

بازار سرمایه اسلامی

سال دوازدهم / شماره سی و سوم / بهار و تابستان ۱۴۰۲



صندوق سرمایه گذاری سهامی اهرمی



الْحَمْدُ لِلَّهِ

ای کسانی که ایمان آورده اید!
اموال یکدیگر را به باطل
(و از طرق نامشروع) نخورید
مگر اینکه تجارتی
بارضایت شما انجام گیرد.

ترجمه آیه ۲۹ سوره نساء



سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهشی، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه بازارها و ابزارهای مالی

بولتن بازار سرمایه اسلامی

سال دوازدهم / شماره سی و سوم / بهار و تابستان ۱۴۰۲

موضوع این شماره:

صندوق سرمایه گذاری سهامی اهرمی

پدید آورندگان:

سید امیرحسین اعتصامی، محمدرضا سیمباری،
سیدمحمد امین زاده، محمد توحیدی
(گروه بازارها و ابزارهای مالی)

فهرست:

- مقدمه / ۲
- تعریف صندوق سرمایه گذاری اهرمی / ۳
- ترکیب دارایی های صندوق سهامی اهرمی / ۵
- ساز و کار تقسیم منافع صندوق سرمایه گذاری سهامی اهرمی / ۵
- مقایسه واحدهای سرمایه گذاری عادی و ممتاز / ۷
- اهرم و اثر گذاری آن / ۷
- ارکان صندوق سرمایه گذاری سهامی اهرمی و وظایف آنها / ۸
- ریسک های متوجه سرمایه گذاران در صندوق های سهامی اهرمی / ۹
- صندوق های سرمایه گذاری سهامی اهرمی بازار سرمایه ایران / ۱۱
- تحلیل فقهی حقوقی صندوق سرمایه گذاری سهامی اهرمی / ۱۲
- تحلیل فقهی صندوق های سرمایه گذاری اهرمی / ۱۶
- مصوبه کمیته فقهی / ۱۹
- منابع / ۲۰

مقدمه

و به دنبال یک سود معین تضمین شده. صندوق‌های اهرمی به گونه‌ای طراحی و مهندسی شده‌اند تا محصولاتی فراهم کنند که به نیاز هر کدام از سلاقی فوق، پاسخ مناسبی بدهد.

مزیت صندوق‌های سهامی اهرمی منحصر در پاسخ به سلاقی مختلف نیست و فقط در سطح خرد باقی نمی‌ماند؛ بلکه این صندوق‌ها در سطح کلان و بازار نیز کارکرد مثبت خواهند داشت. سرمایه‌گذاران در شرایط رکود بازار سهام تمایلی به سرمایه‌گذاری در سهام ندارند؛ در عوض کسب سود تضمین شده برایشان جذاب است. صندوق سهامی اهرمی با ویژگی‌هایی که دارد، نرخ سود حداقلی را برای این سرمایه‌گذاران تضمین می‌کند و وجوه ایشان را در سهام سرمایه‌گذاری می‌کند. در نتیجه وجوه اشخاصی که به دلیل شرایط رکودی بازار تمایلی به سرمایه‌گذاری در سهام ندارند، به سمت سرمایه‌گذاری در سهام جریان خواهد یافت. این سازوکار، عملاً از بازار حمایت کرده و می‌تواند با افزایش نقدینگی که صرف خرید سهام می‌شود، به خروج بازار سهام از رکود کمک کند.

در این نوشتار صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی معرفی خواهد شد.

یعنی سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازار سرمایه مانند صندوق‌های با درآمد ثابت، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام، صندوق‌های مختلط، صندوق‌های زمین و ساختمان و...

هر کدام از انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار سرمایه در پاسخ به نیازها و سلاقی گوناگون سرمایه‌گذاران ایجاد شده و توسعه یافته‌اند. سرمایه‌گذاران درباره تحمل ریسک و بازده انتظاری، سلاقی و ذائقه‌های متفاوتی دارند؛ برخی تمایل به پذیرش ریسک‌های بسیار بالا دارند به امید اینکه بازدهی‌های خارق‌العاده و عجیب کسب کنند؛ حتی تا چند برابر بازدهی شاخص بازار. برخی دیگر ریسک‌گریز هستند

امروزه سرمایه‌گذاری یکی از ضرورت‌های مهم در زندگی مالی-اقتصادی اشخاص تلقی می‌شود؛ این موضوع علی‌الخصوص برای اشخاصی که در اقتصادهای دارای تورم بالا زیست می‌کنند، اهمیت بیشتری می‌یابد. اشخاص لازم است گزینه‌های سرمایه‌گذاری را با در نظر گرفتن عواملی مانند ریسک‌پذیری، بازده مورد انتظار، افق زمانی، حداقل نقدینگی در دسترس و... تحلیل و ارزیابی نمایند و نهایتاً اقدام به سرمایه‌گذاری کنند. در این میان همگان دانش و سواد مالی لازم برای انجام چنین کاری را ندارند و قادر به سرمایه‌گذاری مستقیم در بازارهای مالی نیستند. پاسخ این نیاز، سرمایه‌گذاری غیرمستقیم است؛





تعریف صندوق سرمایه گذاری سهامی اهرمی



صندوق سرمایه گذاری سهامی اهرمی از مصادیق صندوق های سرمایه گذاری موضوع بند ۲۰ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار و بند ۵ ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید محسوب می شود. کلیات و چارچوب صندوق های سرمایه گذاری سهامی اهرمی در مصوبه تک ماده ای به تاریخ ۱۳۰۳/۰۳/۱۴۰۰ توسط هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار به تصویب رسید. این صندوق ها طبق ماده ۲ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، نزد مرجع ثبت شرکت ها به ثبت می رسند و مطابق اساسنامه و مقررات اداره می شوند.

صندوق اهرمی یک نوع صندوق سرمایه گذاری در سهام است که از تکنیک اهرم مالی برای کسب بازدهی مضاعف از یک سرمایه گذاری استفاده می کند. در این صندوق از دو سازکار برای سرمایه گذاری و انتقال مالکیت واحدهای سرمایه گذاری^۱ استفاده می شود: «صدور و ابطال» و «قابل معامله در بورس»^۲. منظور از اهرمی یعنی دارندگان واحدهای ممتاز با استفاده از منابع دارندگان واحدهای عادی، به نوعی برای خود اهرم و اعتبار ایجاد می کنند. واحدهای سرمایه گذاری صندوق اهرمی به دو دسته ممتاز و عادی تقسیم می شود. واحدهای ممتاز نیز دو مدل ممتاز نوع اول و ممتاز نوع دوم دارند.

- واحدهای عادی مانند واحدهای صندوق های با درآمد ثابت هستند؛ با این تفاوت که درصد پرداخت سود این واحدها، در یک بازه معین است (مثلاً حداقل ۲۰ درصد و حداکثر ۲۴ درصد). نوع این واحدها، صدور و ابطالی است.
- واحدهای ممتاز نوع اول در قبال آورده مؤسسين صادر می شود. این واحدها غیرقابل ابطال ولی قابل انتقال به دیگری صرفاً در بورس و با رعایت مقررات آن هستند. دارندگان واحدهای سرمایه گذاری ممتاز نوع اول صندوق یا نمایندگان قانونی آنها مجاز به حضور در مجمع صندوق هستند. سرمایه گذاران یاد شده به ازای هر واحد سرمایه گذاری يك حق رأی دارند. تعداد واحدهای سرمایه گذاری ممتاز نوع اول در طول دوره فعالیت ثابت است.
- واحدهای ممتاز نوع دوم پس از تأسیس صندوق برای عموم سرمایه گذاران قابل صدور است. تعداد واحدهای سرمایه گذاری ممتاز نوع دوم قابل افزایش است. نوع این واحدها، صندوق قابل معامله (ETF) است و بازدهی متغیر دارند.

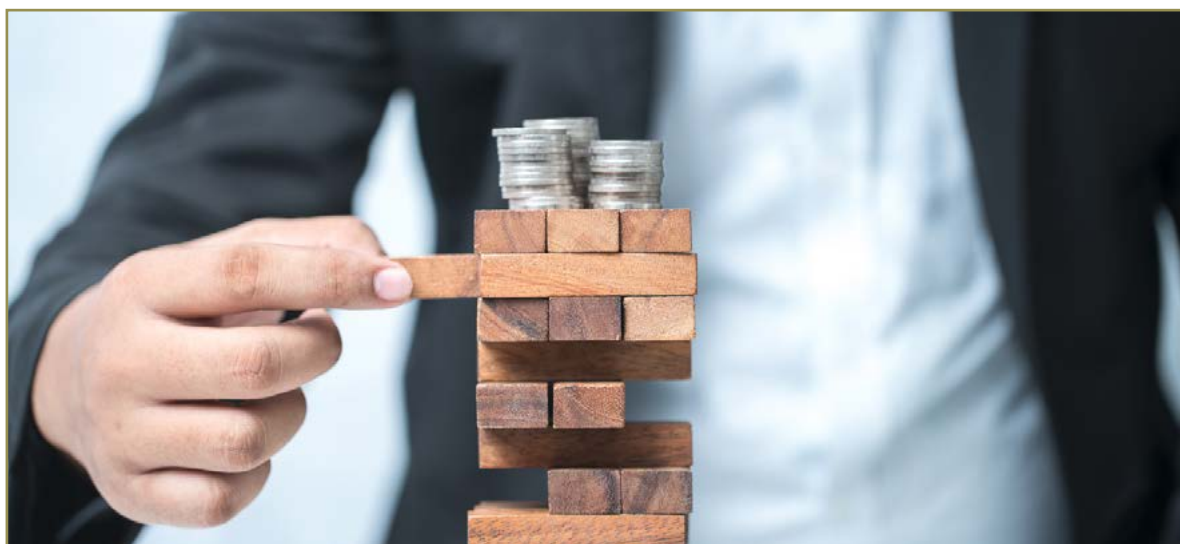
1. Units

2. Exchange-Traded Fund (ETF)

مبنای تقسیم‌بندی واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری اهرمی به ممتاز و عادی، «سطح پذیرش ریسک» و «بازدهی مورد انتظار» دارندگان آن‌هاست. به این صورت که واحدهای عادی، بسیار کم ریسک هستند و سازوکار «صدور و ابطالی» دارند؛ اما واحدهای ممتاز، ریسکی و دارای سازوکار «قابل معامله در بورس» هستند.

سرمایه این نوع صندوق‌ها متغیر است و حداقل ارزش آن معادل تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز نوع اول و دوم، پنج هزار میلیارد ریال است. حداقل تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز برای صدور فعالیت ۵۰۰ میلیون واحد خواهد بود. ارزش اسمی هر واحد سرمایه‌گذاری برابر ده هزار ریال است. صندوق در ازای صدور واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز مجاز به صدور واحدهای سرمایه‌گذاری عادی نیز خواهد بود. مدت فعالیت این صندوق‌ها نامحدود است.

به‌منظور ایجاد اطمینان از وجود منابع مالی کافی برای تأمین مابه‌التفاوت بازدهی ایجاد شده توسط صندوق با حداقل بازدهی تعیین شده برای واحدهای عادی، سقف واحدهای عادی قابل صدور حداکثر به میزان دو برابر واحدهای ممتاز صادر شده است. به بیان دیگر، پس از دریافت مجوز اولیه، امکان صدور واحدهای کم ریسک حداکثر به میزان دو برابر تعداد واحدهای ریسکی فراهم می‌شود.



اگر ارزش واحدهای ممتاز حداقل به سه چهارم ارزش واحدهای عادی برسد، افزایش سقف واحدهای سرمایه‌گذاری عادی امکان‌پذیر است؛ به صورتی که مجموع ارزش واحدهای عادی قابل صدور با فرض موافقت با افزایش سقف درخواست شده، بیش از دو برابر مجموع ارزش واحدهای ممتاز صادره نگردد.

در طول فعالیت صندوق، سقف واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز به میزانی که پس از اعمال، ارزش واحدهای ممتاز حداکثر برابر با واحدهای عادی نزد سرمایه‌گذاران باشد، امکان‌پذیر است.

نوعی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک^۱ در دنیا وجود دارد که با صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی موجود در ایران تشابه لفظی دارد اما به لحاظ کارکردی و سبد سرمایه‌گذاری متفاوت است. صندوق‌های اهرمی متعارف (Leveraged Funds) صندوق‌هایی هستند که با استفاده از راهبردهای سرمایه‌گذاری تهاجمی و سازوکارهای اهرمی (مانند فروش استقراضی، خرید و فروش اختیارهای معامله، خرید دارایی با سازوکار مارجین^۲ و ...) کسب بازدهی چند برابری شاخص بازار را دنبال می‌کنند. این صندوق‌ها معمولاً برای کسب بازدهی بیشتر، از ابزارهای مشتقه مانند قراردادهای آتی و اختیار معامله استفاده می‌کنند. انواع این صندوق‌ها عبارتند از: صندوق‌های اهرمی سرمایه‌گذاری در بازار پول (اوراق دولتی و اسناد خزانه)، در سهام، شاخصی، مختلط و با درآمد ثابت (اوراق خزانه، اوراق قرضه و وام‌های رهنی).

1. Mutual Funds
2. Buying Assets on Margin



ترکیب دارایی‌های صندوق سهامی اهرمی

انواع اوراق بهادار از جمله سهام و حق تقدم سهام پذیرفته شده در بورس تهران و فرابورس ایران، گواهی سپرده کالایی، اوراق بهادار با درآمد ثابت، سپرده‌ها و گواهی‌های سپرده بانکی است. موضوع فعالیت فرعی این صندوق‌ها، مشارکت در تعهد پذیره نویسی یا تعهد خرید اوراق بهادار با درآمد ثابت است.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری که با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار تأسیس می‌گردند، قادر هستند منابع مالی جمع‌آوری شده را در موضوع فعالیت مصوب خود سرمایه‌گذاری نمایند. بر اساس ماده واحده کلیات و چارچوب صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی، موضوع فعالیت اصلی این صندوق‌ها، سرمایه‌گذاری در



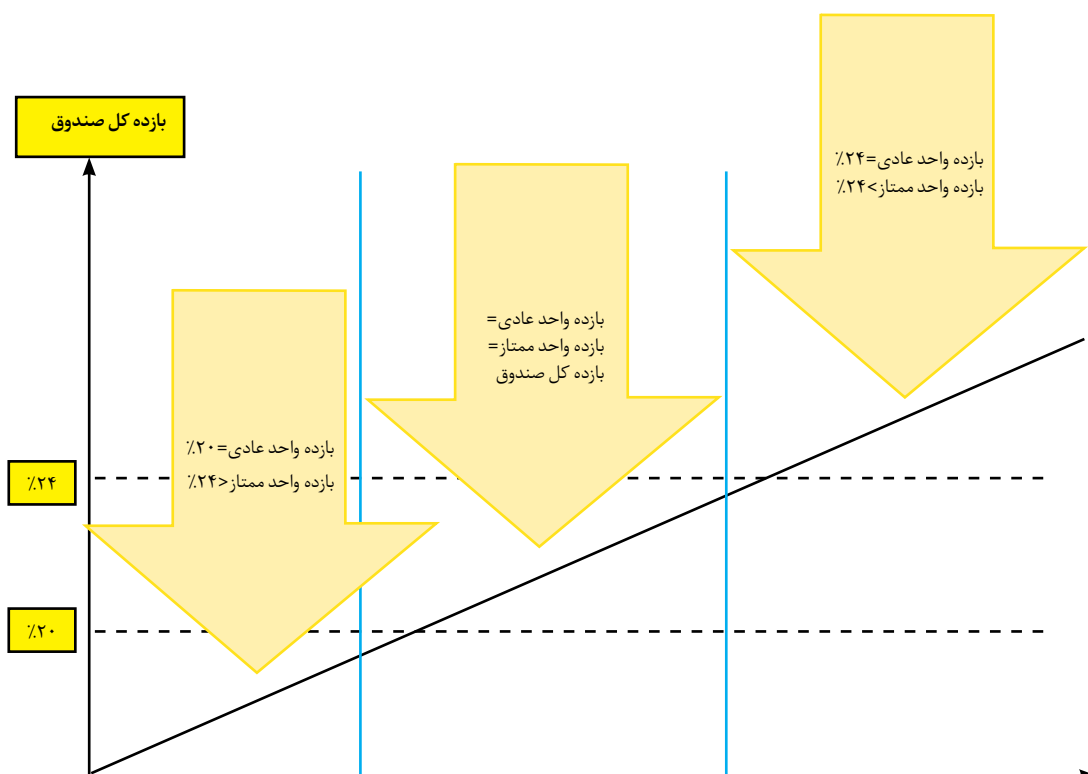
سازوکار تقسیم منافع صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی

در صندوق‌های سهامی اهرمی برای واحدهای عادی که کم‌ریسک هستند و سازوکار صدور و ابطالی دارند، محدوده کف و سقف سود مشخص می‌شود. حداقل و حداکثر نرخ بازدهی در امیدنامه صندوق درج می‌شود. برای مثال صندوق اهرمی الف را با کف بازدهی ۲۰٪ و سقف بازدهی ۲۴٪ در نظر بگیرید. با وجود کف و سقف بازدهی، سرمایه‌گذاری در واحدهای صدور و ابطالی (عادی) صندوق اهرمی تقریباً بدون ریسک خواهد بود. به این معنی که اگر بازدهی کل صندوق از کف معین شده کمتر باشد (در این مثال کمتر از ۲۰٪) و یا حتی بازدهی صندوق منفی باشد، به سرمایه‌گذارانی که واحدهای بدون ریسک خریداری کرده‌اند، به اندازه کف بازدهی (۲۰٪) سود تعلق می‌گیرد. مابه‌التفاوت بازدهی صندوق تا کف بازدهی (در این مثال ۲۰٪) از محل واحدهای ممتاز جبران می‌شود و بازدهی دارندگان واحدهای ممتاز به اندازه مابه‌التفاوت مذکور، کاهش می‌یابد. در این حالت مدیر صندوق برای محاسبه ارزش خالص دارایی‌های واحدهای عادی و ممتاز در پایان هر روز، به وکالت از دارندگان واحدهای ممتاز، مابه‌التفاوت ارزش خالص دارایی‌های صندوق (NAV) با ارزشی را که با در نظر گرفتن نرخ کف (در مثال ما ۲۰٪) باید ایجاد می‌شد، از محل انتقال بخشی از NAV واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز به NAV واحدهای سرمایه‌گذاری عادی منظور می‌نماید.

از سوی دیگر، اگر بازدهی کل صندوق از سقف بازدهی تعیین شده برای واحدهای بدون ریسک، بیشتر باشد (در این مثال

بالای ۲۴٪)، به دارندگان واحدهای عادی (بدون ریسک) تنها به میزان سقف معین شده (در این مثال ۲۴٪) سود تعلق می‌گیرد و مابقی آن به سرمایه‌گذاران واحدهای ممتاز تعلق خواهد گرفت. در این حالت مدیر صندوق به نمایندگی از دارندگان واحدهای عادی، مابه‌التفاوت NAV واحدهای عادی با ارزشی را که با در نظر گرفتن نرخ سقف (در مثال ما ۲۴٪) باید ایجاد می‌شد، به NAV واحدهای ممتاز منظور می‌نماید.





نمودار ۱: بازده سرمایه گذاری واحدهای عادی و ممتاز در صندوق اهرمی

به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران واحدهای ممتاز در قبال پوشش ریسک دارندگان واحدهای عادی، پاداش دریافت خواهند کرد. این پاداش، مابه‌التفاوت بازدهی واقعی صندوق تا سقف تعیین شده بازدهی واحدهای عادی است.

دارندگان واحدهای عادی	دارندگان واحدهای ممتاز	
فقط به اندازه سقف تعیین شده سود تعلق می‌گیرد. مابه‌التفاوت به دارندگان واحدهای ممتاز تعلق می‌گیرد.	از محل اهرم شدن وجوه دارندگان واحدهای عادی، بازدهی بیشتری از بازدهی صندوق کسب می‌کنند.	اگر بازدهی صندوق بیشتر از سقف تعیین شده باشد...
به اندازه کف تعیین شده سود تعلق می‌گیرد؛ یعنی ضررشان توسط دارندگان واحدهای ممتاز جبران می‌شود.	به اندازه مابه‌التفاوت بازدهی محقق شده تا کف تعیین شده، ضرر خواهند کرد. مابه‌التفاوت به دارندگان واحدهای عادی تعلق می‌گیرد.	اگر بازدهی صندوق کمتر از کف تعیین شده باشد...

بیشتر دارایی این صندوق اهرمی در سهام و حق تقدم سهام شرکت‌های بورسی و فرابورسی سرمایه‌گذاری می‌شود. واحدهای عادی این صندوق‌ها مناسب افراد کم ریسک است و این سرمایه‌گذاران می‌توانند از بازدهی بدون ریسک که به‌صورت روزشمار محاسبه می‌شود، بهره‌مند شوند (بازه سود ثابت در امیدنامه صندوق مشخص می‌شود). همچنین افراد ریسک‌پذیر با توجه به سازوکار خاص این نوع از صندوق‌ها، می‌توانند با سرمایه‌گذاری در واحدهای ممتاز از بازدهی بالاتری نسبت به واحدهای عادی برخوردار باشند.





مقایسه واحدهای سرمایه گذاری عادی و ممتاز

جدول زیر به صورت مختصر به تفاوت های واحد عادی و ممتاز در صندوق اهرمی اشاره کرده است.

واحدهای ممتاز صندوق سهامی اهرمی	واحدهای عادی صندوق سهامی اهرمی	
x	✓ ^۱	تضمین حداقل سود
✓	x	سود مضاعف ^۲
✓	x	زیان مضاعف
✓	x	احتمال زیان در اصل سرمایه
x ^۴	- ^۳	بازارگردان
✓ ^۵	✓	نقدشوندگی

۱. احتمال سود بیشتر از حداقل سود تضمینی (تا سقف معین شده) نیز وجود دارد.

۲. منظور از مضاعف در اینجا دقیقاً دو برابر نیست؛ بلکه بسته به میزان اهرم می تواند حداکثر دو برابر باشد.

۳. واحدهای عادی از جنس صدور و ابطالی هستند و بازارگردانی موضوعاً منتفی است.

۴. واحدهای ممتاز صندوق اهرمی، بازارگردان به معنای مصطلح ندارند، فقط نهادی وجود دارد که بازسازی می کند و برخی آن را به تشابه لفظی، بازارگردان نامیده اند؛ بدین شرح که آنچه بازارگردان نامیده اند، واحدهای جدید صادر می کند تا در بازار ثانویه معامله شود. صدور واحدهای جدید در صورت پر شدن سقف صندوق، نیاز به مجوز افزایش سقف دارد.

۵. نقدشوندگی بیشتر از سهام اما کمتر از صندوق های دارای بازارگردان.



اهرم و اثرگذاری آن

در صندوق های سرمایه گذاری اهرمی می توان با بهره گیری از سازوکار اهرم، بازده سرمایه گذاری را افزایش داد و چند برابر کرد. به این معنی که با سرمایه گذاری در یک صندوق اهرمی، امکان دریافت سود مضاعف وجود دارد. البته باید به این مسئله نیز دقت شود که در صورت کاهش ارزش صندوق اهرمی، سازوکار اهرم منجر به چند برابر شدن زیان سرمایه گذار نیز می شود. به بیان ساده تر در صندوق اهرمی، ریسک سرمایه گذاری به نسبت سایر صندوق ها افزایش قابل توجهی دارد؛ در دوره های رونق و رکود بازار، سازوکار اهرم باعث ایجاد سود یا زیان چند برابری برای سرمایه گذاران خواهد شد. درجه اهرم در صندوق های سهامی اهرمی از فرمول زیر بدست می آید:

$$\text{درجه اهرم} = \frac{\text{تعداد واحدهای عادی}}{\text{تعداد واحدهای ممتاز}}$$

برای مثال، فرض کنید یک صندوق سرمایه گذاری در سهام در یکسال ۸۰٪ بازدهی ایجاد کرده است. اگر این صندوق با سازوکار اهرمی عمل کرده بود و ۲ برابر تعداد واحدهای ممتاز، واحدهای عادی منتشر کرده و نرخ حداکثر سود واحدهای عادی را ۲۵٪ بیان کرده بود، بازدهی واحدهای ممتاز این صندوق تقریباً به ۱۹۵٪ افزایش یافته و واحدهای عادی آن نیز بازدهی ۲۵٪ را کسب می کردند.^۱

۱. اگر ارزش مجموع واحدهای ممتاز و عادی صندوق ۱۰۰ میلیارد تومان فرض شود و اهرم صندوق برابر با ۲ باشد (واحدهای عادی ۲ برابر واحدهای ممتاز باشند) ارزش واحدهای عادی برابر با ۳۳،۳۳ میلیارد تومان و ارزش واحدهای ممتاز برابر با ۶۶،۶۶ میلیارد تومان خواهد بود. در صورتی که کل صندوق بازدهی ۸۰ درصدی ایجاد نماید، ارزش روز مجموع واحدهای ممتاز و عادی صندوق به ۱۸۰ میلیارد تومان خواهد رسید. در این صورت سقف بازدهی واحدهای عادی برابر با ۲۵٪ به آن ها تعلق خواهد گرفت و ارزش آن ها از ۶۶،۶۶ میلیارد تومان به ۸۳،۳۳ افزایش می یابد و مابقی بازدهی به واحدهای ممتاز تخصیص می یابد؛ یعنی ارزش واحدهای ممتاز از ۳۳،۳۳ میلیارد تومان به ۹۶،۶۷۵ میلیارد تومان افزایش می یابد؛ و این یعنی بازدهی معادل تقریباً ۱۹۰٪.



ارکان صندوق سرمایه گذاری سهامی اهرمی و وظایف آنها

عادی از متقاضیان، ثبت درخواست‌های یادشده، ثبت و نگهداری حساب دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری عادی و شرکت در فرآیند صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری عادی بر اساس مفاد اساسنامه و رویه پذیره‌نویسی، صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری از جمله وظایف اصلی مدیر ثبت به شمار می‌روند.

۴. متولی

متولی صندوق شخصیت حقوقی است که پس از تأیید سازمان و بر اساس مقررات و مفاد اساسنامه توسط مجمع صندوق انتخاب می‌شود. وظیفه اصلی متولی که در اساسنامه قید شده است، نظارت مستمر بر ارکان اداره‌کننده و ارکان نظارتی صندوق در اجرای صحیح مقررات، اساسنامه، امیدنامه و رویه‌های صندوق به منظور حفظ منافع سرمایه‌گذاران و طرح موارد تخلف در مراجع رسیدگی و پیگیری موضوع است.

۵. حسابرس

حسابرس صندوق شخصیت حقوقی است که توسط متولی از بین مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان یا مؤسسات حسابرسی مورد تأیید سازمان، پیشنهاد و به تصویب مجمع صندوق می‌رسد. حسابرس مشخصات و سوابق کاری خود را برای اطلاع سرمایه‌گذاران اعلام می‌نماید. وظایف و مسئولیت‌های حسابرس در اساسنامه قید شده است. حسابرس باید از درستی ثبت و نگهداری حساب‌های صندوق مطمئن شود، گزارش‌های عملکرد و صورت‌های مالی صندوق را در مقاطع زمانی معین بررسی کرده و راجع به آن‌ها اظهارنظر نماید و راجع به صحت محاسبه ارزش خالص دارایی و قیمت صدور و قیمت ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری در دوره‌های معین اظهارنظر نماید. برای تغییر حسابرس، موافقت متولی و مجمع صندوق هر دو لازم است.

برای اداره تخصصی فعالیت صندوق و همچنین بهره‌برداری از امکانات کنترل داخلی بر عملکرد بخش‌های گوناگون صندوق، ارکان اجرایی و نظارتی لازم‌الاجرا در اساسنامه پیش‌بینی شده و به شرح زیر است. این ارکان مشابه ارکان دیگر صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی هستند. هر یک از ارکان با پذیرفتن سمت خود موظف به اجرای مقررات و وظایف محوله خواهند بود. مدیر صندوق باید مشخصات ارکان صندوق را بر اساس آخرین تغییرات انجام شده، در تارنمای صندوق افشا و اطلاع‌رسانی نماید.

۱. مجمع صندوق

مجمع صندوق می‌تواند اساسنامه، امیدنامه، مدیر، مدیر ثبت، متولی و حسابرس را تغییر دهد. متقاضیان شرکت در مجمع، در صورت دارا بودن واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز نوع اول مجاز به شرکت در مجمع بوده و در مجامع صندوق حق رأی دارند.

۲. مدیر صندوق

مدیر صندوق شخصیت حقوقی است که پس از تأیید سازمان و بر اساس مقررات و مفاد اساسنامه، توسط مجمع صندوق انتخاب می‌شود. برای انتخاب‌داری‌های صندوق، مدیر حداقل سه نفر را به‌عنوان اعضای «گروه مدیران سرمایه‌گذاری» انتخاب می‌کند و می‌تواند در هر زمان اعضای گروه را تغییر دهد. این گروه، نقش اساسی در مدیریت دارایی‌های صندوق دارند.

۳. مدیر ثبت

مدیر ثبت صندوق، شخصیت حقوقی است که پس از تأیید سازمان و بر اساس مقررات و مفاد اساسنامه، توسط مجمع صندوق انتخاب می‌شود. وظایف و مسئولیت‌های مدیر ثبت در اساسنامه قید شده است. دریافت تقاضای صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری



ریسک‌های متوجه سرمایه‌گذاران در صندوق‌های سهامی اهرمی

گرچه صندوق در اوراق بهاداری سرمایه‌گذاری می‌کند که سود حداقل برای آن‌ها تعیین و پرداخت سود و اصل سرمایه‌گذاری آن توسط یک مؤسسه معتبر تضمین شده است، یا برای پرداخت اصل و سود سرمایه‌گذاری در آن‌ها، وثایق معتبر و کافی وجود دارد؛ ولی این احتمال وجود دارد که طرح سرمایه‌گذاری مرتبط با این اوراق، سودآوری کافی نداشته باشد یا ناشر و ضامن به تعهدات خود در پرداخت به موقع سود و اصل اوراق بهادار، عمل ننمایند یا ارزش وثایق به طرز قابل توجهی کاهش یابد به طوری که پوشش‌دهنده‌ی اصل سرمایه‌گذاری و سود متعلق به آن نباشند. وقوع این اتفاقات می‌تواند باعث تحمیل ضرر به صندوق و متعاقباً سرمایه‌گذاران شوند.

۳. ریسک نوسان بازده بدون ریسک: در صورتی که نرخ بازده بدون ریسک (نظیر سود علی‌الحساب سپرده سرمایه‌گذاری بانکی) افزایش یابد، به احتمال زیاد قیمت اوراق مشارکت و سایر اوراق بهاداری که سود حداقل یا ثابتی برای آن‌ها تعیین شده است، در بازار کاهش می‌یابد. اگر صندوق در این نوع اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کرده باشد و بازخرید آن به قیمت معین توسط یک مؤسسه معتبر (نظیر بانک) تضمین نشده باشد، افزایش نرخ بازده بدون ریسک، ممکن است باعث تحمیل ضرر به صندوق و متعاقباً سرمایه‌گذاران گردد.

هر سرمایه‌گذاری با ریسک‌هایی همراه است و طبق قاعده موازنه ریسک و بازده، ریسک با بازده مورد انتظار رابطه مستقیم دارند. در این قسمت ابتدا ریسک‌هایی که تمام دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق اهرمی (چه واحدهای عادی و چه واحدهای ممتاز) با آن مواجه هستند، بیان می‌شود؛ سپس ریسک‌های خاص سرمایه‌گذاران در واحدهای عادی و ممتاز به تفکیک بیان می‌شود.

ریسک‌های متوجه سرمایه‌گذاران عادی و ممتاز

۱. ریسک کاهش ارزش دارایی‌های صندوق: قیمت اوراق بهادار در بازار، تابع عوامل متعددی از جمله وضعیت سیاسی، اقتصادی، اجتماعی، صنعت موضوع فعالیت و وضعیت خاص ناشر و ضامن آن است. با توجه به آنکه ممکن است در مواقعی تمام یا بخشی از دارایی‌های صندوق در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری شده باشند و از آنجا که قیمت این اوراق می‌تواند در بازار کاهش یابد، لذا صندوق از این بابت ممکن است متضرر شده و این ضرر به سرمایه‌گذاران منتقل شود.

۲. ریسک نکول اوراق بهادار: اوراق بهادار شرکت‌ها بخش عمده‌ی دارایی‌های صندوق را تشکیل می‌دهد.

ریسک‌های متوجه دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری عادی

۱. ریسک نقدشوندگی: از آنجایی که این صندوق فاقد رکن ضامن نقدشوندگی است، لذا در صورتی که دارنده واحد سرمایه‌گذاری عادی قصد ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری را داشته باشد، مدیر در ابتدا از محل وجوه نقد صندوق اقدام به پرداخت وجوه واحدهای سرمایه‌گذاری عادی ابطال شده می‌نماید. چنانچه وجوه نقد صندوق کفاف بازپرداخت واحدهای ابطال شده را نداشته باشد، مدیر صندوق مطابق اساسنامه اقدام به فروش دارایی‌های صندوق می‌نماید تا وجه مورد نیاز را تهیه کند. اگر به هر دلیلی از جمله بسته بودن نماد سهم، صف فروش و گره معاملاتی مدیر صندوق نتواند دارایی‌های صندوق را به وجه نقد تبدیل کند، مبالغ مربوط به واحدهای عادی ابطال شده تا تأمین وجه نقد به حساب بستانکاری دارنده واحدهای سرمایه‌گذار عادی منظور می‌گردد و بازپرداخت این بدهی‌ها با روش FIFO^۱ و بر اساس تاریخ و ساعت ثبت سفارشات ابطال انجام می‌گیرد.

۲. انتقال مازاد بازدهی واحدهای عادی نسبت به حداکثر بازدهی پیش‌بینی شده به واحدهای ممتاز: برای دارندگان واحدهای عادی همچنانکه تأمین حداقل بازدهی از محل دارایی‌های متناظر با واحدهای ممتاز پیش‌بینی شده است، سقف سود نیز معین شده است و هر گونه بازدهی صندوق مازاد بر سقف تعیین شده به حساب واحدهای ممتاز منظور می‌گردد. لذا در صورتی که بازدهی صندوق بالاتر از سقف بازدهی تعیین شده برای دارندگان واحدهای عادی باشد، مازاد بازدهی یاد شده نسبت به سقف بازدهی مذکور متعلق به دارندگان واحدهای عادی نخواهد بود.

ریسک‌های متوجه دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز

۱. ریسک کاهش ارزش بازاری واحدهای ممتاز: با توجه به آن که واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز صندوق در بورس معامله می‌شود، ممکن است نوسانات میزان عرضه و تقاضا در بازار، قیمت واحدهای سرمایه‌گذاری

صندوق را نیز دستخوش نوسان کند. هر چند انتظار بر آن است که قیمت واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق نزدیک به ارزش خالص دارایی آن‌ها باشد اما این امکان وجود دارد که قیمت بازاری واحدهای سرمایه‌گذاری به دلیل عملکرد عرضه و تقاضا بیشتر یا کمتر از ارزش خالص دارایی واحدهای سرمایه‌گذاری شود. بدین ترتیب حتی در صورت عدم کاهش ارزش خالص دارایی‌های صندوق، ممکن است سرمایه‌گذار با کاهش قیمت واحدهای سرمایه‌گذاری نسبت به قیمت خرید خود مواجه شده و از این بابت دچار زیان شود.

۲. ریسک نقدشوندگی واحدهای ممتاز: با وجود پذیرش واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق در بورس مربوط، به دلیل اینکه صندوق دارای رکن بازارگردان نمی‌باشد، ممکن است خرید و فروش واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق همانند سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارای رکن بازارگردان، سهل نباشد و هر موقع که دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز تمایل داشته باشند نتوانند واحدهای سرمایه‌گذاری خود را به قیمت منصفانه، فروخته و تبدیل به نقد نمایند. همچنین امکان تبدیل به نقد کردن واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز همواره تابع شرایط بازار خواهد بود. از طرف دیگر خرید و فروش واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز صندوق، تابع مقررات بورس مربوط است و ممکن است بر اساس این مقررات، معاملات صندوق تعلیق یا متوقف گردد، که در این شرایط، دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز نمی‌توانند واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز خود را به نقد تبدیل کنند.

ریسک تأمین حداقل بازدهی واحدهای عادی توسط دارندگان واحدهای ممتاز: با توجه به اینکه دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز، تأمین حداقل بازدهی را برای واحدهای عادی صندوق متحمل شده‌اند، در نتیجه در شرایطی که ارزش دارایی‌های صندوق به گونه‌ای باشد که بازدهی صندوق از حداقل بازدهی برای دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری عادی کمتر باشد، جبران حداقل بازدهی از محل دارایی‌های متناظر با واحدهای ممتاز می‌باشد و این فرآیند ممکن است ارزش دارایی‌های دارندگان واحدهای ممتاز را با سرعت بیشتری کاهش دهد.

۱. First-In , First-Out (FIFO): اولین صادره از اولین ورودی



صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی بازار سرمایه ایران

نام صندوق (نماد)	مدیر صندوق	متولی	آغاز فعالیت	حداقل و حداکثر نرخ بازدهی واحدهای عادی	خالص ارزش دارایی‌ها^۱ (میلیارد ریال)	بازدهی از ابتدای فعالیت تاکنون
سهامی اهرمی کاریزما (اهرم)	سیدگردان کاریزما	مؤسسه حسابرسی هدف نوین‌نگر	۱۴۰۰/۰۹/۳۰	۲۰٪ - ۲۵٪	عادی: ۱۷.۳۹۷ ممتاز: ۳۱.۳۴۲ کل: ۴۸.۷۳۹	۴۸/۸۳٪
سهامی اهرمی مفید (توان)	سیدگردان مفید	مؤسسه حسابرسی رازدار	۱۴۰۱/۰۸/۱۶	۲۰٪ - ۲۵٪	عادی: ۵.۷۸۴ ممتاز: ۱۲.۵۹۱ کل: ۱۸.۴۵۶	۳۲/۱۱٪



فوند ۳: مقایسه بازدهی صندوق
سهامی اهرمی مفید (توان) با شاخص کل



فوند ۲: بازدهی صندوق
سهامی اهرمی کاریزما (اهرم) با شاخص کل

معمولاً و به‌طور تجربی نشان داده شده است در وضعیتی که شاخص کل بازار صعودی است، واحدهای ممتاز صندوق‌های سهامی اهرمی بازدهی بالاتر از شاخص کسب می‌کنند و در وضعیتی که شاخص کل بازار نزولی باشد، این صندوق‌ها با شیب بیشتری نسبت به شاخص، نزول خواهند کرد.

تحلیل فقهی حقوقی صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی

کشورهای مختلف، صندوق‌های سرمایه‌گذاری را در قالب‌های شناخته شده مرسوم تعریف کرده‌اند؛ به‌طور نمونه در ایالات متحده آمریکا و انگلیس، صندوق‌ها یا در قالب تراست یا در قالب شرکت تأسیس شده‌اند. در فرانسه، صندوق سرمایه‌گذاری به دو شکل شرکت با سرمایه متغیر و نهاد فاقد شخصیت حقوقی پیش‌بینی شده است (سلطانی، ۱۳۹۶، ص ۱۳۳).

در ایران، پیش از تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در خصوص اینکه این صندوق‌ها دارای شخصیت حقوقی هستند یا خیر، ابهام و اختلاف نظر وجود داشت؛ اما با تصویب قانون مذکور، قانون‌گذار به‌طور صریح در ماده ۲ وجود شخصیت حقوقی

در ایران، پیش از تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در خصوص اینکه این صندوق‌ها دارای شخصیت حقوقی هستند یا خیر، ابهام و اختلاف نظر وجود داشت؛ اما با تصویب قانون مذکور، قانون‌گذار به‌طور صریح در ماده ۲ وجود شخصیت حقوقی را برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری اعلام کرد و سازمان ثبت اسناد و املاک کشور را مکلف نمود تا این صندوق‌ها را با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار ثبت نماید.

پیش از بیان تحلیل فقهی حقوقی صندوق سرمایه‌گذاری اهرمی، ضروری است مختصراً به ماهیت فقهی حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری به طور کلی پرداخته شود و سپس ویژگی‌های صندوق‌های مورد بحث بیان شود.

ماهیت فقهی حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری

شناسایی ماهیت حقوقی و فقهی هر پدیده نوظهور، لازمه تعیین احکام و قواعد حاکم بر آن است؛ به عبارت دیگر تا زمانی که چپستی

یک امر معلوم نباشد، مقررات حاکم بر آن مبهم و نامشخص خواهد بود. پس ابتدا باید موضوع را شناخت تا بتوان حکم را تشخیص داد، صندوق‌های سرمایه‌گذاری از این قاعده مستثنا نیستند. در

یا افزایش سرمایه هستند. بدیهی است در چنین صندوق‌هایی امکان اجرای قواعد کاهش و افزایش سرمایه شرکت‌های تجاری وجود ندارد. همچنین ساختار اداره شرکت‌های تجاری با نحوه مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری متفاوت است؛ برای مثال برگزاری مجامع در شرکت‌های سهامی ضروری است، اما در صندوق‌های سرمایه‌گذاری اگرچه برگزاری مجمع و نحوه اداره آن پیش‌بینی شده اما اولاً غالب سرمایه‌گذاران که دارند و واحدهای عادی هستند حق شرکت در مجمع را ندارند و ثانیاً نصاب برگزاری مجمع صندوق با شرکت‌های تجاری متفاوت است.

صندوق سرمایه‌گذاری را موسسه غیرتجاری نمی‌توان تلقی کرد؛ زیرا خرید و فروش اوراق بهادار عملی تجاری است. اگرچه بعضی حقوقدانان خرید و فروش اوراق بهادار را در زمره اعمال غیرتجاری می‌دانند (اسکینی، ۱۳۸۶، ص ۷۷) اما با توجه به تعریف مذکور در بند ۲۰ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار که هدف از ایجاد صندوق را کسب سود مادی دانسته و سرمایه‌گذاران را در سود و زیان شریک می‌داند، نمی‌توان صندوق را موسسه غیرتجاری دانست.

بنابراین به نظر می‌رسد صندوق سرمایه‌گذاری، نه از انواع شرکت‌های تجاری است و نه از مصادیق مؤسسات غیرتجاری بلکه می‌بایست آن را در عرض اشخاص حقوقی دیگر و قسیم شرکت‌های تجاری و مؤسسات غیرتجاری بدانیم که احکام اختصاصی خود را داراست، بر مبنای اساسنامه و امیدنامه خود فعالیت می‌کند و مقررات بازار سرمایه بر آن حاکم است.

(ب) ماهیت فعالیت صندوق سرمایه‌گذاری

فارغ از شکل و قالب نهاد صندوق سرمایه‌گذاری، شناسایی نوع و ماهیت فعالیت صندوق‌ها مهم است؛

فارغ از شکل و قالب نهاد صندوق سرمایه‌گذاری، شناسایی نوع و ماهیت فعالیت صندوق‌ها مهم است؛ چنانچه بتوان فعالیت را که صندوق انجام می‌دهد بر یکی از نهادهای حقوقی موجود منطبق کرد، احکام و آثار صندوق تا حد قابل توجهی روشن خواهد شد و نیاز به وضع قواعد جدید نیست؛ در غیراینصورت، باید صندوق را مشمول ماده ۱۰ قانون مدنی دانست و ناگزیر از بیان جزئیات آثار و احکام خواهیم بود.

را برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری اعلام کرد و سازمان ثبت اسناد و املاک کشور را مکلف نمود تا این صندوق‌ها را با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار ثبت نماید.

علی‌رغم وجود شخصیت حقوقی صندوق‌ها دو سؤال همچنان مطرح است: الف) از نظر شکلی شخصیت حقوقی صندوق سرمایه‌گذاری منطبق بر کدامیک از اشخاص حقوقی مندرج در قانون تجارت است؟ و ب) از نظر ماهوی، فعالیت که صندوق سرمایه‌گذاری انجام می‌دهد منطبق بر کدامیک از عقود فقهی است؟

پاسخ به این دو سؤال احکام، قواعد، قوانین، مقررات و آثار حاکم بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری را تا حدود زیادی مشخص می‌کند.

الف) قالب شخصیت حقوقی صندوق سرمایه‌گذاری

با فرض وجود شخصیت حقوقی برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری، قالب‌های قابل تصور عبارت خواهند بود از ۱) شرکت‌های تجاری مندرج در ماده ۲۰ قانون تجارت، ۲) مؤسسات غیر تجاری و ۳) شخصیت حقوقی جدید.

صندوق سرمایه‌گذاری شباهت‌های قابل توجهی با شرکت‌های تجاری دارد؛ از جمله اینکه هر یک از سرمایه‌گذاران به نسبت آورده خود در دارایی صندوق شریک است و مانند شرکاء شرکت تجاری از نفع و ضرر صندوق، منتفع یا متضرر می‌شود؛ همچنین مسئولیت هر سرمایه‌گذار محدود به آورده او به صندوق است. اگرچه انطباق صندوق‌ها با شرکت‌های تجاری این مزیت را دارد که ساختار و قواعد حاکم بر صندوق، روشن و بدون ابهام خواهد بود و مقررات شرکت‌ها را می‌توان بر صندوق حاکم کرد، اما تفاوت‌های جدی بین صندوق و شرکت تجاری وجود دارد که مانع چنین انطباقی می‌شود؛ از جمله اینکه بعضی از انواع صندوق‌ها سرمایه‌ای متغیر دارند و غالباً روزانه در حال کاهش

چنانچه بتوان فعالیت را که صندوق انجام می‌دهد بر یکی از نهادهای حقوقی موجود منطبق کرد، احکام و آثار صندوق تا حد قابل توجهی روشن خواهد شد و نیاز به وضع قواعد جدید نیست؛ در غیراینصورت، باید صندوق را مشمول ماده ۱۰ قانون مدنی^۱ دانست و ناگزیر از بیان جزئیات آثار و احکام خواهیم بود.

به نظر می‌رسد فعالیت صندوق شباهت زیادی با برخی عقود معین دارد. در این بخش به این موارد به‌طور مختصر اشاره می‌کنیم.

۱) عقد مضاربه

مضاربه قراردادی است بین دو طرف که با یکدیگر توافق می‌کنند یکی سرمایه بدهد و دیگری خدمات و مهارت خود را به میان آورد و در سود با یکدیگر شریک می‌شوند (کاتوزیان، ۱۳۸۳، ص ۱۰۵).

ماده ۵۴۶ قانون مدنی بیان کرده است: «مضاربه عقدی است که به‌موجب آن احد متعاملین سرمایه می‌دهد با قید اینکه طرف دیگر با آن تجارت کرده و در سود آن شریک باشند صاحب سرمایه مالک و

صندوق سرمایه‌گذاری شبیه

مضاربه است؛ بدین صورت که

صاحب سرمایه، سرمایه خود

را در اختیار مدیران صندوق

قرار می‌دهد تا ایشان با دانش

و تخصصی که دارند به

سرمایه‌گذاری پرداخته و سود

حاصل را میان خود تقسیم

کنند؛ اما با دقت در ساختار

و ویژگی‌های عقد مضاربه

درمی‌یابیم که تفاوت‌های

قابل توجهی بین فعالیت صندوق و

عقد مضاربه وجود دارد.

عامل مضارب نامیده می‌شود».

در نگاه اول صندوق سرمایه‌گذاری شبیه مضاربه است؛ بدین صورت که صاحب سرمایه، سرمایه خود را در اختیار مدیران صندوق قرار می‌دهد تا ایشان با دانش و تخصصی که دارند به سرمایه‌گذاری پرداخته و سود حاصل را میان خود تقسیم کنند؛ اما با دقت در ساختار و ویژگی‌های عقد مضاربه درمی‌یابیم که تفاوت‌های قابل توجهی بین فعالیت صندوق و عقد مضاربه وجود دارد؛ اولاً طرفین

قرارداد سرمایه‌گذاری در صندوق، صاحب سرمایه و شخصیت حقوقی صندوق است، ثانیاً مدیران سرمایه‌گذاری صندوق، در فرض به دست آوردن سود، مستحق سهم مشاعی از سود نیستند، بلکه هم در فرض کسب سود و هم در فرض زیان، کارمزد دریافت می‌کنند؛ ثالثاً عقد مضاربه عقدی است جایز که با فوت یا حجر یکی از طرفین منفسخ می‌شود؛ در حالیکه چنین حکمی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری وجود ندارد و فوت یا حجر سرمایه‌گذاران خللی به کار صندوق وارد نمی‌آورد. درنتیجه، نمی‌توان فعالیت صندوق را منطبق بر عقد مضاربه دانست.

۲) عقد شرکت

از میان عقود فقهی و عقود معین مندرج در قانون مدنی آنچه بیشترین قرابت را با فعالیت صندوق سرمایه‌گذاری دارد، عقد «شرکت» است. ماده ۵۷۱ قانون مدنی در تعریف شرکت آورده است: «شرکت عبارت است از اجتماع حقوق مالکین متعدد در شیئی واحد بنحو اشاعه» و ماده ۵۷۵ همان قانون، نحوه تقسیم سود و زیان را به نسبت سهم هریک از شرکاء بیان کرده است.

از طرف دیگر با توجه به بند ۲۰ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار و بند ه ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید صندوق سرمایه‌گذاری را



۱. متن ماده ۱۰ قانون مدنی به این شرح است: «قراردادهای خصوصی نسبت به کسانی که آن را منعقد نموده‌اند، در صورتی که مخالف صریح قانون نباشند، نافذ است».

اشخاصی که نمی‌توانند به مدیریت شرکت انتخاب شوند»، «ماده ۱۳۵ همان قانون در خصوص نفوذ و اعتبار اقدامات مدیران در مقابل اشخاص ثالث»، «مواد ۱۴۲ و ۱۴۳ قانون مذکور در خصوص مسئولیت مدیران» یا «مواد ۴۱۲ به بعد قانون تجارت در مورد ورشکستگی» بدون تصریح قانونی، قابل اعمال بر صندوق سرمایه‌گذاری نیست (سلطانی، ۱۳۹۶، ۱۳۵ و ۱۳۶). همچنین بعضی از انواع صندوق‌ها سرمایه متغیر دارند که با سرمایه ثابت شرکت‌ها متفاوت است و قواعد عمومی مربوط به تغییر سرمایه شرکت‌ها در خصوص صندوق، قابل اعمال نیست. زمان ایجاد شخصیت حقوقی و همچنین نحوه تصمیم‌گیری و برگزاری مجامع از تفاوت‌های دیگر شرکت‌های تجاری با صندوق‌ها است (عالی‌پناه و وفائی‌نیا، ۱۳۹۳، ص ۶۴-۶۷).

۳) نهادهای مستقل با ویژگی‌های اختصاصی

از آنچه بیان شد می‌توان فهمید، ماهیت صندوق سرمایه‌گذاری را نباید در قالب نهادهای شناخته شده جستجو کرد؛ بلکه با توجه به اراده قانون‌گذار مبنی بر وجود شخصیت حقوقی برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری (ماده ۲ قانون توسعه ابزارها) و همچنین محدود بودن مسئولیت سرمایه‌گذاران به آورده ایشان (ماده ۳ قانون توسعه ابزارها)، می‌بایست صندوق را نهادهای مستقل و در عرض سایر اشخاص حقوقی بدانیم. در این صورت در خصوص قواعد، آثار و احکام مربوط به صندوق، با خلأ قانونی مواجه خواهیم بود. برای رفع این مشکل، سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان ناظر و مقررات‌گذار بازار سرمایه، مواردی را در قالب اساسنامه نمونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و مواردی را تحت عنوان دستورالعمل مشخص کرده است که برای فعالان صندوق، لازم الاجراست.

صندوق را نمی‌توان نوعی شرکت تجاری دانست؛ زیرا قواعد مستقلی بر شرکت‌های تجاری حاکم است که نیاز به تصریح دارد. برای مثال «ماده ۱۱۱ قانون اصلاح قسمتی از قانون تجارت در خصوص اشخاصی که نمی‌توانند به مدیریت شرکت انتخاب شوند»، «ماده ۱۳۵ همان قانون در خصوص نفوذ و اعتبار اقدامات مدیران در مقابل اشخاص ثالث»، «مواد ۱۴۲ و ۱۴۳ قانون مذکور در خصوص مسئولیت مدیران» یا «مواد ۴۱۲ به بعد قانون تجارت در مورد ورشکستگی» بدون تصریح قانونی، قابل اعمال بر صندوق سرمایه‌گذاری نیست.

می‌توان این‌گونه تعریف کرد: «صندوق سرمایه‌گذاری، نهاد مالی است که منابع مالی حاصل از انتشار گواهی سرمایه‌گذاری را در موضوع فعالیت مصوب خود سرمایه‌گذاری می‌کند و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریکند».

در مقایسه این دو نهاد بعضی معتقدند از نظر ماهوی، صندوق نوعی «شرکت» است اما در شکل و ساختار، مستقل از شرکت‌های مندرج در ماده ۲۰ قانون تجارت بوده و در عرض آن شرکت‌ها قرار می‌گیرد (پیری، ۱۴۰۰، ص ۴۳).

به نظر می‌رسد با توجه به آثار و احکام حاکم بر شرکت فقهی و مدنی، نمی‌توان صندوق سرمایه‌گذاری را بر عقد شرکت منطبق نمود. علاوه بر این انطباق صندوق بر شرکت‌های تجاری هم محل تأمل است.

توضیح آنکه بر اساس ماده ۵۸۸ ق.م. در صورت فوت یا محجور شدن یکی از شرکاء، سایر شرکاء مأذون در تصرف اموال مشترکه نیستند؛ حال آنکه در صندوق سرمایه‌گذاری، فوت یا حجر یکی از سرمایه‌گذاران، موجب توقف فعالیت شرکت نشده و وراثت متوفی یا ولی و قیم محجور، جانشین صاحب سرمایه در صندوق خواهد شد. همچنین مطابق ماده ۵۷۵ ق.م. هر یک از شرکاء به نسبت سهم خود در نفع و ضرر سهیم‌اند. در حالیکه مطابق ماده ۳ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، مسئولیت سرمایه‌گذاران در صندوق‌ها محدود به میزان مبلغ سرمایه‌گذاری آن‌ها است.

صندوق را نمی‌توان نوعی شرکت تجاری دانست؛ زیرا قواعد مستقلی بر شرکت‌های تجاری حاکم است که نیاز به تصریح دارد. برای مثال «ماده ۱۱۱ قانون اصلاح قسمتی از قانون تجارت در خصوص

تحلیل فقهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری اهرمی

واحدها ریسک جبران حداقل بازدهی پیش‌بینی شده برای واحدهای عادی را عهده‌دار می‌شوند و در قبال پذیرش ریسک مربوطه، مازاد سود حاصل از واحدهای عادی نسبت به حداکثر (سقف) تعیین شده نیز به واحدهای ممتاز تعلق می‌گیرد.

- سبد دارایی‌های مبنای سرمایه‌گذاری صندوق (پرتفوی) برای هر دو نوع واحد سرمایه‌گذاری یکسان است. ارزش خالص دارایی هر دو نوع واحد سرمایه‌گذاری، به صورت روزانه و مبتنی بر سالانه شده سود روزانه محاسبه می‌شود.

- در صورتی که سالانه شده روزانه بین حداقل و حداکثر (کف و سقف) سود تعیین شده در امیدنامه صندوق باشد، عایدی به دست آمده بدون دخل و تصرف، متناسب با تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری عادی و ممتاز (الف و ب) به واحدها تعلق می‌گیرد.

در صورتی که سالانه شده بازده روزانه پایین‌تر از حداقل (کف) سود تعیین شده در امیدنامه صندوق باشد، از محل ارزش سود و سرمایه (ارزش مجموع دارایی‌های) متعلق به واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز، به ارزش واحدهای عادی افزوده می‌شود تا حداقل سود واحدهای عادی تأمین شود.

همان‌طور که در مطالب قبل بیان شد به‌طور خلاصه می‌توان گفت، صندوق سرمایه‌گذاری اهرمی دارای اوصاف زیر است:

- صندوق از نوع سرمایه‌گذاری در سهام است؛

- صندوق دارای دو نوع واحد سرمایه‌گذاری است: الف) واحدهای عادی با درآمد ثابت قابل ابطال و ب) واحدهای ممتاز ضامن غیرقابل ابطال و قابل انتقال (قابل معامله در بازار)؛

- واحدهای عادی حداقل و حداکثر (کف و سقف) سود معین و تضمین شده‌ای دارند و قابل ابطال هستند.

- واحدهای ممتاز پشتوانه تأمین منابع و ضامن حداقل سود پیش‌بینی شده واحدهای عادی از محل دارایی‌های خود هستند. این واحدها غیرقابل ابطال ولیکن قابل نقل و انتقال هستند. این نوع





• در صورتی که سالانه شده بازده روزانه پایین تر از حداقل (کف) سود تعیین شده در امیدنامه صندوق باشد، از محل ارزش سود و سرمایه (ارزش مجموع دارایی های) متعلق به واحدهای سرمایه گذاری ممتاز، به ارزش واحدهای عادی افزوده می شود تا حداقل سود واحدهای عادی تأمین شود.

• در صورتی که سالانه شده بازده روزانه بالاتر از سقف سود تعیین شده در امیدنامه صندوق باشد، ارزش بازده مازاد واحدهای عادی نسبت به سقف تعیین شده به ارزش واحدهای ممتاز اضافه می شود.

برای تحلیل فقهی صندوقی با این ویژگی ها دو فرض قابل تصویر است:

الف) طرفین قرارداد سرمایه گذاری عبارتند از سرمایه گذاران عادی و سرمایه گذاران ممتاز؛ و

ب) طرفین قرارداد سرمایه گذاری عبارتند از سرمایه گذاران (اعم از عادی و ممتاز) و صندوق (به عنوان یک شخص حقوقی).

در فرض اول، مدیر صندوق، وکیل سرمایه گذاران هر دو نوع واحد سرمایه گذاری بوده و لذا دارندگان دو نوع واحد سرمایه گذاری با مدیر صندوق که وکیل سایر سرمایه گذاران است قرارداد منعقد کرده و طرف قرارداد هریک از سرمایه گذاران، دیگر سرمایه گذاران هستند؛ به عبارت دیگر ماهیت قرارداد فی مابین، نوعی عقد شرکت است که بیش از دو طرف در آن دخیلند و بر اساس آن اطراف قرارداد، دارایی خود را به شراکت می گذارند.

در فرض دوم، صندوق اصیل بوده و دارندگان واحدهای سرمایه گذاری با صندوق، قرارداد منعقد می کنند. در این فرض نیز، عقد شرکت منعقد می شود با این تفاوت که این عقد دارای دو طرف است و هر یک از سرمایه گذاران وارد توافقی مستقل از سایرین می شود. به نظر می رسد آنچه که در عمل واقع می شود و قصد متعاملین به آن تعلق می گیرد تصویر دوم است.

به نظر می رسد در هر دو فرض بیان شده، به لحاظ فقهی، مانعی برای فعالیت صندوق وجود ندارد و می توان با استفاده

واحدهای ممتاز پشتوانه

تأمین منابع و ضامن

حداقل سود پیش بینی شده

واحدهای عادی از محل

دارایی های خود هستند.

این واحدها غیرقابل ابطال

ولیکن قابل نقل و انتقال

هستند. این نوع واحدها

ریسک جبران حداقل

بازدهی پیش بینی شده برای

واحدهای عادی را عهده دار

می شوند و در قبال پذیرش

ریسک مربوطه، مازاد سود

حاصل از واحدهای عادی

نسبت به حداکثر (سقف)

تعیین شده نیز به واحدهای

ممتاز تعلق می گیرد.

از شرط ضمان در تأدیه به نحو شرط فعل و ترکیب آن با عقد وکالت، به مطلوب رسید. توضیح آن بدین شرح است:

در فرض اول، دو گروه شریک در صندوق وجود دارد که یک گروه از شرکا (سرمایه‌گذاران عادی) با گروه دیگر (سرمایه‌گذاران ممتاز) عقد مشارکت منعقد می‌کنند و در ضمن آن شرط می‌کنند (به نحو شرط فعل) که چنانچه سود به دست آمده از فعالیت، کمتر از حد معینی (پیش‌بینی مورد نظر) بود، شرکای «ممتاز» ملتزم هستند از اصل و سود خود به شرکای «عادی» تا میزان سود تعیین شده، صلح (یا هبه) نمایند و این التزام تا جایی است که اصل سرمایه شرکای «ممتاز»، باقی است. به تعبیر دیگر، شرکای ممتاز بیش از اصل و فرع آورده خود، تعهدی ندارند. همچنین

این دو گروه از شرکا شرط می‌کنند که چنانچه سود حاصله از فعالیت مشترک، از حد معینی فراتر رفت، شرکای «عادی» سود بیش از حد تعیین شده را به هر میزان که باشد -ولو چند برابر اصل سرمایه- به شرکای «ممتاز» صلح (یا هبه) نمایند. برای اجرای توافقات حاصله، هر دو گروه شرکا در ضمن عقد، به مدیر صندوق، وکالت در تصرف و جابجایی دارایی‌ها را مطابق قرارداد اعطا می‌کنند تا مدیر صندوق به وکالت از ایشان به مفاد عقد و شروط آن عمل نماید.

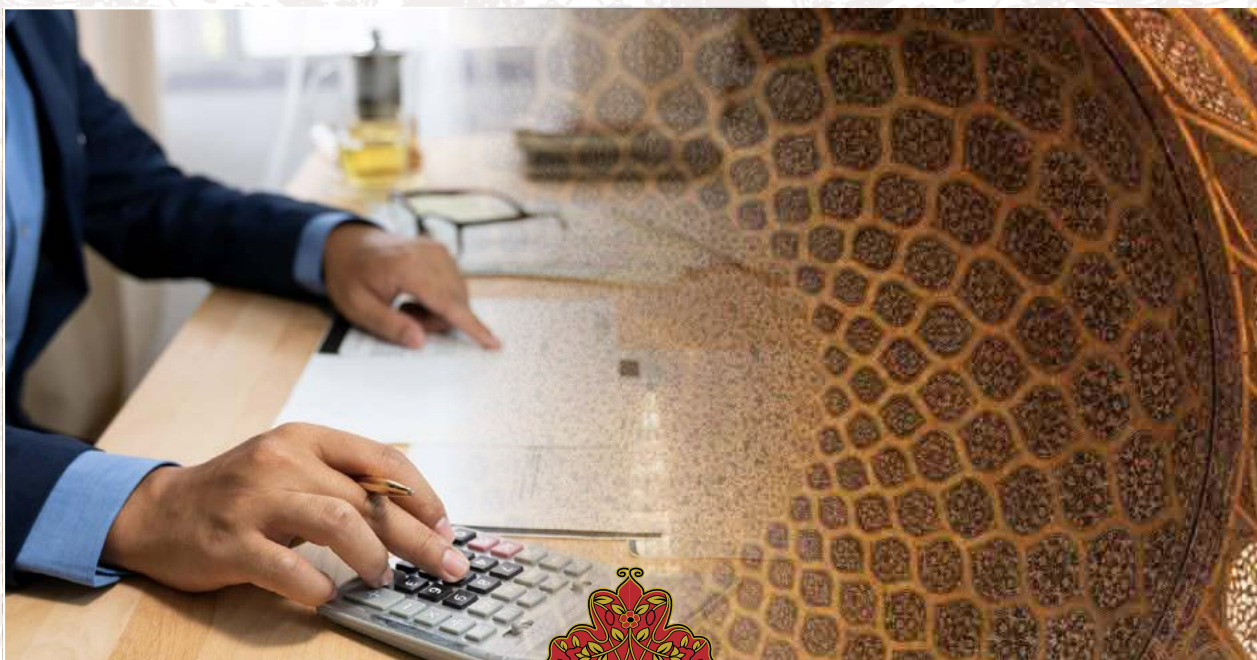
ب. در فرض دوم، شرکای «عادی»، با صندوق، قرارداد مشارکت منعقد می‌کنند و در ضمن عقد

در فرض اول، مدیر صندوق، وکیل سرمایه‌گذاران هر دو نوع واحد سرمایه‌گذاری بوده و لذا دارندگان دو نوع واحد سرمایه‌گذاری با مدیر صندوق که وکیل سایر سرمایه‌گذاران است قرارداد منعقد کرده و طرف قرارداد، هریک از سرمایه‌گذاران، دیگر سرمایه‌گذاران هستند؛ به عبارت دیگر ماهیت قرارداد فی‌مابین، نوعی عقد شرکت است که بیش از دو طرف در آن دخیلند و بر اساس آن اطراف قرارداد، دارایی خود را به شراکت می‌گذارند.

شرط می‌کنند (به نحو شرط فعل) تا چنانچه سود به دست آمده از حد معینی (پیش‌بینی مورد نظر) کمتر شد، صندوق ملزم به جبران به اندازه پیش‌بینی شده، باشد و این التزام نهایتاً به میزان مشخصی (اصل سرمایه شرکای «ممتاز») خواهد بود؛ در مقابل شرکای «عادی» مطابق شرط ضمن عقد، متعهدند تا اگر سود حاصله از میزان مشخصی بیشتر شد، سود اضافی را به هر میزان که باشد -ولو چند برابر اصل سرمایه- به صندوق صلح (یا هبه) نمایند. گروه دومی که با صندوق مشارکت می‌کنند (شرکای «ممتاز») در ضمن عقد مشارکت ملتزم می‌شوند تا چنانچه سود حاصله از فعالیت مشترک، کمتر از حد معین (پیش‌بینی مورد نظر) گردید، کسری را از اصل و سود سرمایه خود به نفع صندوق جبران نمایند (صلح یا هبه) و این التزام حداکثر به میزان اصل سرمایه شرکای «ممتاز» خواهد بود؛ در مقابل هرگاه سود به دست آمده از حد مشخصی فراتر رفت، صندوق، متعهد است اضافه مورد توافق شده را (که به میزان سود فراتر از حد معین برای شرکای عادی است) به شرکاء ممتاز، صلح (یا هبه) نماید. همچنین هر دو گروه از شرکا در ضمن عقد مشارکت به مدیر صندوق وکالت می‌دهند تا مدیریت سرمایه‌گذاری و تصرف در اموال و دارایی‌ها را مطابق عقد و شروط توافق شده انجام دهد.

باید به این نکته توجه داشت که در فرآیند اجرایی این صندوق، لازم است دستورالعمل و قراردادهای مربوط به تأسیس این نوع صندوق به گونه‌ای تنظیم گردد که غبطه و مصلحت هر دو گروه از شرکا به طور حداکثر رعایت شود؛ برای مثال کف و سقف سود تعیین شده برای شرکای عادی، باید نزدیک به هم نبوده و دامنه وسیعی داشته باشد تا اگر وضعیت بازار سرمایه به شدت مثبت یا منفی گردید هر دو گروه کمتر متحمل ضرر یا عدم النفع گردند.





مصوبه کمیته فقهی

حداکثر نرخ بازدهی معینی مطابق امیدنامه صندوق تعیین می‌شود. حداقل و حداکثر نرخ بازدهی باید تفاوت معناداری متناسب با واقعیت‌های اقتصادی دوره فعالیت صندوق داشته باشد. مدیر صندوق ملزم است در پایان هر روز ارزش خالص دارایی‌های واحدهای عادی و ممتاز را محاسبه نماید و:

۱/۲- چنانچه نرخ بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری منابع مالی از حداقل نرخ معینی کمتر بود به وکالت از دارندگان واحدهای ممتاز مابه‌التفاوت ارزش خالص دارایی‌های صندوق با حداقل ارزشی که با لحاظ نرخ مذکور باید ایجاد می‌شد را از محل انتقال بخشی از ارزش خالص دارایی‌های واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز به ارزش خالص دارایی‌های واحدهای سرمایه‌گذاری عادی منظور نماید.

۲/۲- چنانچه نرخ بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری منابع مالی از حداکثر نرخ معینی بیشتر بود مدیر صندوق به نمایندگی از دارندگان واحدهای عادی مابه‌التفاوت ارزش خالص دارایی‌های واحدهای عادی صندوق با حداکثر ارزشی که با لحاظ نرخ مذکور باید ایجاد می‌شد را به ارزش خالص دارایی‌های واحدهای ممتاز منظور کند

کمیته تخصصی فقهی بعد از استماع نظرات کارشناسان و بحث‌های به عمل آمده تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری با ویژگی‌های اعلامی را بر اساس صلح منافع و دارایی توسط شرکا به صورت شرط ضمن عقد بلامانع دانسته و چنین جمع‌بندی کرد:

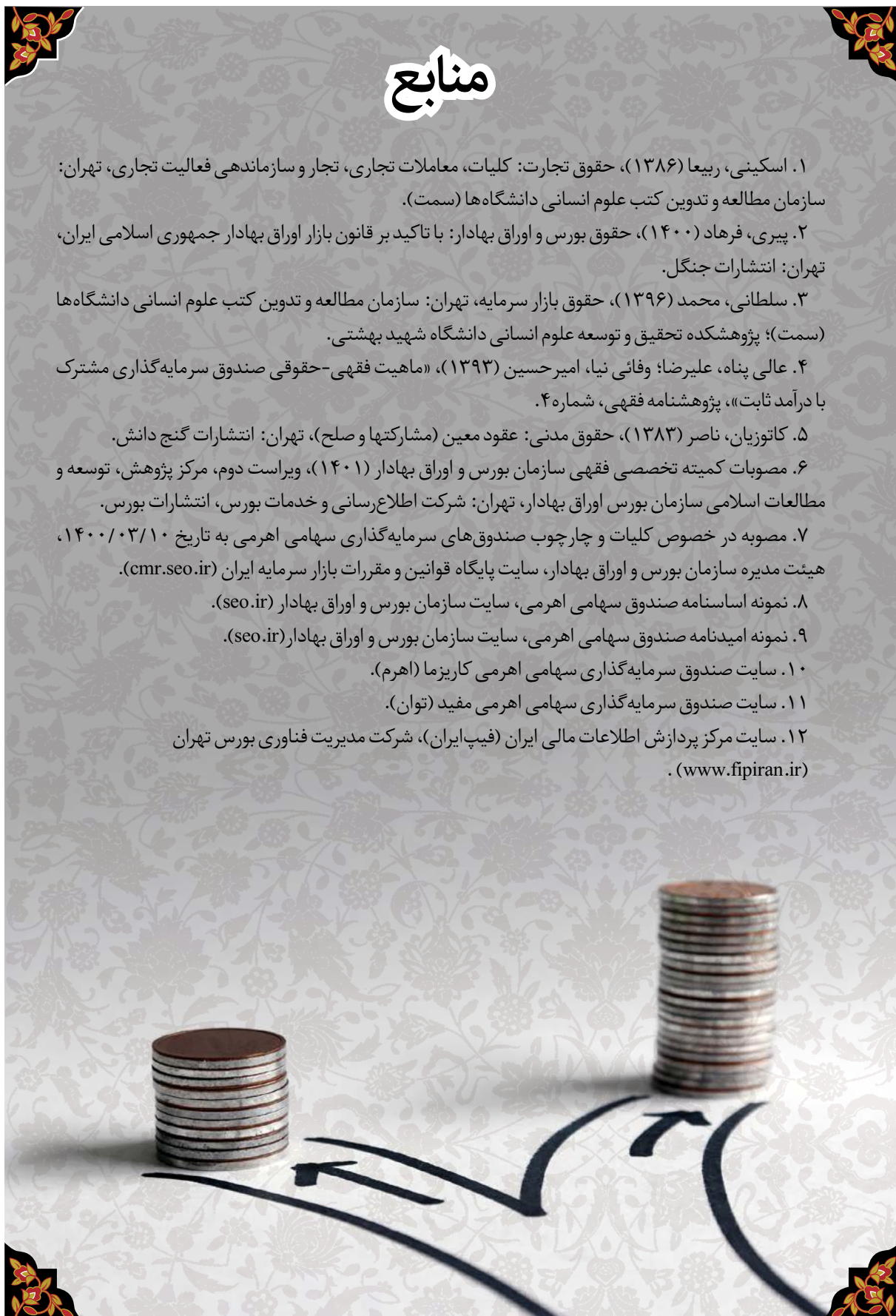
در صندوق‌های سرمایه‌گذاری، اقدام به سرمایه‌گذاری در واحدهای صندوق به معنای پذیرش قوانین و مقررات از جمله مفاد اساسنامه و امیدنامه است؛ لذا هر سرمایه‌گذار متناسب با نوع واحد سرمایه‌گذاری که تملک می‌نماید دارای حقوق و مسئولیت‌هایی می‌شود. بر این مبنا، تملک واحدهای عادی و ممتاز در این صندوق به معنی آن است که دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز و دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری عادی توافقی به شرح زیر منعقد می‌نمایند:

۱- مدیر صندوق به عنوان وکیل آن‌ها منابع مالی تجميع شده را جهت معامله اوراق بهادار دارای ویژگی‌های معینی صرف خواهد کرد. البته، مدیر صندوق می‌تواند بخشی از منابع مالی را به صورت وجه نقد نگهداری و متعاقباً با رعایت ضوابط مربوط به سرمایه‌گذاری نسبت به معامله آن اوراق بهادار اقدام کند.

۲- برای واحدهای سرمایه‌گذاری عادی حداقل و

منابع

۱. اسکینی، ربیعا (۱۳۸۶)، حقوق تجارت: کلیات، معاملات تجاری، تجار و سازماندهی فعالیت تجاری، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
۲. پیری، فرهاد (۱۴۰۰)، حقوق بورس و اوراق بهادار: با تاکید بر قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، تهران: انتشارات جنگل.
۳. سلطانی، محمد (۱۳۹۶)، حقوق بازار سرمایه، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)؛ پژوهشکده تحقیق و توسعه علوم انسانی دانشگاه شهید بهشتی.
۴. عالی پناه، علیرضا؛ وفائی نیا، امیرحسین (۱۳۹۳)، «ماهیت فقهی-حقوقی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با درآمد ثابت»، پژوهشنامه فقهی، شماره ۴.
۵. کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۳)، حقوق مدنی: عقود معین (مشارکتها و صلح)، تهران: انتشارات گنج دانش.
۶. مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۴۰۱)، ویراست دوم، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، تهران: شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس، انتشارات بورس.
۷. مصوبه در خصوص کلیات و چارچوب صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی به تاریخ ۱۴۰۰/۰۳/۱۰، هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، سایت پایگاه قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران (cmr.seo.ir).
۸. نمونه اساسنامه صندوق سهامی اهرمی، سایت سازمان بورس و اوراق بهادار (seo.ir).
۹. نمونه امیدنامه صندوق سهامی اهرمی، سایت سازمان بورس و اوراق بهادار (seo.ir).
۱۰. سایت صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی کاریزما (اهرم).
۱۱. سایت صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی مفید (توان).
۱۲. سایت مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران (فیپ ایران)، شرکت مدیریت فناوری بورس تهران (www.fipiran.ir).



صندوق اهرمی یک نوع
صندوق سرمایه‌گذاری در
سهام است که از تکنیک
اهرم مالی برای کسب بازدهی
مضاعف از یک سرمایه‌گذاری
استفاده می‌کند. در این
صندوق از دو سازوکار برای
سرمایه‌گذاری و انتقال مالکیت
واحدهای سرمایه‌گذاری
استفاده می‌شود: «صدور و
ابطال» و «قابل معامله در
بورس». منظور از اهرمی یعنی
دارندگان واحدهای ممتاز با
استفاده از منابع دارندگان
واحدهای عادی، به نوعی
برای خود اهرم و اعتبار ایجاد
می‌کنند



سید امیرحسین اعتصامی
رئیس گروه مالی اسلامی
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
شماره تماس: ۰۲۱-۸۴۰۸۳۱۵۸
Etesami.ah@seo.ir

سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه بازارها و ابزارهای مالی
نشانی: تهران / میدان ونک / خیابان ملاصدرا / سازمان بورس و
اوراق بهادار / ساختمان شماره ۲ / پلاک ۲۷ / طبقه اول
تلفن: ۰۲۱-۸۴۰۸۳۱۶۳ - www.rdis.ir