) شركة ذات غرض خاصة (SPV)



## الجهة المنشئة (ORIGINATOR)

### غرضها:

توفير سيولة للجهة المنشئة لاستثمارها في أنشطتها عموماً أو في مشروع معين.

### متطلبات استخدامها:

أن تكون الجهة المنشئة مستعدة للمشاركة بمبلغ نقدي، وأن يكون النشاط أو المشروع (محل المشاركة) دارةً للدخل، وأن يكون مشروعاً.

### تداولها:

قابلة للتداول بأي قيمة بعد تحول رأس مالها إلى أصول عينية أو منافع أو خدمات أو خلطة منها أو منها ومن النقود والديون (بالشرط الذي سبق).

### مخاطرها:

يتحمل حملة الصكوك مخاطر الخسارة إذا لم تكن راجعة إلى التعدي أو التقصير أو مخالفة الشروط من الجهة المنشئة (الشريك المدير).

### ضمان العائد:

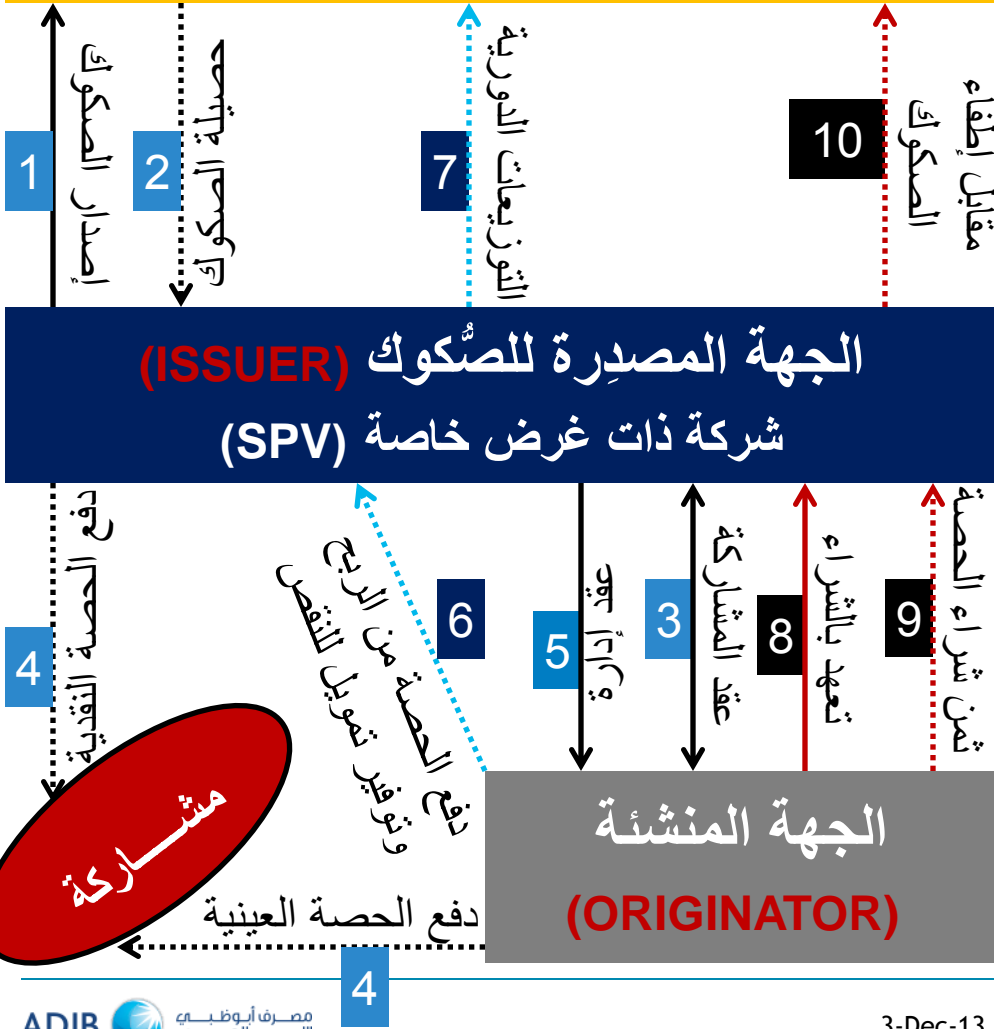
غير مضمون.

### إطفائها بالقيمة الاسمية:

غير جائز من خلال التعهد بشراء أصول الصكوك بالقيمة الاسمية من قبل الجهة المنشئة (الشريك المدير).

# صكوك المشاركة (برأس مال نقدي وعيني)

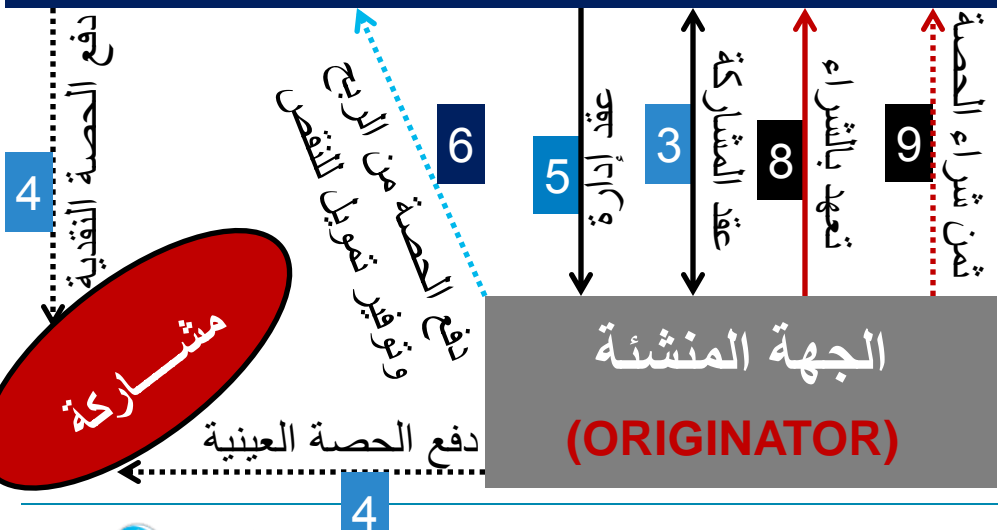
## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)



1. يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.
2. يكتتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
3. يُبرم المصدر (شريك) عقد مشاركة مع الجهة المنشئة (شريك)، التي تحتاج السيولة.
4. يقوم المصدر بدفع حصة الصكوك النقدية في رأس مال المشاركة، من حصيلة الصكوك، للجهة المنشئة، التي تدفع حصتها العينية أيضاً بعد تقويمها.
5. يبرم المصدر (الشريك) عقد إدارة مع الجهة المنشئة (مدير المشاركة) لإدارة المشاركة واستثمار رأس مالها.
6. تدفع الجهة المنشئة (المدير) حصة الصكوك من ربح المشاركة، وتستبقي ما يزيد عن نسبة معينة في احتياطي. وهي توفر التمويل اللازم لتلبية التوزيعات الدورية إذا لم يكن ما تم تحقيقه من ربح وما هو متوافر في الاحتياطي كافياً. وما يبقى من الاحتياطي في النهاية يكون حافزاً للجهة المنشئة (مدير المشاركة).
7. يقوم المصدر بتسلم الربح ودفع التوزيعات الدورية.
8. تُصدر الجهة المنشئة (المتعهد) تعهداً بشراء حصة الصكوك في حال الإخلال أو عند الإطفاء النهائي.
9. يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المنشئة (المشتري) الحصة من المصدر (البائع) في الحالات المحددة.
10. يدفع المصدر ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك وبذلك يتم إطفاء الصكوك.



## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)

الجهة المصدرة للصكوك (ISSUER)  
شركة ذات غرض خاصة (SPV)الجهة المنشئة  
(ORIGINATOR)

## غرضها:

توفير سيولة للجهة المنشئة لاستثمارها في أنشطتها عموماً أو في مشروع معين.

## متطلبات استخدامها:

أن تكون الجهة المنشئة مستعدة للمشاركة بحصة عينية تساوي قيمتها قيمة حصتها في رأس مال المشاركة، وأن يكون النشاط أو المشروع (محل المشاركة) داراً للدخل، وأن يكون مشروعاً.

## تداولها:

قابلة للتداول بأي قيمة بعد تحول رأس مالها إلى أصول عينية أو منافع أو خدمات أو خلطة منها أو منها ومن النقود والديون (بالشرط الذي سبق).

## مخاطرها:

يتحمل حملة الصكوك مخاطر الخسارة إذا لم تكن راجعة إلى التعدي أو التقصير أو مخالفة الشروط من الجهة المنشئة (الشريك المدير).

## ضمان العائد:

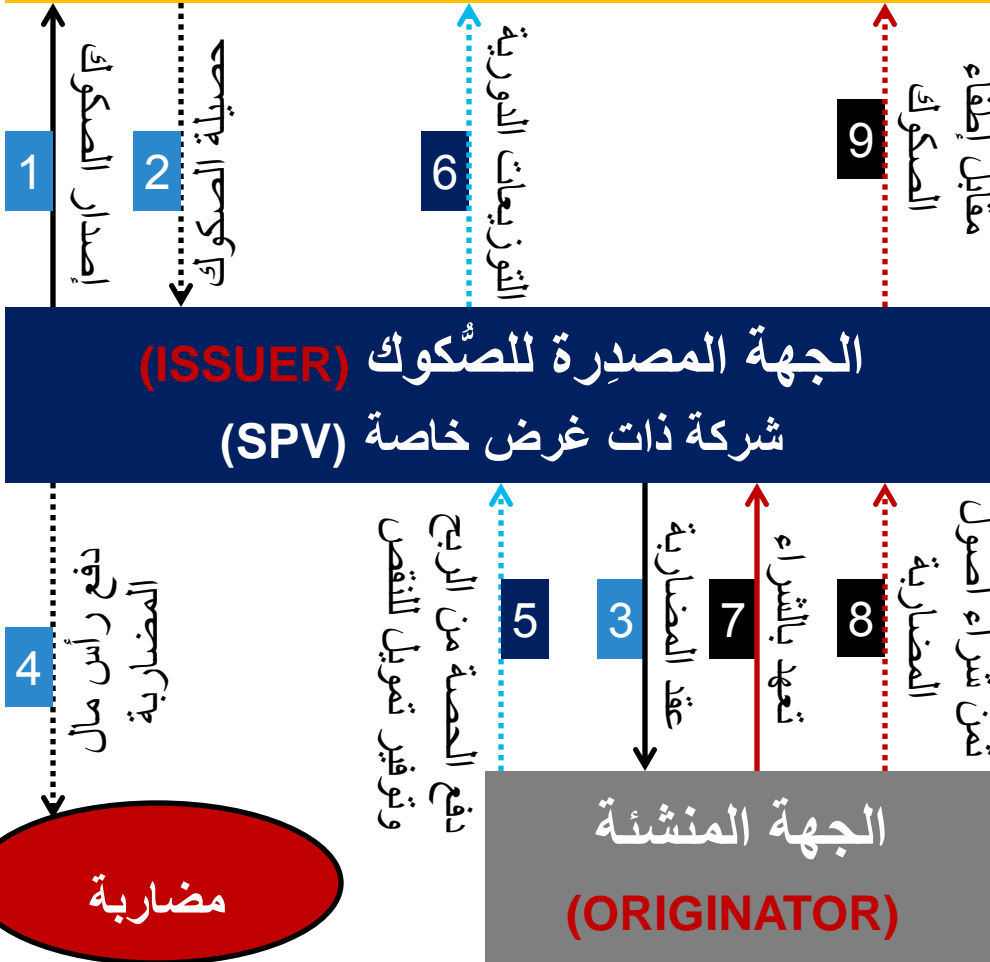
غير مضمون.

## إطفائها بالقيمة الاسمية:

غير جائز من خلال التعهد بشراء أصول الصكوك بالقيمة الاسمية من قبل الجهة المنشئة (الشريك المدير).

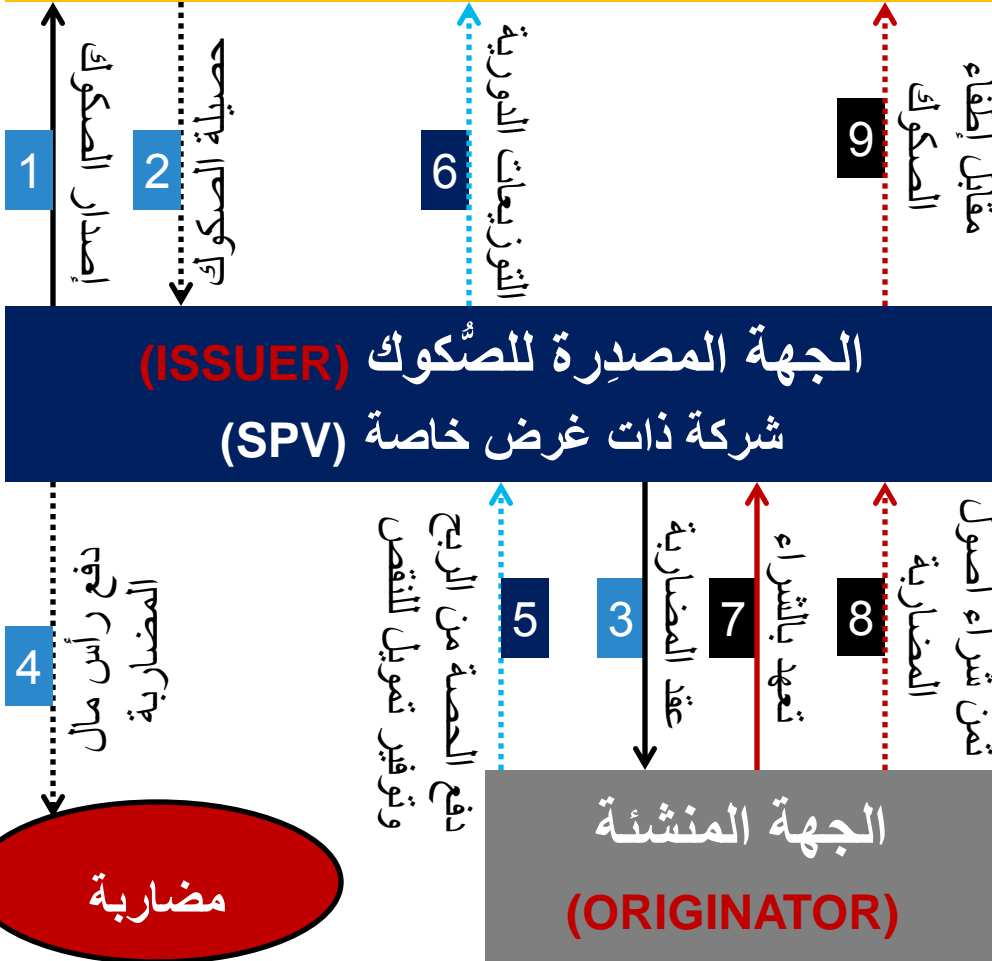
# صكوك المضاربة

## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)



1. يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.
2. يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
3. يُبرم المصدر (رب المال) عقد مضاربة مع الجهة المنشئة (مضارب)، التي تحتاج السيولة، لتستثمره وفق خطة الاستثمار ومجاله المتفق عليه.
4. يقوم المصدر بدفع رأس مال المضاربة، من حصيلة الصكوك، للجهة المنشئة.
5. تدفع الجهة المنشئة (المضارب) حصة الصكوك من ربح المضاربة، وتستبقي ما يزيد عن نسبة محددة في احتياطي. وهي توفر التمويل اللازم لتلبية التوزيعات الدورية إذا لم يكن ما تم تحقيقه من ربح وما هو متوافر في الاحتياطي كافياً. وما يبقى من الاحتياطي في النهاية يكون حافزاً للجهة المنشئة (المضارب).
6. يقوم المصدر بتسليم الربح ودفع التوزيعات الدورية.
7. تُصدر الجهة المنشئة (المتعهد) تعهداً بشراء أصول الصكوك في حال الإخلال أو عند الإطفاء النهائي.
8. يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المنشئة (المشتري) الحصة من المصدر (البائع) في الحالات المحددة.
9. يدفع المصدر ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك وبذلك يتم إطفاء الصكوك.

## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)

**غرضها:**

توفير سيولة للجهة المنشئة لاستثمارها في أنشطتها عموماً أو في مشروع معين.

**متطلبات استخدامها:**

أن يكون النشاط أو المشروع الذي ستستثمر فيه الجهة المنشئة (المضارب) داراً للدخل، وأن يكون مشروعاً.

**تداولها:**

قابلة للتداول بأي قيمة بعد تحول رأس مالها إلى أصول عينية أو منافع أو خدمات أو خبطة منها أو منها ومن النقود والديون (بالشرط الذي سبق).

**مخاطرها:**

يتحمل حملة الصكوك مخاطر الخسارة إذا لم تكن راجعة إلى التعدي أو التقصير أو مخالفة الشروط من الجهة المنشئة (المضارب).

**ضمان العائد:**

غير مضمون.

**إطفائها بالقيمة الاسمية:**

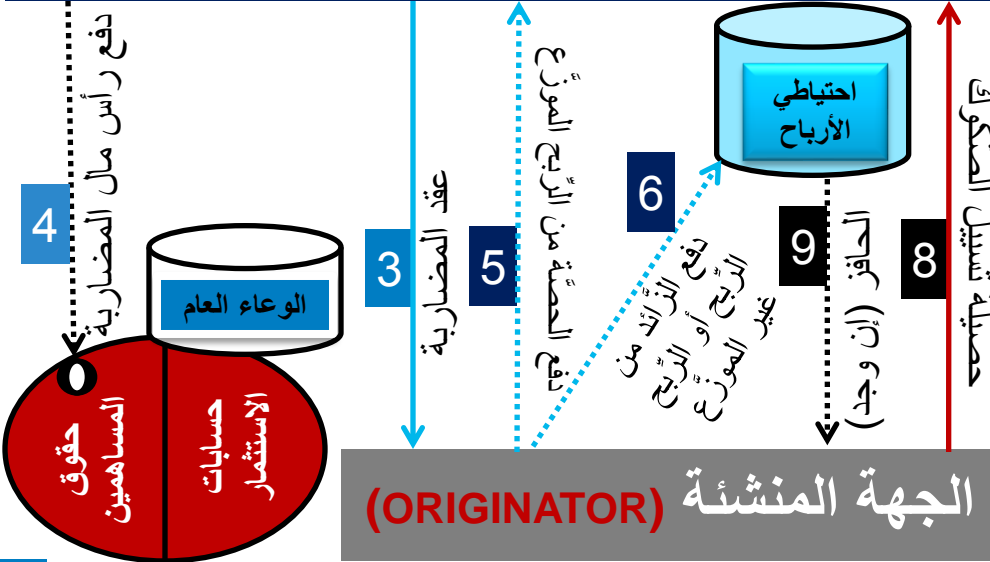
غير جائز من خلال التعهد بشراء أصول الصكوك بالقيمة الاسمية من قبل الجهة المنشئة (المضارب).

# آلية صكوك الشق الأول من رأس المال (على أساس المضاربة) 1

## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)



## الجهة المصدرة للصكوك (ISSUER) شركة ذات غرض خاصة (SPV)



1. يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.

2. يكتتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.

3. يُبرم المصدر (ربُّ المال) عقد مضاربة مع الجهة المنشئة (المضارب)، التي تحتاج السيولة، وتكون المضاربة في "الوعاء العام" في الجانب الذي يوجد فيه رأس مال الجهة المنشئة (حقوق الملكية).

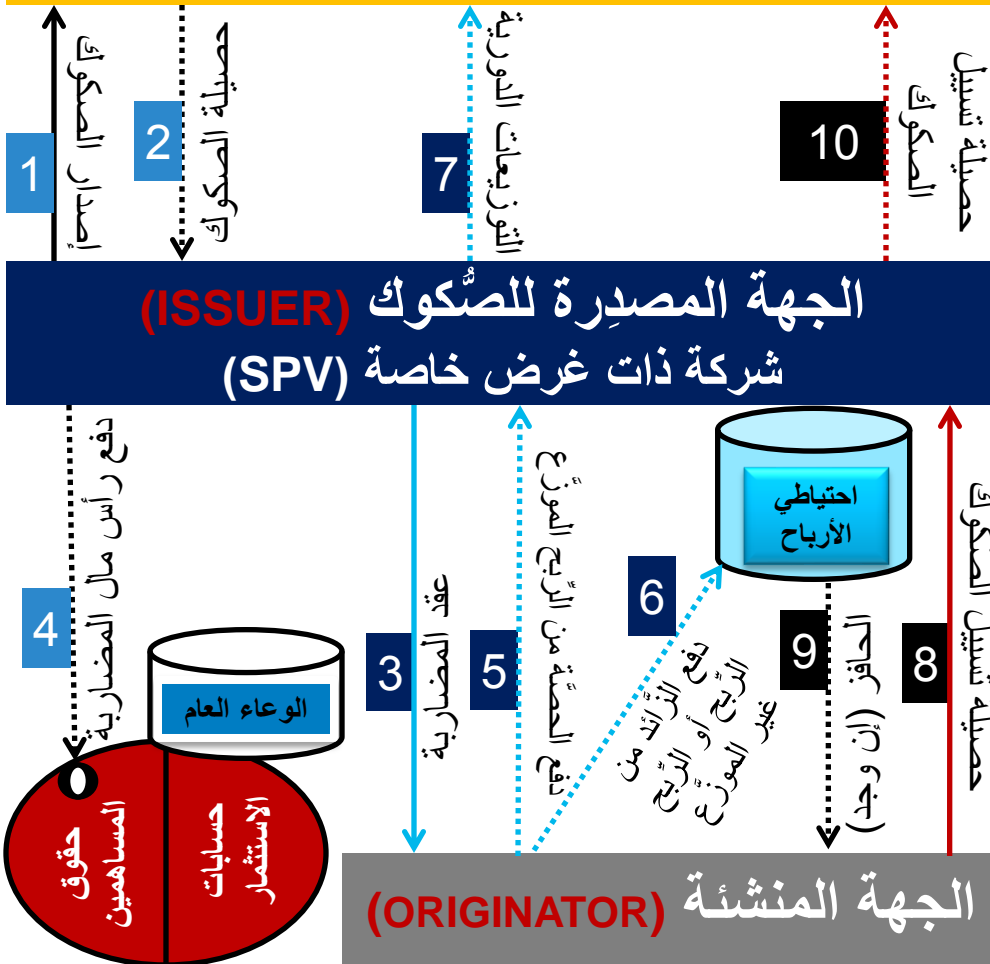
4. يقوم المصدر بدفع رأس مال المضاربة، من حصة الصكوك، للجهة المنشئة، فتنشأ مشاركتان:

المشاركة الأولى: بين حقوق الملكية ورأس مال الصكوك.  
المشاركة الثانية: بين رأس مال (موجودات) المشاركة الأولى وأرصدة (موجودات) حسابات الاستثمار (والجهة المنشئة هي المديرية لهذه المشاركة وتدخل فيها بكل موجودات المشاركة الأولى كما لو كانت مملوكة لها).

5. ما يتم تحقيقه من أرباح فإنه (وبالتنضيق - التقييم - الحكمي) يوزع من قبل الجهة المنشئة وفق نسب التوزيع المتفق عليها في عقد المضاربة.

وإذا قرّرت الجهة المنشئة (المضارب) عدم توزيع أرباح على حملة الصكوك، فليس لها توزيع أرباح على مساهمي الجهة المنشئة، ويودع ربح حملة الصكوك المتحقق في احتياطي الأرباح المملوك لحملة الصكوك.

## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)



6. ما يزيد عن الربح المتوقع يودع في احتياطي الأرباح.

7. يقوم المصدر بدفع التوزيعات الدورية لحملة الصكوك.

8. إذا رأت الجهة المنشئة (المضارب) تسهيل الصكوك فلها ذلك بعد مرور مدة محددة، وبشرط أن يظهر التنبؤ الحتمي أن رأس مال المضاربة سالم والربح المتوقع متحقق. فإن ظهر أن هناك خسارة أو أن الربح غير متحقق فلا تجبر على التسهيل، ولها - بمحض اختيارها - أن تسهل الصكوك وتجبر الخسارة أو النقص في الأرباح على سبيل التبرع.

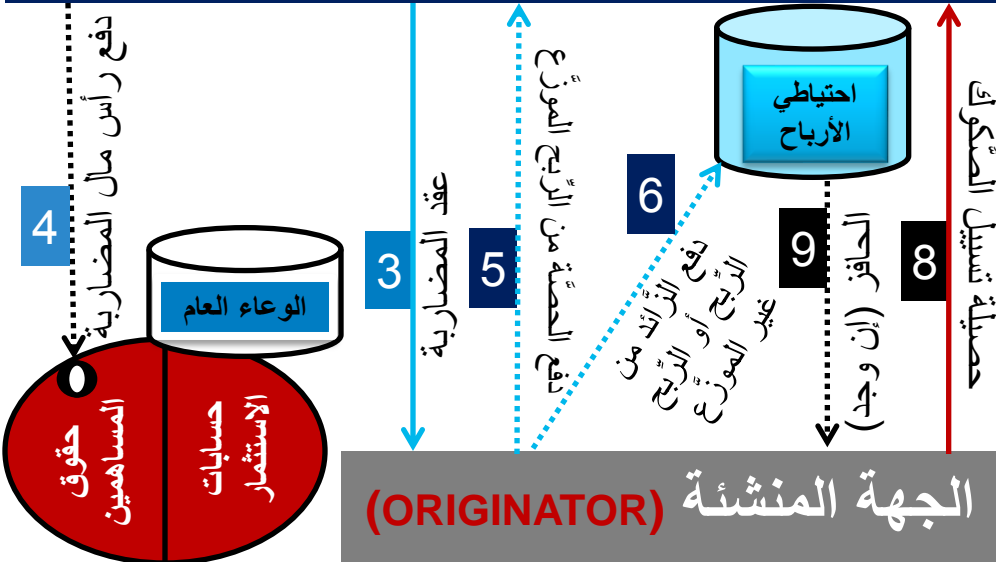
10. عند تصفية الجهة المنشئة بسبب الإفلاس، فإن أولوية الاستيفاء أو ترتيب الدفع يكون كالآتي:

- الحسابات الجارية تُدفع من أموال المشاركة الأولى لأنها هي المقترضة.

- إذا كانت هناك خسارة تُسأل عنها الجهة المنشئة: فيأخذ أصحاب حسابات الاستثمار كل رأس مالهم (ولو من أموال حملة الصكوك وحقوق المساهمين، لأن الجهة المنشئة قد دخلت في المشاركة الثانية بهذه الأموال)، ويكون من حق حملة الصكوك كل رأس مالهم كذلك ويرجعون به على موجودات مساهمي الجهة المنشئة.

- إذا كانت هناك خسارة لا تُسأل عنها الجهة المنشئة: فالباقي في الوعاء يوزع (بالنسبة والتناسب) بين أصحاب حسابات الاستثمار وحملة الصكوك ومساهمي الجهة المنشئة (أولوية دفع).

## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)

الجهة المصدرة للصكوك (ISSUER)  
شركة ذات غرض خاصة (SPV)

## غرضها:

توفير سيولة للجهة المنشئة تدعم بها متطلبات رأس المال.

## متطلبات استخدامها:

أن تؤمّن حصة الصكوك (رأس مال المضاربة) في "الوعاء العام" للجهة المنشئة (في الجانب الذي يوجد فيه رأس مال تلك الجهة من الوعاء العام).

## تداولها:

قابلة للتداول بأي قيمة إذا كانت مكونات الوعاء العام يتوافر فيها شرط التداول (الحصة المطلوبة من الأعيان أو المنافع أو الحقوق أو خلطة منها).

## مخاطرها:

يتحمل حملة الصكوك مخاطر أي خسارة لا ترجع إلى تعدي أو تقصير أو مخالفة الشروط من قبل الجهة المنشئة (المضارب).

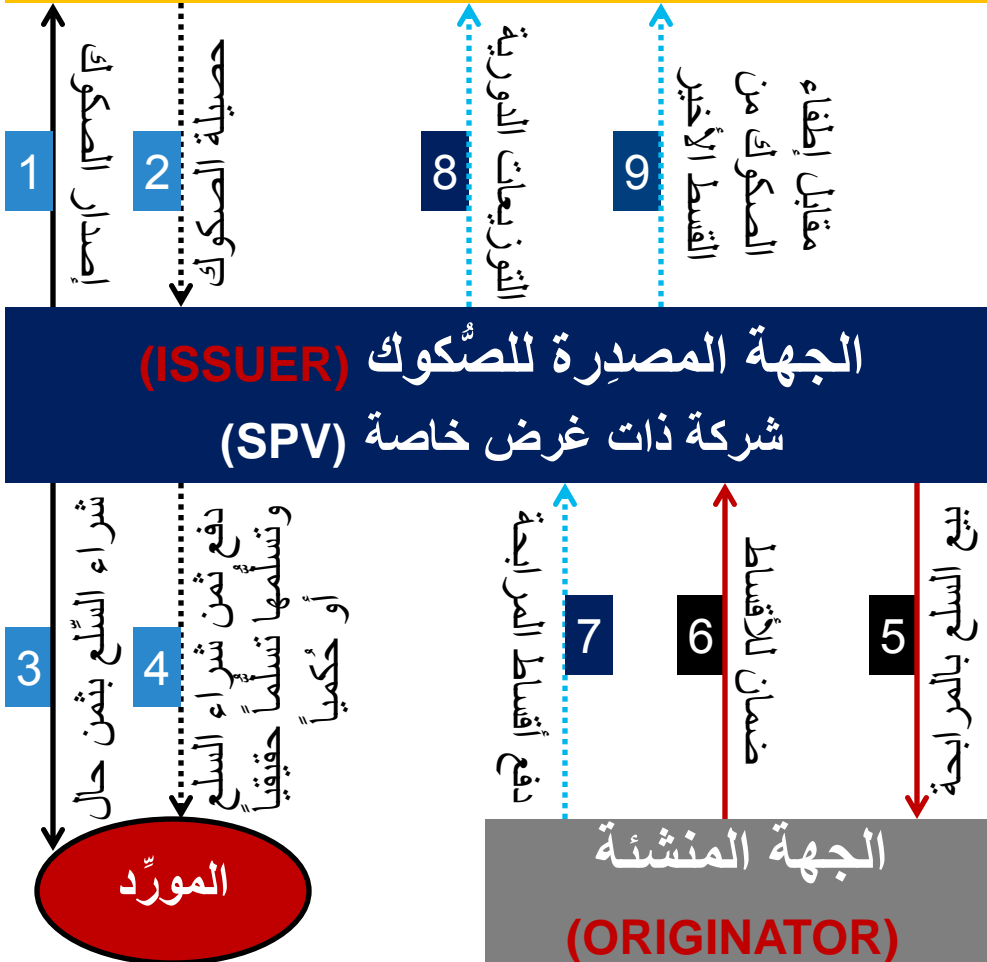
## ضمان العائد:

غير مضمون.

## إطفاؤها بالقيمة الاسمية:

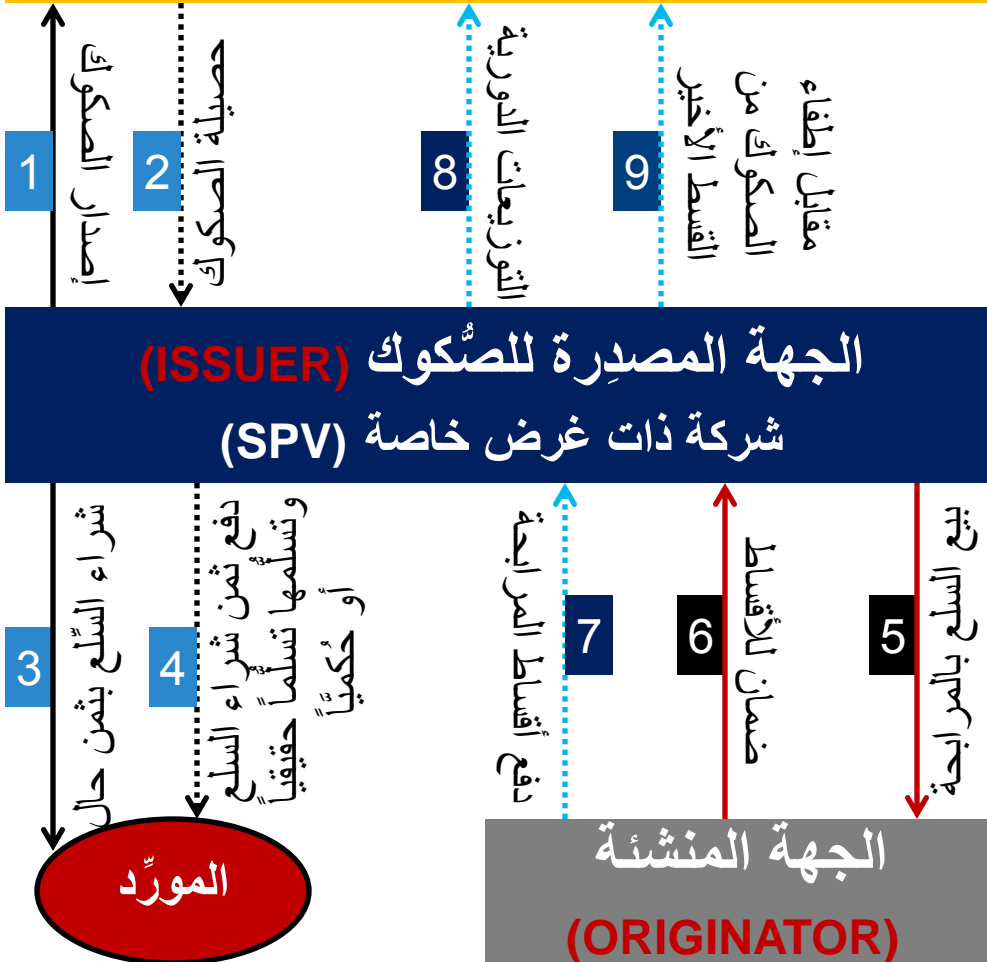
- غير جائز من خلال التعهد بشراء أصول الصكوك بالقيمة الاسمية من قبل الجهة المنشئة (المضارب).  
- وعلى كلّ حال، فليس لحملة الصكوك المطالبة بإطفاؤها لأنها صكوك (دائمة).

## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)



1. يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.
2. يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
3. يُبرم المصدر (المشتري) عقد شراء (مساومة) مع المورد (البائع)، لشراء السلع التي تريدها الجهة المنشئة.
4. يقوم المصدر بدفع الثمن للمورد وتسليم السلع المشتراة تسليماً حقيقياً أو حكيمياً.
5. يقوم المصدر (البائع بالمرابحة) ببيع السلع للجهة المنشئة (المشتري بالمرابحة)، على أساس المرابحة بأقساط متفق على مبالغها وتواريخ استحقاقها، ويسلمها لها.
6. تقدم الجهة المنشئة ضماناً لأقساط المرابحة.
7. تدفع الجهة المنشئة (المشتري بالمرابحة) أقساط المرابحة في تواريخ استحقاقها.
8. يقوم المصدر بتسليم الأقساط ودفع التوزيعات الدورية.
9. بأخر قسط يتم دفعه من الجهة المنشئة ويتسلمه المصدر يتم إطفاء الصكوك.

## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)

**غرضها:**

تملك أصول عينية موجودة من سلع أو بضائع أو معدات أو عقارات .. إلخ.

**متطلبات استخدامها:**

أن تكون الأصول العينية من الجائز تملكها شرعاً، وتساوي قيمتها السوقية القيمة الاسمية للصكوك.

**تداولها:**

قابلة للتداول بأي قيمة بعد تملك (وتسلم) الجهة المصدر للأصول وقبل بيعها بالمرابحة للجهة المنشئة. وبعد إبرام المرابحة لا يجوز تداولها إلا بقيمة الباقي من أقساط المرابحة (ديون).

**مخاطرها:**

يتحمل حملة الصكوك مخاطر ملكية الأعيان في الفترة بين تملكها وتسليمها وبيعها وتسليمها للجهة المنشئة.

**ضمان العائد:**

مضمون من الجهة المنشئة لأنه جزء من ثمن (دين) مرابحة.

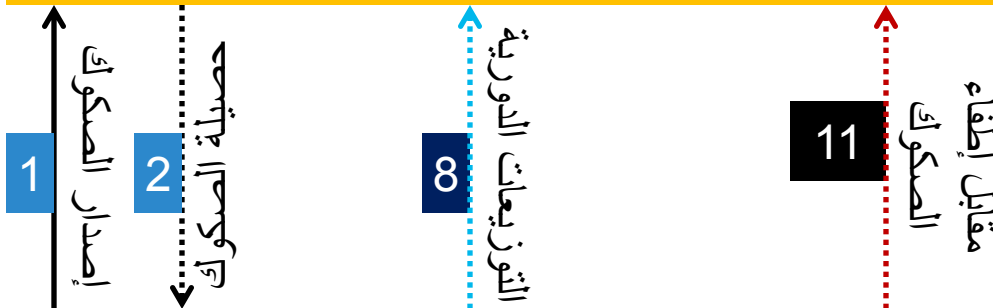
**إطفائها بالقيمة الاسمية:**

يمكن بالقيمة الاسمية وذلك بجعل مقدار القسط الأخير للمرابحة مساوياً للقيمة الاسمية للصكوك.

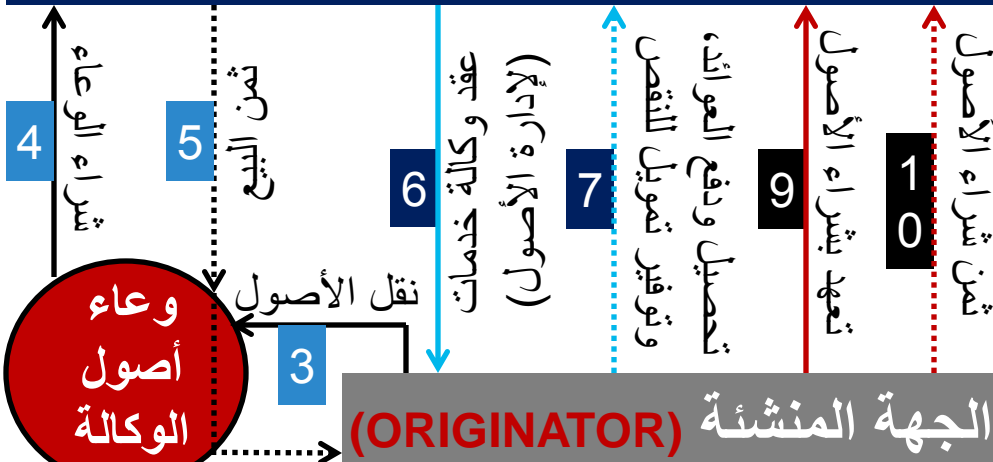


# آلية صكوك الوكالة بالإدارة (بالخدمات)

## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)



## الجهة المصدرة للصكوك (ISSUER) شركة ذات غرض خاصة (SPV)

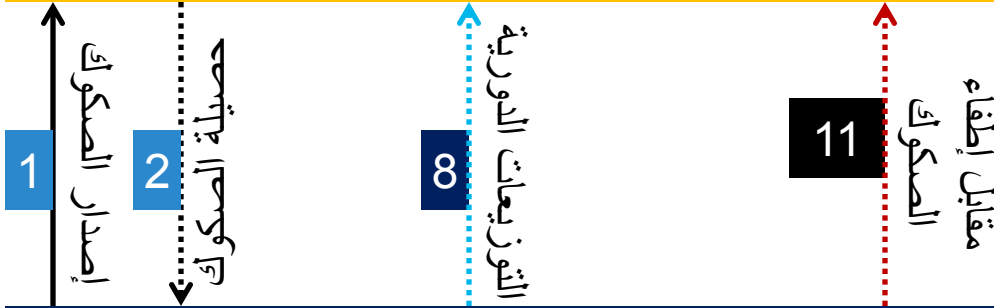


## الجهة المنشئة (ORIGINATOR)

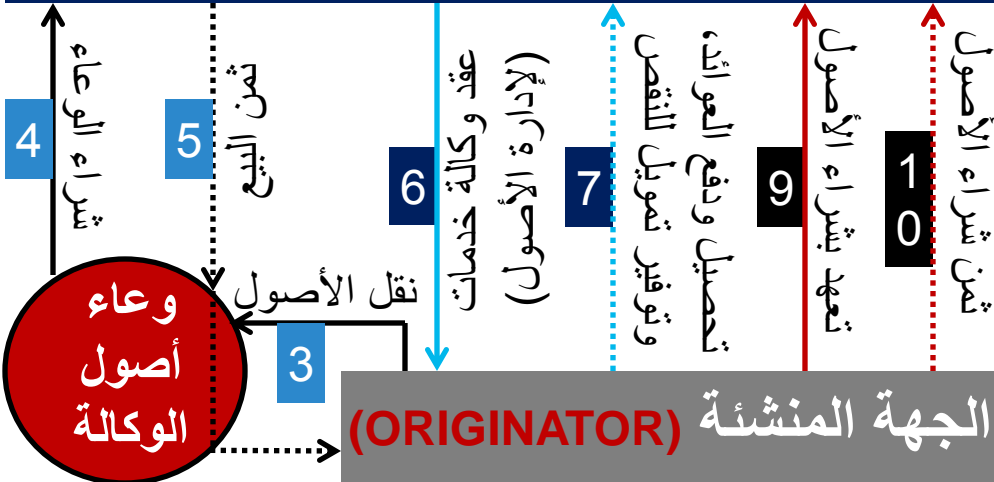
1. يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.
2. يكتتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
3. تقوم الجهة المنشئة بتكوين "وعاء" من أصول لديها.
4. يُبرم المصدر (المشتري) عقد شراء "وعاء أصول الوكالة" من الجهة المنشئة (البائع)، التي تحتاج السيولة.
5. يقوم المصدر بدفع الثمن، من حصيلة الصكوك، للجهة المنشئة، وهذا الثمن يمثل السيولة.
6. يبرم المصدر (الموكل) عقد وكالة خدمات (إدارة الأصول) مع الجهة المنشئة (وكيل خدمات - مدير) لتحصيل عوائدها وتجديد عقودها وخدمتها، ودفع ما يماثل التوزيعات الدورية للصكوك والاحتفاظ بالباقي كاحتياطي ليكون حافزاً.
7. تدفع الجهة المنشئة (المديرة) العوائد بعد تحصيلها واقتطاع مبلغ للاحتياطي والحافز. وتوفر الجهة المنشئة التمويل اللازم لتلبية التوزيعات الدورية إذا لم يكن كافياً ما يتم تحصيله من عوائد الأصول وما هو متوافر في الاحتياطي.
8. يقوم المصدر بدفع التوزيعات الدورية.
9. تُصدر الجهة المنشئة (المتعهد) تعهداً بشراء وعاء أصول الوكالة من المصدر في حال الإخفاق أو عند الإطفاء النهائي.
10. يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المنشئة (المشتري) الأصول من المصدر (البائع) في حالات محددة.
11. يدفع المصدر ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك لإطفائها.

# آلية صكوك الوكالة بالإدارة (بالخدمات)

## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)



## الجهة المصدرة للصكوك (ISSUER) شركة ذات غرض خاصة (SPV)



### غرضها:

توفير سيولة للجهة المنشئة تتصرف بها بمجالات ليس للصكوك صلة مباشرة بها.

### متطلبات استخدامها:

أن يكون لدى الجهة المنشئة أصول مشروعة دارة للدخل، من أعيان أو منافع أو خدمات، أو خلطة منها، تساوي قيمتها القيمة الاسمية للصكوك. ويمكن أن يضاف لها ديون مشروعة (ديون مرابحة - ديون استنصاع) بشرط شرائها من قبل المصدر بالباقي منها وقت الشراء.

### تداولها:

قابلة للتداول بأي قيمة إذا كانت أصول الوعاء تتكون من أصول عينية أو منافع أو خدمات أو خلطة منها أو منها ومن النقود والديون (بالشرط الذي سبق).

### مخاطرها:

يتحمل حملة الصكوك مخاطر الخسارة إذا لم تكن راجعة إلى التعدي أو التقصير أو مخالفة الشروط من الجهة المنشئة.

### ضمان العائد:

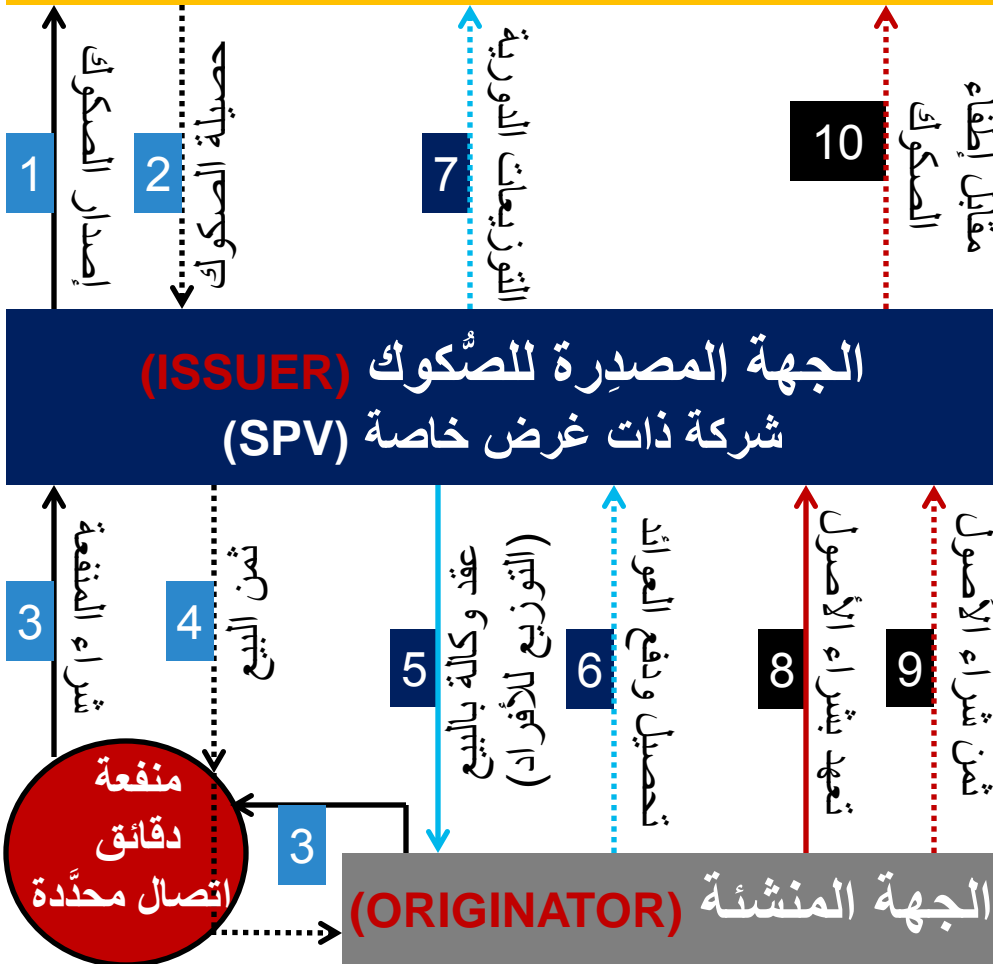
غير مضمون، لكن يمكن (وفق بعض الاجتهادات) أن يغطي مقداره في ثمن شراء أصول الوعاء من خلال التعهد بالشراء.

### إطفائها بالقيمة الاسمية:

جائز (وفق بعض الاجتهادات) من خلال التعهد بشراء وعاء أصول الوكالة بالقيمة الاسمية من قبل الجهة المنشئة (وكيل الخدمات - المدير).

# آلية صكوك الوكالة بالبيع (لدقائق الاتصال)

## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)

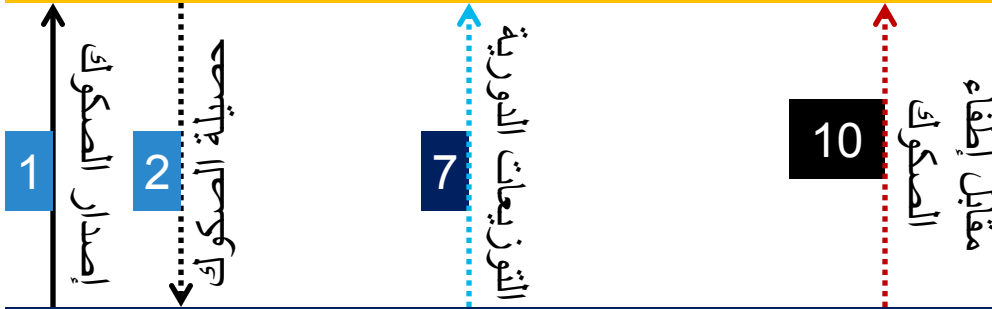


1. يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.
2. يكتتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
3. يُبرم المصدر (المشتري) عقد شراء دقائق اتصال محددة (المنفعة التي تمثلها) من الجهة المنشئة (البائع)، التي تحتاج السيولة، ويكون الشراء بسعر الجملة.
4. يقوم المصدر بدفع الثمن، من حصيلة الصكوك، للجهة المنشئة، وهذا الثمن يمثل السيولة.
5. يبرم المصدر (الموكل) عقد وكالة بالبيع (لتوزيع الدقائق على الأفراد بمقابل، أعلى من سعر الجملة) مع الجهة المنشئة (وكيل بالبيع - التوزيع) لبيع الدقائق للأفراد، ودفع ما يماثل التوزيعات الدورية للصكوك والاحتفاظ بالباقي كاحتياطي ليكون حافزاً.
6. تدفع الجهة المنشئة (الوكيلة) العوائد بعد تحصيلها واقتطاع مبلغ للاحتياطي والحافز.
7. يقوم المصدر بدفع التوزيعات الدورية.
8. تُصدر الجهة المنشئة (المتعهد) تعهداً بشراء الدقائق من المصدر بثمان حال في حال عدم كفاية ما تم بيعه لتغطية التوزيعات الدورية أو الإخفاق أو عند الإطفاء النهائي.
9. يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المنشئة (المشتري) الأصول من المصدر (البائع) في الحالات المحددة.
10. يدفع المصدر ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك لإطفائها.

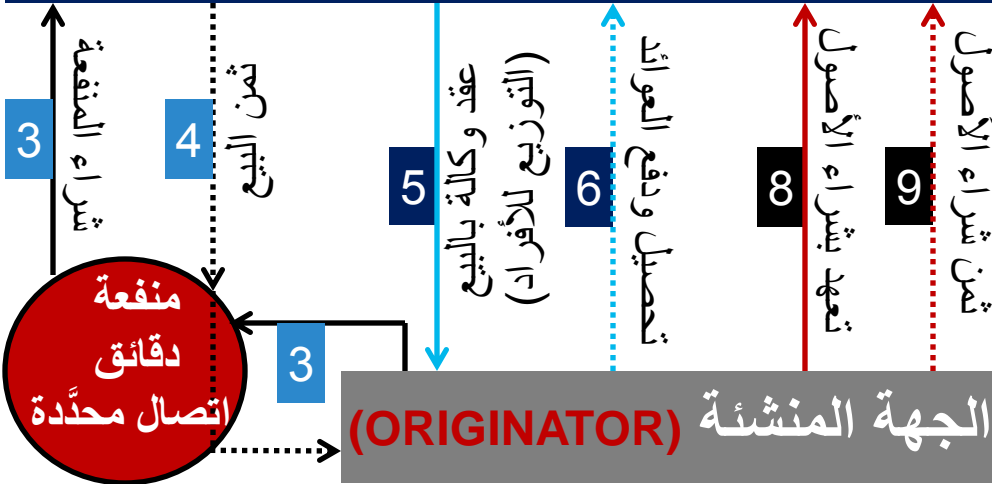
# آلية صكوك الوكالة بالبيع (دقائق الاتصال)

2

## حملة الصكوك (SUKUK HOLDERS)



## الجهة المصدرة للصكوك (ISSUER) شركة ذات غرض خاصة (SPV)



### غرضها:

توفير سيولة للجهة المنشئة تتصرف بها بمجالات ليس للصكوك صلة مباشرة بها.

### متطلبات استخدامها:

أن تكون الجهة المنشئة شركة اتصالات لديها منفعة دقائق اتصال تساوي قيمتها (بالجملة) مقدار القيمة الاسمية للصكوك.

### تداولها:

قابلية للتداول بأي قيمة لأن أصول الصكوك منفعة (منافع أو خدمات اتصال).

### مخاطرها:

يتحمل حملة الصكوك مخاطر هلاك المنفعة إذا لم يكن هلاكها راجعاً إلى التعدي أو التقصير أو مخالفة الشروط من الجهة المنشئة (وكيل الخدمات - المدير).

### ضمان العائد:

غير مضمون، لكن يمكن (وفق بعض الاجتهادات) أن يغطى مقداره في ثمن شراء دقائق الاتصال أو المتبقي منها من خلال التعهد بالشراء.

### إطفائها بالقيمة الاسمية:

جائز (وفق بعض الاجتهادات) من خلال التعهد بشراء الباقي من دقائق الاتصال بالقيمة الاسمية من قبل الجهة المنشئة (وكيل الخدمات - المدير).

# تحديث إصدارات الصكوك

# التحديثات في إصدار الصكوك

- عدم تسجيل ملكية الأصول العقارية (للصكوك) رسمياً باسم حملة الصكوك

المتطلبات القانونية

- عدم إخراج الأصول من الميزانية بعد بيعها لحملة الصكوك
- معاملة الصكوك كأوراق مالية مضمونة الأصل والعائد (Fixed Income) دون اعتبار لمخاطر الآلية الشرعية (مخاطر الملكية)

المعايير المحاسبية

- عدم أخذ وكالات التصنيف الائتماني مخاطر الآلية الشرعية (مخاطر الملكية) في اعتبارها عند منح التصنيف

معايير التصنيف الائتماني

- اقتصار دور الهيئة الشرعية على اعتماد العقود والآلية
- عدم التواصل بين وكالات التصنيف الائتماني والهيئة الشرعية

الالتزام الشرعي

# ترشيد إصدارات الصُّكوك

# ترشيد إصدارات الصُّكوك

تغيير نظرة السُّوق إليها بما يتَّفَق مع طبيعتها الشَّرعية، وهي **أدوات استثمار فعلي** (لا أدوات دين) **يتحمَّل حملتها مخاطر الاستثمار فيها** وفق الضَّوابط الشَّرعية، ويشمل ذلك رأس مالها وعوائدها، مع استمرار الرقابة الشَّرعية عليها إلى إطفائها

المقصود بالترشيد

وسائل تحقيق ذلك



إصدار صكوك  
«مدعومة بالأصول»

- أن تثبت لحملة الصُّكوك **ملكيَّة شرعيَّة وقانونيَّة** لأصول الصُّكوك (تسجيل الملكيَّة العقارية باسم حملة الصُّكوك – الشركة ذات الغرض الخاص)
- أن يكون لحملة الصُّكوك **حقُّ الرُّجوع** مجتمعين على أصول الصُّكوك
- أن يتحمَّل حملة الصُّكوك **مخاطر هلاك أو تلف أصول الصُّكوك، وكذلك تقلُّب عوائدها،** وفقاً لضوابط الآليَّة المستخدمة
- أن يتحمَّل حملة الصُّكوك **النَّفقات والمصروفات المباشرة** الخاصَّة بأصول الصُّكوك وأنشطة استثمارها
- أن لا يقتصر دور الهيئة الشَّرعية على اعتماد آليَّة ومستندات الصُّكوك بل يمتدُّ إلى إطفاء الصُّكوك
- أن يعزَّز كلُّ ذلك **بتشريعات ومعايير ملزمة** من قِبَل الجهات الرقابية وأسواق إدراج الصُّكوك



- إخراج أصول الصُّكوك من ميزانيّة الجهة المنشئة للصُّكوك محاسبياً (لن يقتصر ذلك على أن يكون مطلباً شرعياً)
- تطبيق معايير محاسبية على الصُّكوك تناسب طبيعتها الاستثمارية وما تشتمل عليه من مخاطر ملكية (لا مخاطر ائتمانية فقط)
- أن وكالات التّصنيف الائتماني ستأخذ جودة وكفاءة الأصول في اعتبارها عند تصنيف الصُّكوك
- لن يُنظر إلى الصُّكوك على أنها أدوات دين (أو دخلٍ ثابت)
- تُنشأ لها سوق مستقلة لإدراجها وتداولها

النتيجة

الحاصل

توافق النظرية مع التطبيق