



الصكوك : ما هي إمكانيات تطويرها في
ظل المشهد الاقتصادي و المالي
المغربي ؟

الفهرس

3	المقدمة
5	الحالة الراهنة للأسواق المالية بالمغرب
5	دعوة الجمهور إلى الادخار
6	التركيز على سوق الأسهم
7	مؤشرات قطاعية
7	تطور رسملة البورصة
9	ما هي الإمكانيات الموجودة لإصدار الصكوك بالمغرب؟
9	ما هي الإمكانيات الموجودة بسوق التجزئة بالمغرب؟
14	ما هي الإمكانيات المتوفرة بالسوق المفتوحة في وجه المقاوله و المؤسساتي المغربي؟
16	الصكوك : التركيز على السوق العالمية
16	سوق الصكوك: الأرقام الأخيرة
22	الصكوك، التعريف و المميزات
22	التعريف العام
22	أنواع مختلفة من الصكوك
28	مقارنة بين الصكوك و سندات الاقتراض التقليدية
28	المميزات الرئيسية لعملية التسديد الإسلامي
32	الامتثال لأحكام الشريعة في حالة الصكوك والمنتجات المالية
35	الضرائب المفروضة على الصكوك – في ظل أي معيار؟
35	نموذج فرنسا
36	نموذج المملكة المتحدة
36	نموذج ماليزيا، خطوة تحفيزية
39	الهيكله النوعية لإصدار الصكوك
41	قطاعات التنمية، و الصناعات و البنيات التحتية
41	العقار قطاع يجلب دائما المالية الإسلامية
42	القطاع الصناعي فرص قوية لاستغلال
42	القطاع الفلاحي
43	قطاع الطاقة المتجددة
44	قطاع الصيد
45	البنيات التحتية
46	الخلاصة

المغرب من خلال موقعه الجغرافي على أبواب إفريقيا، و من خلال الإستراتيجية التي اعتمدها و السياق الذي انخرط فيه من أجل التنمية الاقتصادية، لديه مؤهلات كبرى يتعين توظيفها لجعله المركز الإفريقي الحقيقي للمالية. معتزا بالمشروع المهيكّل الذي انطلق به (القطب المالي للدار البيضاء) و رغبته الحقيقية لإصلاح سوقه للرساميل (عدة مشاريع في مرحلة اعتمادها خاصة منها المشروع المتعلق بالقانون البنكي و مشروع تعديل القانون المتعلق بالتسديد)، فالسوق المالي المغربي من شأنه تعزيز جاذبيته لدى السكينة المحلية التي مازالت إمكانيتها للادخار غير مستغلة بشكل كافي و كذا لدى البلدان المتوفرة على فائض من حيث السيولة.

في هذا المنظور، وضع إطار قانوني ينظم المالية الإسلامية من شأنه أن يقدم عدة مزايا : فهو على المستوى الداخلي يلبي الحاجة الكامنة التي تدرج في سياسة الخدمات البنكية للسكينة و على المستوى الخارجي فهو يساهم بنشاط و سكينة في تنمية المالية الإسلامية المغربية على الساحة الدولية.

و كما هو الشأن في المالية التقليدية، تحتاج المالية الإسلامية إلى أجهزة الرقابة و التنظيم لكل من القطاع البنكي و للأسواق المالية أو حتى بالنسبة للتأمين و التمويل الجزئي. على الصعيد الهيكلي و التنظيمي، يتوفر المغرب على بنية تحتية مالية و مؤسساتية مناسبة لاستقطاب المالية الإسلامية. فسلطات الرقابة و الفاعلين الخواص المتواجدين لهم مميزات و أدوات يمكن بسهولة جدا تكييفها. إذا كان من الناحية القانونية و التنظيمية مازال هناك عدة إصلاحات يتعين إدخالها لتوضيح بعض الجوانب التقنية و السماح للمالية الإسلامية بالتطور في محيط مؤمن و التي تم مراعاتها في إطار الإصلاحات التشريعية الكبيرة التي التزمت بها السلطات المالية المغربية (إعادة صياغة القانون البنكي بإدخال البنوك التشاركية و إعادة صياغة القانون المتعلق بالتسديد بإدخال الصكوك) فمن الممكن منذ الآن أن نلاحظ أن المكونات على المستوى المؤسسي قد اجتمعت بالفعل.

فمبادئ المالية الإسلامية التي تم تسليط الضوء عليها بشكل كبير في أعقاب الأزمة المالية التي بدأت في 2008، تم تقديمها في كثير من الأحيان كعلاجات جيدة لبعض الصعوبات التي تواجهها المالية التقليدية شريطة أن تدمج في إطار تنظيمي عام.

و علاوة على ذلك، و بصرف النظر على الجوانب التنظيمية و الجبائية، سيستند التحدي الرئيسي للمالية الإسلامية على الابتكار بغية اقتراح منتجات تجمع معا مبادئ الامتثال للقوانين و الأنظمة و الامتثال لمبادئ الشريعة الإسلامية، لكن أيضا المرادوية المالية و الاقتصادية. إضافة إلى ذلك، فالسوق المغربية بتقديمها كسوق للعرض و ليس كسوق للطلب على مستوى سوق التجزئة و على المستوى المؤسسي، يتعين بالتالي على، الفاعلين الماليين إنشاء هذا العرض بشكل واضح و مفهوم. و في هذا الصدد، تقدم الصكوك باعتبارها أبرز أدوات الصناعة المالية الإسلامية حولا و بدائل ذات أهمية كبيرة من شأنها تلبية حاجيات جميع العناصر الاقتصادية منها الدولة بالنسبة لحاجيات التمويل لكن أيضا المقاولات المتوسطة و الصغيرة و المقاولات الكبرى، كانت متداولة في البورصة أو غير متداولة و البنوك و كذلك شركات التأمين. تلبية الصكوك من جهة حاجيات السيولة للعناصر الاقتصادية و تقدم من جهة أخرى، حلا من حيث التنويع بالنسبة للمستثمرين المنشغلين بإيجاد منتجات مالية تتوافق مع متطلباتهم الأخلاقية.

من خلال هذه الدراسة، يحاول بالأساس مجلس القيم المنقولة إعطاء بطريقة تعليمية لمحة عن المنتجات المالية الإسلامية، لاسيما منها الصكوك و طبيعتها القانونية و الاقتصادية و المالية و تحليل جاذبيتها في الساحة المالية المغربية.

الحالة الراهنة للأسواق المالية بالمغرب

تتنظم سوق الدار البيضاء حول سوقين رئيسيين:

* سوق سندات رأس المال حيث بلغ حاليا عدد الشركات 77 شركة مدرجة في البورصة تعمل في قطاعات مختلفة جدا. فالتمويل من خلال هذا السوق يكون إما بمناسبة إدراج في البورصة أو بمناسبة استقطاب الأموال في السوق الثانوية (إصدار سندات جديدة بواسطة الاكتتاب). فحوص السندات المملوكة من قبل الجمهور ضعيفة جدا.

* سوق السندات الاقتراضية، تهيمن فيها إصدارات الشركات المالية و العقارية. فالسوق الثانوية ضعيفة السيولة مع شبه غياب الأشخاص الذاتيين.

دعوة الجمهور إلى الادخار

يعرف اللجوء إلى تمويل الاقتصاد عن طريق السوق المالي مزية جديدة مقارنة مع الطرق الكلاسيكية للتمويل (تمويل من البنك، أموال ذاتية،...). و على غرار الأسواق المتقدمة، يشكل جمع الدين ركيزة هامة لنمو و تطوير الأسواق المالية.

في 2011، تجاوز حجم عمليات جمع الأموال في السوق الأولية 75 مليار درهم أي زيادة بحوالي 6,4% مقارنة مع السنة الماضية.

تعزى هذه الزيادة بالأساس إلى :

* ارتفاع عدد الإصدارات في سوق سندات الاقتراض على المدى المتوسط و الطويل (1,4%+) من خلال إصدارات لشهادات الايداع (1,7+ مليار درهم) و بإصدارات لأذينات شركات التمويل (1,6+ مليار درهم) ؛

* ارتفاع الإصدارات في سوق سندات الدين على المدى القصير (9,60%+) معززة بإصدار أوراق الخزينة (1,2+ مليار درهم) ؛

* الحفاظ على حجم الزيادات في رأس المال مقارنة مع 2010 ، بلغ المبلغ الإجمالي 7,3 مليار درهم.

إصدارات في السوق الأولية (خارج سندات الخزينة) بملايين الدرهم

2011	2010	2009	2008	2007	
7 331.20	7 340.50	2 466.00	3 776.00	4 767.00	زيادات في رأس المال (1)
218.20	-	-	1 718.00	2 421.00	إدراجات في البورصة
7 113.00	7 340.50	2 466.00	2 058.00	2 346.00	زيادات أخرى في رأس المال
62 849.00	60 363.00	35 121.00	41 244.00	19 814.00	إصدارات في السوق على المدى المتوسط و المدى الطويل (2)
10 624.00	11 446.00	8 150.00	10 050.00	4 770.00	اقتراضات سنديّة تم التأشير عليها
44 575.80	42 867.00	20 826.00	30 064.00	14 635.00	إصدار شهادات الإيداع
7 649.20	6 050.00	6 145.00	1 130.00	409.00	إصدارات لأذونات شركات التمويل
5 541.50	3 443.00	3 501.00	7 665.00	1 904.00	إصدارات في السوق على المدى القصير (3)
5 541.50	3 443.00	3 501.00	7 665.00	1 904.00	إصدارات لأوراق الخزينة
75 721.70	71 146.50	41 088.00	52 685.00	26 485.00	تراكم دعوة الجمهور إلى الإدخار في السوق الأولية (4) = (1) + (2) + (3)

المصدر: ماروكليبر و مجلس القيم المنقولة

إصدارات لسندات الدين

لا يزال التمويل عن طريق إصدار سندات الدين المضمونة أو غير مضمونة من طرف الدولة يثير اهتماما خاصا لدى المصدرين كما يتضح ذلك، من خلال ارتفاع بنسبة 7,2 لإصدار سندات الدين في سنة 2011 مقارنة مع سنة 2010. و يعزى ذلك، إلى ارتفاع إصدارات سندات الديون القابلة للتداول بنسبة (10,3%) مما يقاوم بشكل واسع انخفاض الإصدارات السنديّة¹ (-7,2%).

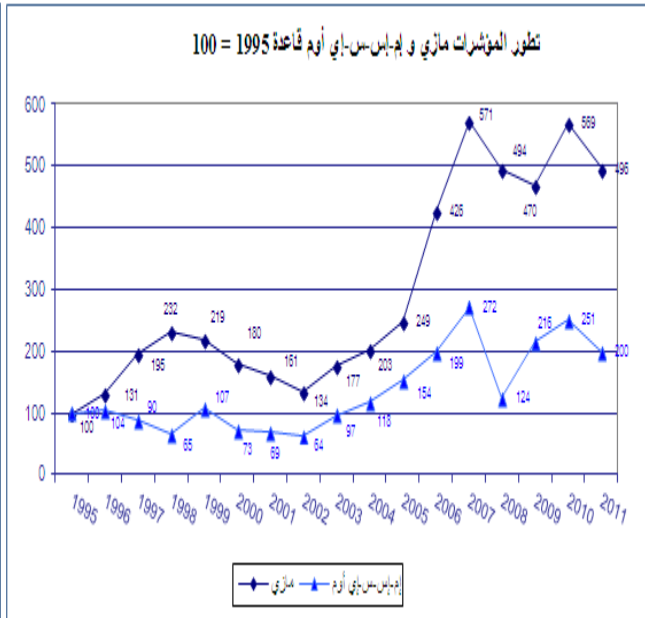
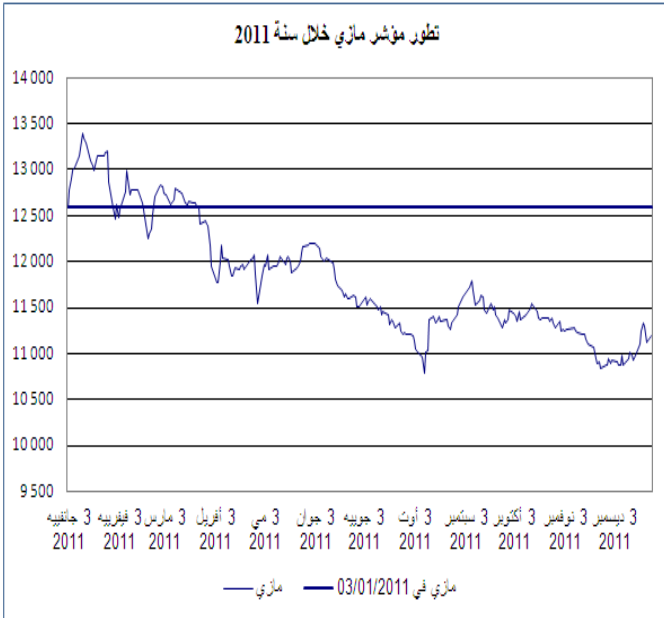
التركيز على سوق الأسهم

هزت بالأساس التقلبات القوية جدا والتوترات والكآبة التي شهدتها أسواق البورصة بالاقتصادات الناشئة وخاصة تلك الموجودة في منطقة الشرق الأوسط تسيير الأسواق المالية العالمية خلال السنتين أو الثلاث سنوات الأخيرة. فقد واصلت مؤشرات البورصة اتجاهها نحو الانخفاض في سنة 2011 كما يبين ذلك مؤشر إم.إس.سي.إي. أوم² بنسبة 20٪.

فالاقتصاد المغربي لا يشكل استثناء حيث سجلت السوق المغربية للبورصة انخفاضا قويا من حيث الحجم في السوق الثانوية. رغم أن الربع الأول من السنة كان يطبعه انتعاش طفيف للنشاط في سنة 2011. إلا أن المؤشرين مازي و ماديكس انهارا ليقل كل منهما السنة المالية على التوالي بما قدره 11027,65 و 9011,57 نقطة، أي بسوء الأداء السنوي بنسبة -12,86% و -12,81%.

¹ خارج الإصدارات المضمونة من طرف الدولة

² إم.إس.سي.إي أسواق ناشئة هو مؤشر البورصة أحدث من قبل موركن ستانلي رأس المال دولي



المصدر: بورصة ادار البيضاء و إم-إس-إي

مؤشرات قطاعية

حتميا على إثر الوضعية المالية للبلاد، شهدت أغلبية قطاعات الاقتصاد المغربي انخفاضا حادا للمؤشرات القطاعية المرتبطة بها. سجلت القطاعات الأكثر نشاطا بجدول الأسعار أداءات سلبية (61% من المبادلات في السوق المركزية) و قطاع العقار (32,7%) و القطاع البنكي (13,4%).

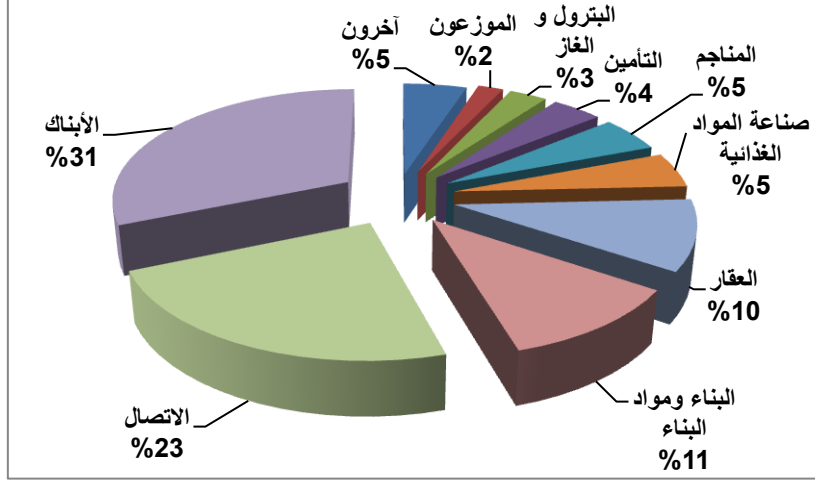
تطور رسملة البورصة

سجلت رسملة البورصة على إثر انخفاض القيمات المكتسبة في البورصة، انخفاضا بنسبة 11% مقارنة مع سنة 2010، لتبلغ 516 مليار درهم في نهاية سنة 2011.

يمثل كل من قطاع البنك و الاتصال و البناء و مواد البناء أبرز الرسملة في البورصة.

و بسوء للأداء يفوق 33%، شهد قطاع العقار المدرج في البورصة، انهيار حصته في رسملة البورصة مما زاد من حدة غياب علاقة متبادلة بين المجالي الاقتصادي و المالي.

توزيع الرسملة حسب كل قطاع بالنسبة لنشاط سنة 2011



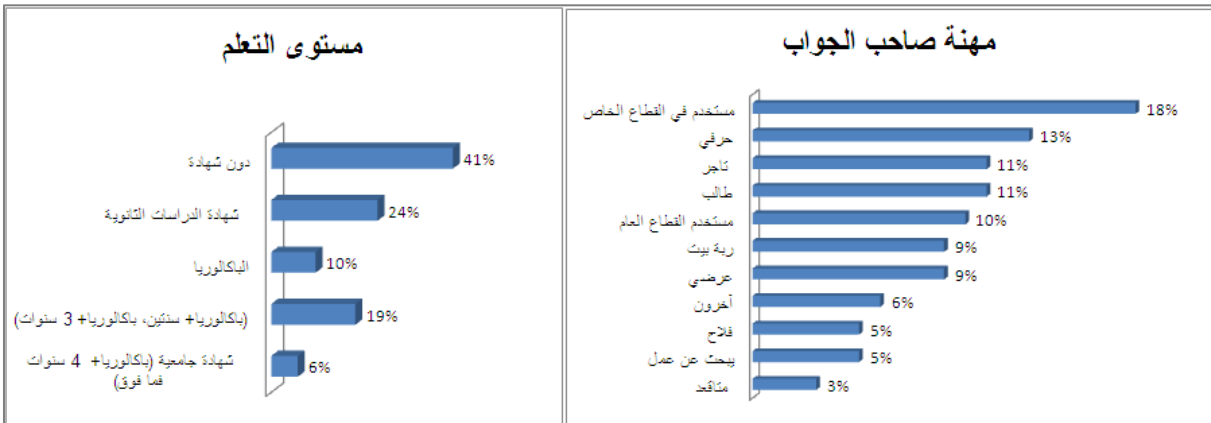
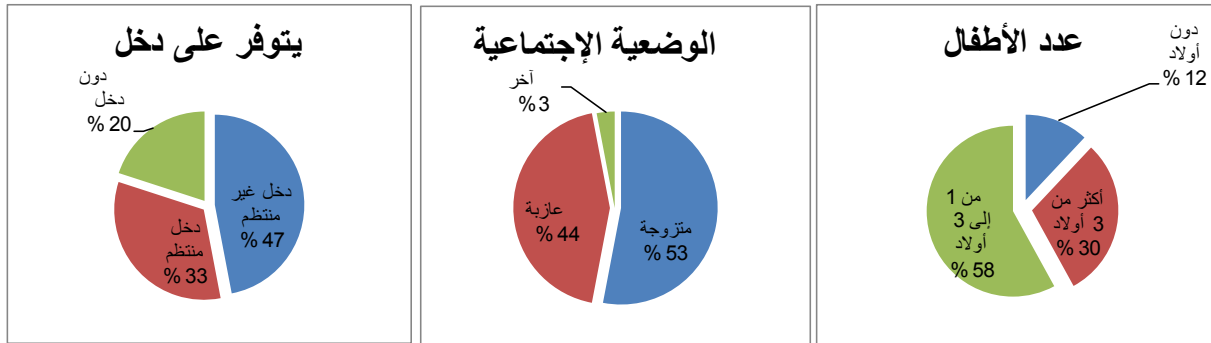
ما هي الإمكانيات الموجودة لإصدار الصكوك بالمغرب؟

ما هي الإمكانيات الموجودة بسوق التجزئة بالمغرب؟

بفضل السلامة النسبية و جاذبية العوائد التي تقدمها على المدى المتوسط و الطويل، شهدت الصكوك نجاحا لدى المستثمرين المؤسساتيين (البنك و مقاولات التأمين) و كذلك لدى بعض أنواع الخواص ذات إمكانيات عالية. فهذا النوع من المنتجات يمكن أيضا أن يكون دعامة مهمة للاستثمار قابلة للتوزيع من قبل الأبنك التجارية. و على غرار عرض منتج سندي بسوق التجزئة، يمكن أيضا تصور عرض منتجات مكونة من الصكوك و من وسائل أخرى بإمكانها الجمع بين مقاييس التوظيف المؤمن و المريح و التوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

و في إطار مشروع تحليل و تقييم إمكانيات المالية الإسلامية بالمغرب، أجرى مكتب الاستثمارات المالية الإسلامية و التدقيق الشرعي دراسة حول السوق ستمكن اليوم من تقدير أفضل لسوق التجزئة. وقد تم الاهتمام بشكل خاص بإمكانيات الادخار بالنسبة للمغاربة و جاذبيتهم للاكتتاب في عرض للادخار أو لتوظيف يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

على المستوى المنهجي، أجريت استمارة أسئلة للاستطلاع، تمت في المناطق الرئيسية من المملكة على عينة من 800 شخص تتألف من رجال و نساء، يتراوح عمرهم ما بين 18 سنة و 55 سنة، و هم يمثلون جميع الشرائح السوسيو مهنية القائمة في الوسط الحضري و الوسط القروي و المستفيدة من الخدمات البنكية و غير المستفيدة منها.



من حيث التغطية الجغرافية، تم التحقيق في هذا الصدد في المدن و الجماعات القروية القريبة من الدار البيضاء و الرباط و مراكش و أكادير و فاس و طنجة و وجدة. تم تأليف العينة وفق طريقة الحصص، فالمقاييس المعتمدة لتحديد الحصص هي المنطقة و وسط الإقامة و الجنس و العمر و الشرائح السوسيو اجتماعية.

عند تأليف العينة، حرص مكتب الاستثمارات المالية الإسلامية و التدقيق الشرعي على الإفراط في تمثيل الشرائح السوسيو اجتماعية. أ- ب- س-³ كما تمت ترجمة استمارة الأسئلة إلى العربية الدرجة و تم اختبارها أثناء التحقيق النموذجي قبل استعماله على أرض الواقع.

هت على الخصوص أبرز جوانب التحقيق مستوى المعرفة و فهم الزبناء المستهدفين للمنتجات و الخدمات المالية الإسلامية و مدى فهمهم للموضوع و إدراك المستهلكين للمنتجات و الخدمات المالية الإسلامية، مستواهم الحالي للتجهيز بالمنتجات المالية ؛ قدرتهم على الادخار و تصرفهم إن أتاحت المنتجات المالية في السوق المغربية و مدى استعدادهم على الاكتتاب فيها و حساسيتهم من حيث تسعيرها و استعدادهم لقبول الزيادة المفرطة في السعر و إن كان الجواب بنعم إلى أي مبلغ و ما هي متطلباتهم في مجال الامتثال إلى الشريعة و مدى إدراكهم لمنتجات التأمين و التأمين على الحياة إلخ.....

يتم عرض أدناه بعض نتائج هذه الدراسة المقامة في أبريل 2012.

معدل الخدمات البنكية للمجموعة المستهدفة

صرح أقل من شخص واحد من بين شخصين، تم استجوابهم، أنه يستفيد من الخدمات البنكية (46%). هذه النسبة مرتفعة بالنسبة للنساء (35%) مقارنة مع معدل الشريحة السوسيو اجتماعية د (33%) و الأشخاص الأقل تعليما (31%)⁴.

السبب الرئيسي بالنسبة للخوادم الذين ليس لديهم لا حساب بنكي و لا قرض لدى شركة من شركات التمويل هو :

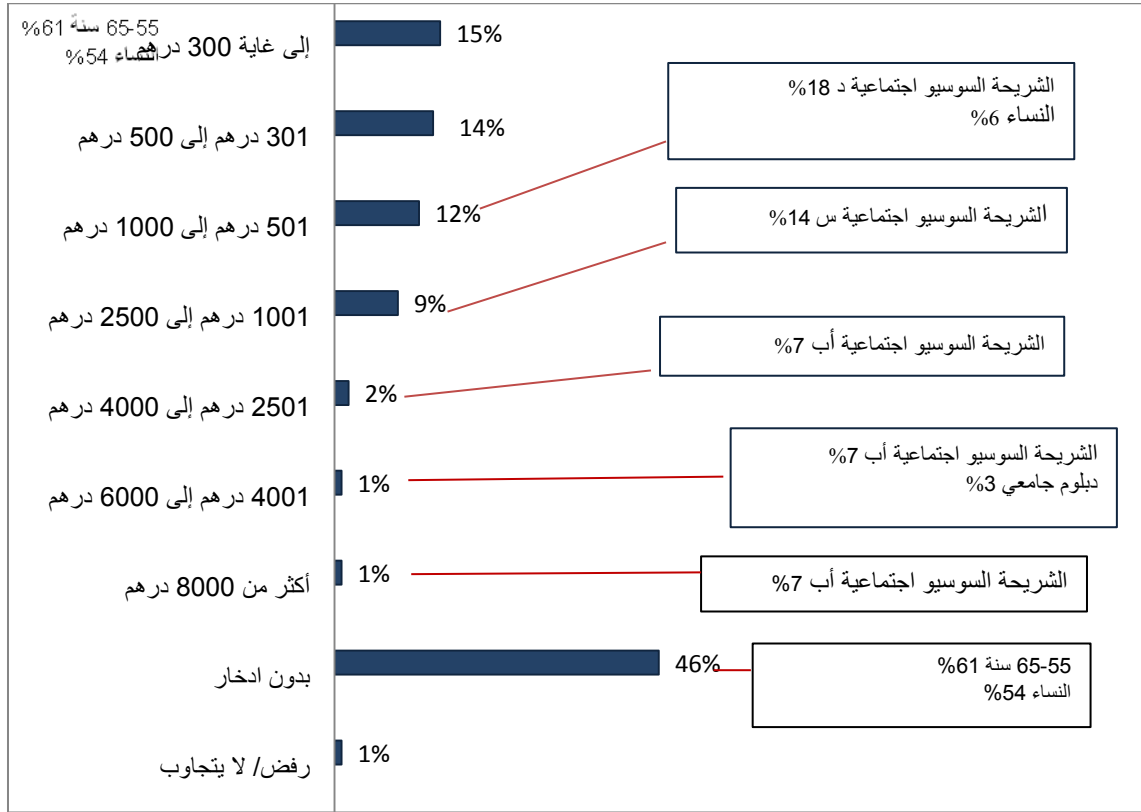
* عدم الحاجة لذلك (50%) خاصة بالنسبة للأشخاص الذين يتراوح عمرهم ما بين 18- 24 سنة (60%) ؛

* دخل ضعيف أو غير منتظم (41%) يلاحظ ذلك بالأساس لدى الأشخاص الذين يتراوح عمرهم ما بين 55- 65 سنة (62%) و كذلك بالنسبة لسكان الوسط القروي (50%) ؛

* أسباب دينية لم يذكرها إلا 9% من الأشخاص غير المستفيدين بالخدمات البنكية.

³ الشريحة السوسيو اجتماعية أب : الدخل الشهري < 10000 درهم؛ الشريحة السوسيو اجتماعية س : الدخل الشهري من 5000 إلى 10000 درهم ؛ الشريحة السوسيو اجتماعية د : الدخل الشهري > 5000 درهم

⁴ الأرقام مسجلة في الرسوم البيانية بالأزرق عندما تكون أكبر بشكل ملحوظ من الرقم القياسي المسجل لدي مجموع العينة و بالأحمر عندما تكون أقل بشكل ملحوظ من الرقم القياسي المسجل لدي مجموع العينة



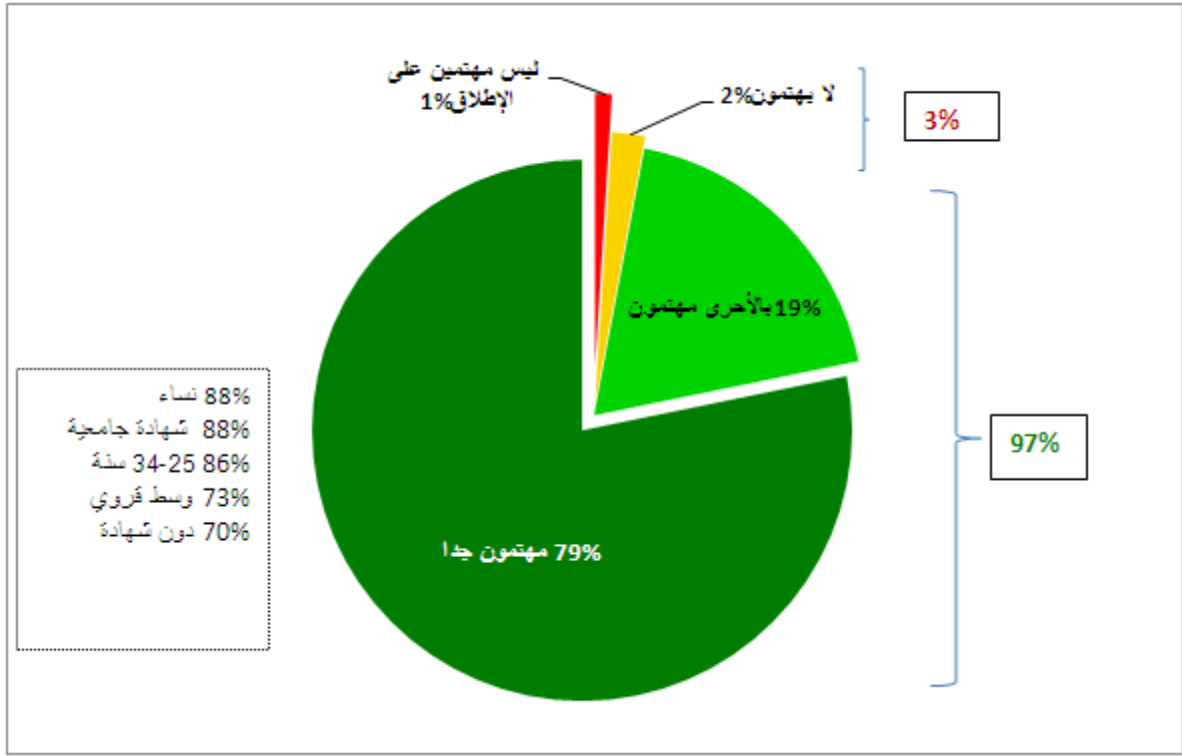
المصدر : IFAAS

جاذبية المنتجات المالية الإسلامية

استجوب بعض الخواص حول الفائدة التي تمثلها المنتجات المالية الإسلامية بالنسبة لهم إن أتاحت بالمغرب، و قد عبر في أغليبيتهم الساحقة عن رأيهم الإيجابي 97 % من بينهم مهتمون جدا أو بالأحرى مهتمون إلى حد ما بهذا النوع من المنتجات.

من بين النساء المستجوبين نلاحظ نسبة عالية "مهتمين جدا" بنسبة 88 % . و كذلك الشأن بالنسبة للأشخاص الذين لديهم شهادة جامعية بنسبة 88 % و بالنسبة للأشخاص الذين يتراوح عمرهم ما بين 25-34 سنة، أكثر من 85 % من بينهم صرحوا " بأنهم مهتمين جدا".

هل أنتم مهتمون بالمنتجات المالية الإسلامية إن أتاحت بالمغرب؟

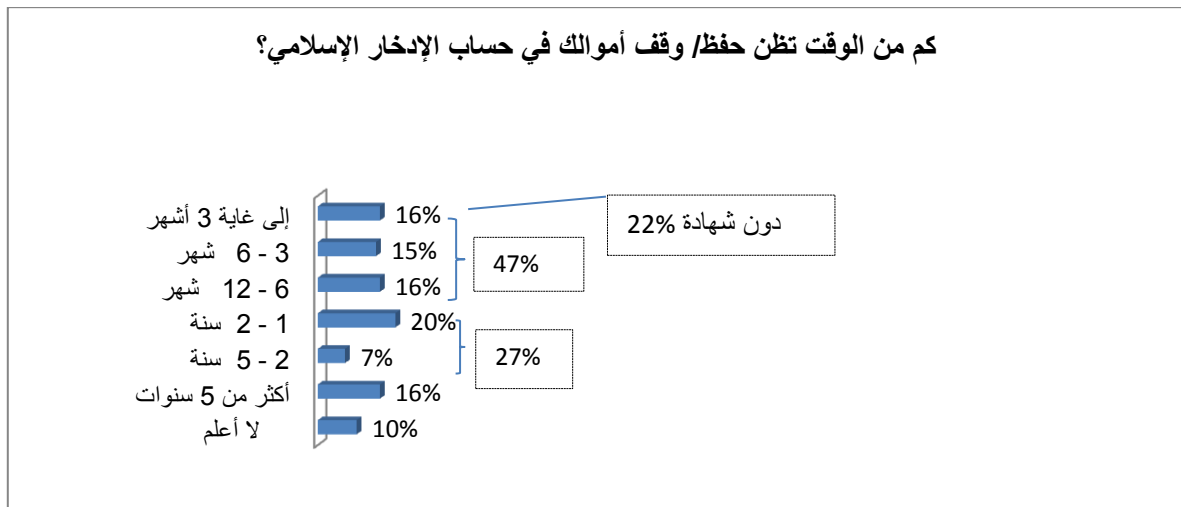


المصدر : IFAAS

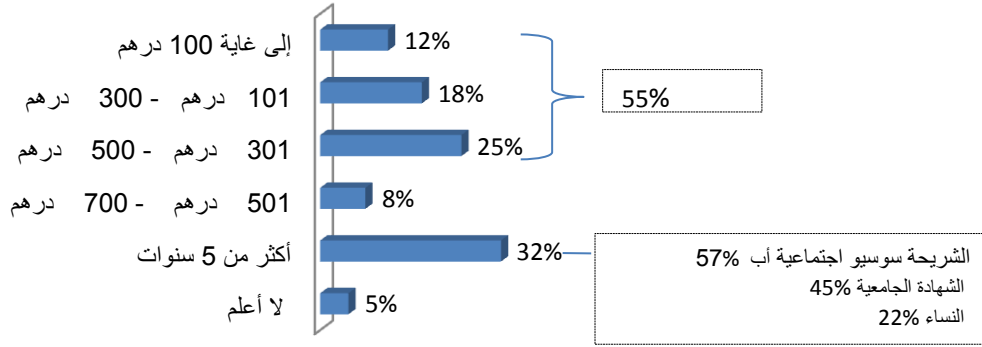
نية اللجوء إلى الادخار الإسلامي

بالنسبة لجزء كبير من الأشخاص الراغبين في اللجوء إلى الادخار الإسلامي، لا يمكن أن تتجاوز فترة وقف الأموال في الحساب 12 شهرا بنسبة (47%). ومع ذلك، جزء لا يستهان به يستحضر مدة حفظ الأموال تتراوح من 1-5 سنوات (27%) و إلى ما فوق 5 سنوات (16%).

بالنسبة للمبلغ الذي يمكن توفيره بواسطة الادخار الإسلامي، استحضر أكثر من شخص واحد من بين 2 مبلغ 500 درهم أو أقل شهريا (55%)، بينما استحضر أكثر من شخص واحد من بين ثلاثة من المهتمين بالادخار الإسلامي توفير مبلغ يزيد على 700 درهم شهريا (32%).



ما هو المبلغ الذي تظن توفيره شهريا في حسابك للإدخار الإسلامي؟



ما هي الإمكانيات المتوفرة بالسوق المفتوحة في وجه المقاولات و المؤسسات المغربية؟

من أجل تحديد إمكانيات الادخار المؤسساتي الذي بالإمكان ضخه بواسطة الأدوات المالية الإسلامية (خاصة الصكوك)، أجرى مجلس القيم المنقولة دراسة استهدفت فيها عينة من المصدرين و من المستثمرين المؤسساتيين المغاربة.

أرسلت استمارة أسئلة إلى عينة من المصدرين تتألف من البنوك و المقاولات المدرجة في القسم الأول من البورصة أصدرت من قبل سندات الاقتراض مسعرة. أما بالنسبة للمستثمرين المؤسساتيين، فقد أرسلت الاستمارة إلى الشركات المسيرة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

نتائج استمارة الأسئلة

المصدرون

تعلقت الأسئلة الأولى بخصوص التحقيق الموجهة للمصدرين بتجربتهم بخصوص الإصدارات لسندات الاقتراض المنجزة سابقا. صرح المعنيون بالاستمارة أنهم انجزوا بنجاح عملية إصدار سندات الاقتراض. و صرح أغلبهم أنهم تمكنوا من تحقيق هدفهم لجمع الأموال. إذا اعتبر 75% منهم أن التجربة كانت ناجحة جدا، فجميع المستجوبين عبروا مع ذلك، على بعض التحفظات من حيث البطء الحاصل عند إجراء العملية (عقد الجمعية العامة و تحرير بيان المعلومات) و تكلفة الإصدار المرتفعة.

تعلق الجزء الثاني من الاستمارة بالمعرفة في مجال منتجات التمويل الإسلامية. صرح جميع المستجوبين أن لديهم دراية عن المالية الإسلامية و أن 90% يعرفون بالخصوص الصكوك. يعرف كذلك 75% منهم المنتجات الأخرى الإسلامية كالمرابحة و الإجارة و المضاربة.

و يظهر أيضا أن 90% من العينة بإمكانهم ترقب إصدار الصكوك في إطار قانوني و تنظيمي بالمغرب إذا كان مسموح بذلك. كما يعتقد 62% منهم كون هذه الأداة مكملة لمنتجات التمويل الموجودة و أن 25% منهم يعتبرها بديلة لسندات الاقتراض التقليدية.

يتعلق الجزء الثالث من الاستمارة باختيار الإصدار. لوحظ أن 50% من العينة المذكورة اختاروا إصدار الصكوك بدل إصدار سندات الاقتراض الكلاسيكية إذا كانت التكاليف المتعلقة بكل أداة مماثلة لكن فقط 13% بإمكانهم اختيار الصكوك بغض النظر عن التكلفة.

بالإضافة إلى ذلك، 62,5% من العينة المختارة قد يكونوا مهتمين بمستثمرين غير راغبين بالاستثمار في الأدوات التقليدية لأسباب دينية و 62,5% من المستجوبين يفضلون تسعير الصكوك لأسباب السيولة و تطوير البورصة.

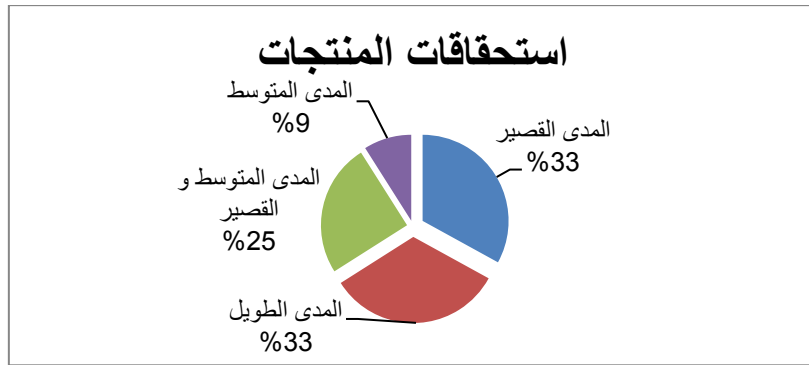
المستثمرون

يظهر من خلال التحقيق المقام به لدى المستثمرين المؤسساتيين أن العوامل الرئيسية لتعليل قرار الاستثمار هي كما يلي : السيولة (100%)، و مردودية الأداة (92%) و حاجيات التنوع (62%). كما يشترط بالأساس في اتخاذ القرار مراعاة تاريخ استحقاق الأداة و إستراتيجية الاستثمار و العاملين المزدوجين المخاطر-المردودية.

كما صرح 92% من العينة المذكورة أن لهم دراية حول المالية الإسلامية و الصكوك و 75% لديهم رأي إيجابي حول هذه الأداة مع التركيز على جاذبيتها لضخ ادخار محتمل لم تستحوذ عليه المالية التقليدية و على فائدتها لتلبية حاجيات التنوع.

سيتم تحديد الاختيار ما بين استثمار في الصكوك أو في سندات الاقتراض الكلاسيكية وفق العاملين المزدوجين المخاطر/ المردودية بالنسبة لكل أداة، و إستراتيجية استثمار الأموال و كذلك، حاجيات الزبانة التي بالإمكان تعليلها بواسطة الاعتقادات الدينية. كما صرح 100% منهم أنه ليس لديهم أي مشكل في الاستثمار في الصكوك إذا كانت الأداة لها جاذبية من الناحية المالية و تستجيب لحاجيات الزبناء.

أما من ناحية تفضيلهم من حيث استحقاق المنتج، ثلث الشركات المسيرة تفضل المدى القصير في البداية، بسبب حداثة المنتج في السوق و يعتزمون اقتراح ادخال بتشكّل تدريجي استحقاقات بأجل أطول لدى زبائنهم، عندما يصبح المنتج معروفا أكثر.

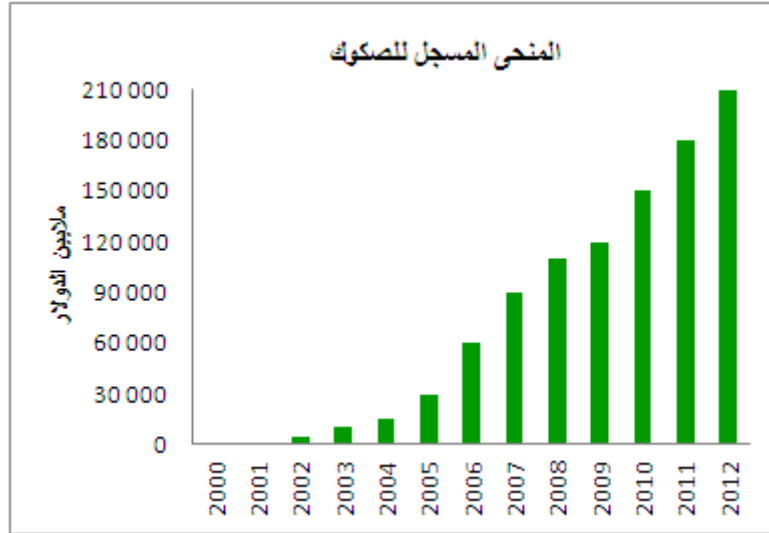


92% من الشركات المسيرة التي أجابت على الاستمارة، أشارت إلى أهمية قابلية تداول المنتج بسبب السيولة و تفضيل زبائنها و 8% تفضل الانتظار إلى غاية انجاز تطور الأداة قبل اتخاذ قرار تسعيرها في البورصة.

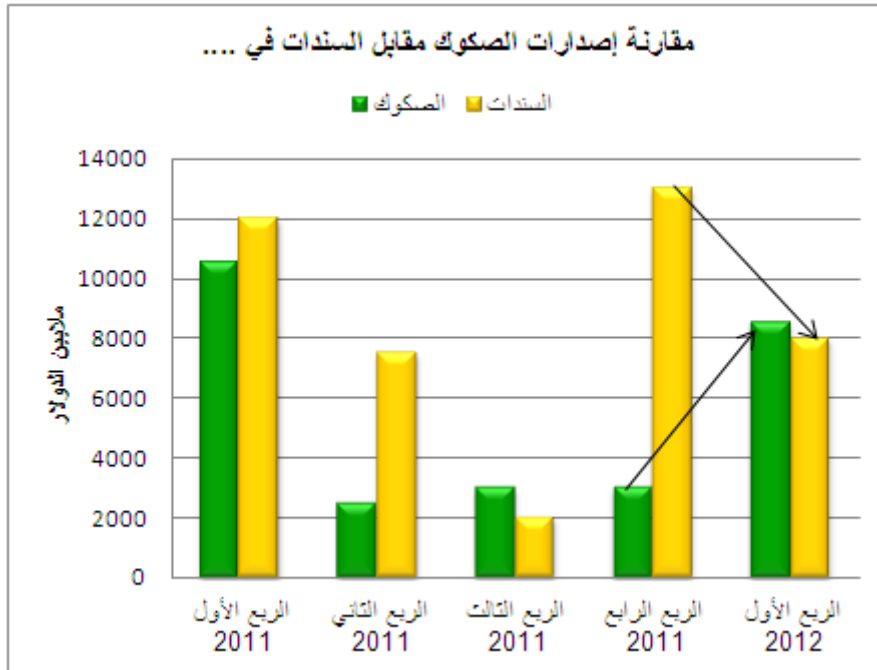
الصكوك : التركيز على السوق العالمية

سوق الصكوك: الأرقام الأخيرة

حسب مختلف المصادر (زاويا و بلومبرغ) أقفلت السوق العالمية للصكوك سنة 2011 بمبلغ قياسي للإصدار يقدر ب 85 مليار دولار. واصل الربع الأول من سنة 2012 وثيرته مع إصدارات جديدة قدرها 40,5 مليار دولار. و قد تم ملاحظة هذا النمو القوي من خلال أغلبية الأسواق المالية الإسلامية.



المصدر : Bloomberg, IFIS, Zawya, KFHR



المصدر : Zawya

هناك عدة عوامل يمكن أن تفسر هذا النمو و نشير من بينها على الخصوص إلى :

* انخفاض معدلات مردود سندات الاقتراض التقليدية السيادية و الخصوصية بمنطقة الشرق الأوسط بعد " الربيع العربي " ؛

* تجفيف السيولات في بعض مناطق العالم الغربي ؛

* عدم اليقين بالنسبة للاقتصاد العالمي المرتبط جزئيا بأزمة الدين الأوروبي ؛

* التخوف من حدوث ركود جديد في أوروبا وحتى في الولايات المتحدة.

يمكن إضافة إلى ذلك، كون البنوك الإسلامية كانت أقل تأثرا من الأزمة المالية لكونها لم تتعرض بشكل كبير للمنتجات السامة.

تضاف إلى ذلك عوامل أخرى لتفسير هذا النمو، و خاصة منها الحاجيات العالية جدا لجمع الأموال من أجل تنمية بعض البنيات التحتية و الفوائض من السيولة المتواجدة في منطقة الخليج و أخيرا إلى تعطش المستثمرين لهذا النوع من المنتجات.

إصدارات الصكوك حسب السوق (بملايين الدولار)

إصدار الربع الأول 2012	إلى تاريخ الإصدار	نمو سنة إلى سنة 2011	إصدار 2011	البلد
208 285,65	28 277,38	86,10%	60 921,23	ماليزيا
38 846,33	1 700,00	212,70%	9 277,70	الإمارات المتحدة العربية
23 334,92	6 416,60	-8,00%	4 084,50	العربية السعودية
12 972,80	-	336,80%	9 277,70	قطر
12 832,52	3 389,73	-32,80%	4 084,50	اندونيسيا
10 557,77	298,33	283,20%	2 763,70	البحرين

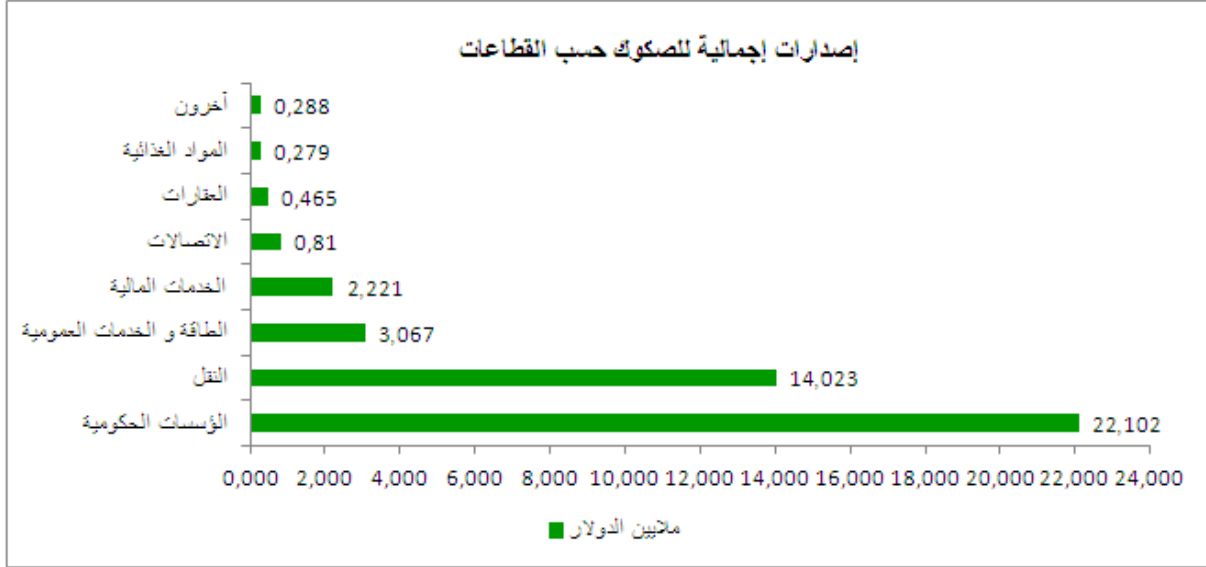
المصدر : Bloomberg zawya, IRS, KFHR

دفعت الأموال المجمعّة من قبل الهيئات السيادية و البنوك المركزية في تطوير سوق الصكوك، لامتصاص فائض السيولة. أصدر مثلا البنك المركزي الماليزي لوحده 43% من الصكوك من إجمالي السوق الأولية. و بالإضافة إلى ماليزيا، نجد من بين الدول التي تصدر الكثير من الصكوك في الأوقات الأخيرة، الإمارات العربية المتحدة و العربية السعودية و قطر و اندونيسيا و مملكة البحرين.

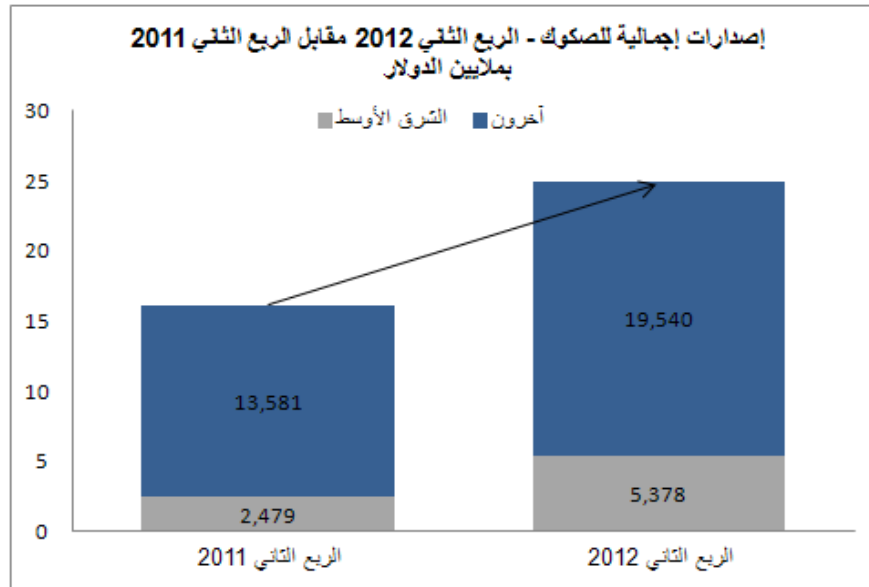
و حسب المحللين للمالية الإسلامية، يمكن لسوق إصدار الصكوك أن تصل إلى مستوى قياسي جديد بما يناهز 123,4 مليار دولار أمريكي في 2012. يمكن الارتقاء بالسوق إلى الأعلى من خلال التطلعات الجيدة جدا التي أظهرتها ماليزيا باعتبارها محور هذا النوع من الإصدار.

تملك منطقة جنوب آسيا أكثر من 70% من السوق العالمية مع ما يقرب من 72% مملوكة من قبل ماليزيا.

و بالإضافة إلى ذلك، حافظت ماليزيا على وضعيتها كرائد في مجال المالية الإسلامية بما قدره 17 مليار دولار أمريكي من الصكوك المصدرة في الربع الثاني من سنة 2012، يليها في الرتبة الثانية العربية السعودية و الإمارات العربية المتحدة بما قدره على التوالي 2,39 مليار دولار أمريكي و 2,4 مليار دولار أمريكي من الإصدارات.



المصدر : Zawya



المصدر : Zawya

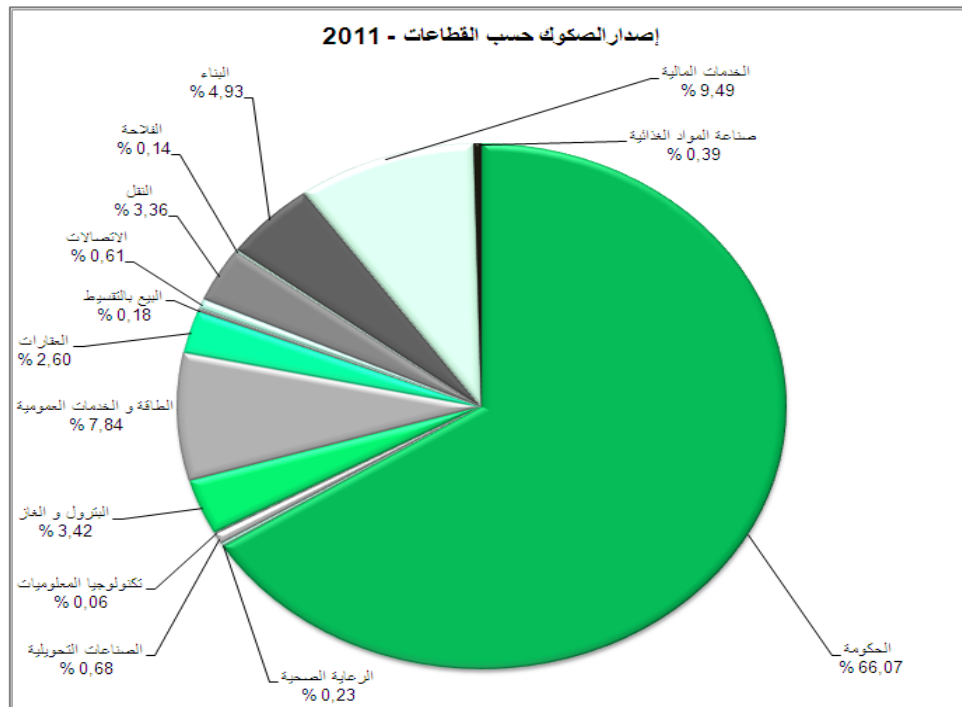
شهدت دول مجلس التعاون الخليجي لأول مرة تفوق إصداراتهم للصكوك على إصدارات سندات الاقتراض التقليدية.

يلاحظ أن عدد الدول المصدرة للصكوك تضاعف تقريبا (10 إلى 19) في ظرف 5 سنوات. و يستمر هذا الاتجاه لكون العديد من البلدان كأستراليا و روسيا و بعض البلدان الأوروبية الأخرى، أظهرت أكثر و أكثر اهتمامها بهذا النوع من الأدوات، و من بينهم نذكر لوكسمبورغ ، حيث أنه منذ بعض الأشهر، تم

طرح مسألة الإصدار السيادي على أرض الواقع. و في ما يتعلق بالقارة الإفريقية، إضافة إلى المغرب أعربت أيضا تونس و السنغال على الاهتمام الأكيد بهذا النوع من الأدوات.

تضاعف عدد العملات التي أصدرت بها الصكوك في ظرف 5 سنوات و يعزى ذلك، إلى مختلف الإصدارات التي عرفها السوق، بعضهم لأول مرة مثل إصدار الجنيه الاسترليني في سنة 2010 أو الإصدار الأول بالدينار الاردني في 2011. غير أن معظم الإصدارات تتم بالرينغيت الماليزي و الدولار الأمريكي. و فعلا واصلت العملة الماليزية خلال الربع الأول من سنة 2012 هيمنتها على سوق إصدارات الصكوك، حيث تمثل حوالي 75% من الإصدارات الإجمالية. فالقطاع الذي يلجأ فيه بكثرة إلى هذا النوع من الأدوات هو القطاع العام مع 3/2 الإصدارات يليه كل من قطاعي البنوك و مقاولات البناء.

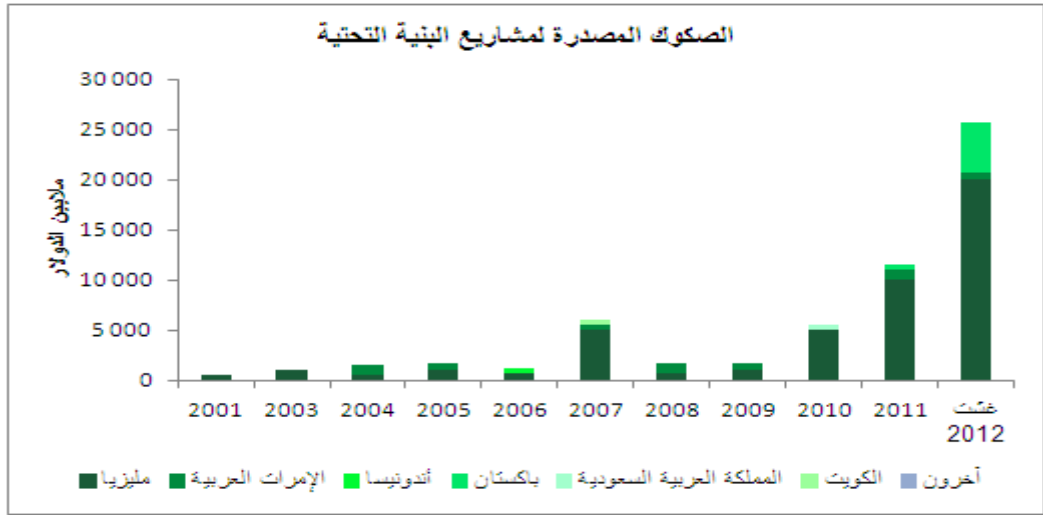
استمر هذا الاتجاه في سنة 2012 بواسطة الصكوك الحكومية التي تمثل ما يقرب عن 45 % من الإصدارات الإجمالية، تليها صكوك قطاع النقل.



المصدر : Bloomberg zawya, IRS, KFHR

في الواقع، الشركات المسيرة للمطارات و الطرق السيارة هن مغرمات بشكل كبير بهذا النوع من التمويل. إضافة إلى كون طبيعة أنشطتهن و مردودياتهن مناسبة جدا لهذا التمويل. كما قامت بعض القطاعات الأخرى بالاعتماد بشكل واسع إلى الصكوك كوسيلة للتمويل خاصة بالنسبة لقطاع الطاقة باعتباره قطاع يستلزم في الكثير من الأحيان تعبئة قوية لرؤوس الأموال. و هكذا، تم تمويل عدد كبير من المحطات الطاقة و المصافي و المفاعلات الأخرى بواسطة إصدارات الصكوك من الحجم الكبير و بأنواع مختلفة.

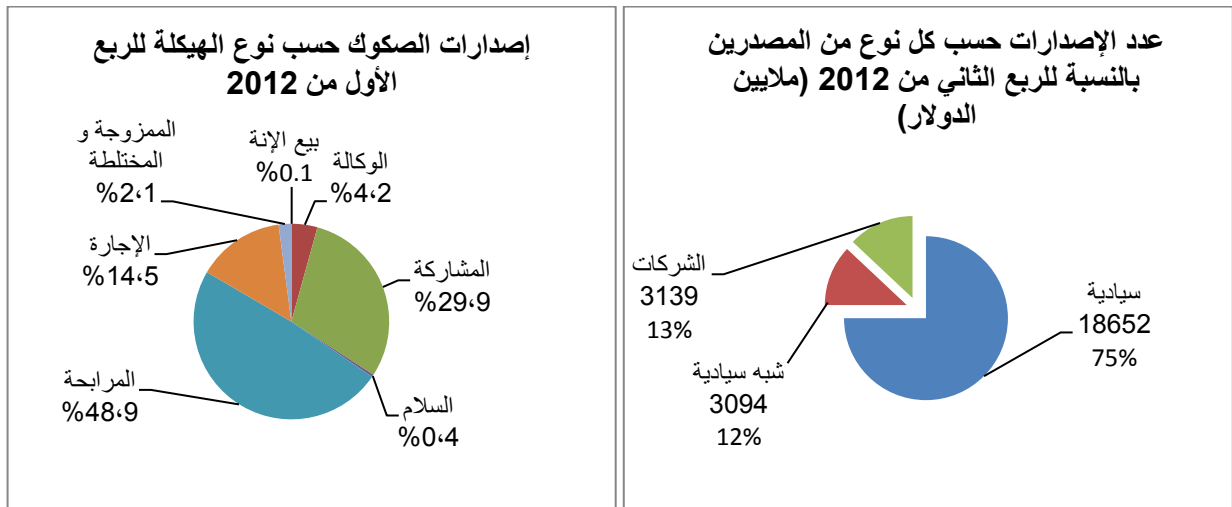
يبين الرسم البياني التالي إصدارات الصكوك من أجل تمويل مشاريع البنية التحتية (بملايين الدولار).



المصدر : Bloomberg zawya, IRS, KFHR

تلعب الصكوك فعلا دورا حاسما في تمويل البنية التحتية. ففي الواقع، تسمح مرونتها بتكييفها مع المشاريع ذات طبيعة و مردودية مختلفة. يمكن استخدامها لبناء الموانئ والمطارات ومحطات السكك الحديدية و الطرق السيارة و كذلك لتطوير المشاريع الأكثر ابتكارا كالتقنية الشمسية و الشمسية.

كما نلاحظ أن 87 % من الإصدارات تظل من الإصدارات السيادية و شبه السيادية و أن حصة إصدارات المقاولات بدأت فعلا ترتفع بشكل طفيف لتصل إلى 13 %.



المصدر : Bloomberg zawya, IRS, KFHR

تهيمن في السوق الأولية هيكله صكوك المرابحة بنسبة 48,9 % من الحصص في السوق بالنسبة للربع الأول من سنة 2012 ، في حين تمثل على التوالي صكوك المشاركة و الإجارة 29,9 % و 14,5 % و للتذكير، فنسبة 62,3 % من الصكوك التي أصدرتها العربية السعودية خلال الربع الأول من سنة 2012 تم إصدارها على شكل هيكله المرابحة. فالمملكة العربية السعودية من أحد البلدان التي تصدر عادة صكوك الإجارة و الوكالة.

نذكر أن صكوك المراجعة لا يمكن تداولها كلها في السوق الثانوية لأسباب التوافق مع مبادئ الشريعة⁶.

و إلى يومنا هذا، و اعتبارا للازدهار الذي عرفه سوق الرساميل في دول مثل اندونيسيا وبروناي وباكستان، تظل أهم الإصدارات مهيكلة على شكل الإجارة و تعد هذه الهيكلة، على عكس صكوك المراجعة، قابلة بسهولة أكثر للتداول في الأسواق الثانوية.

إذا استمر هذا التطور سوف يسجل إصدار صكوك سنة 2012 مبلغا قياسيا بحوالي 125 مليار دولار أمريكي.

و في أسوء السيناريوهات، سيبلغ الإصدار الإجمالي للصكوك 85 مليار دولار أمريكي : تعتبر هذه النتيجة حسب محلي زوايا جيدة كما كانت عليه في السنة الماضية.

فالحاجة إلى التمويل و انعكاسات أزمة منطقة الأورو كانت ربما بمثابة نقطة التحول لإعادة التوزيع في مشهد المالية الإسلامية في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا، التي ستعرف ازدهارا جديدا. فمصر و تونس و المغرب و ليبيا و دول أخرى تعمل بنشاط بالقيام بإصلاحات في المجال التنظيمي و الجبائي وذلك من أجل توفير محيط يمكن من خلاله أن تتطور المالية الإسلامية، بما في ذلك الصكوك.

تبقى آفاق سوق الصكوك بالنسبة للأشهر المقبلة واعدة جدا من جهة، بفضل تراكم الثروات لدى بلدان مجلس التعاون الخليجي و من جهة أخرى، بسبب استمرار انعكاسات الأزمة المالية في الغرب.

كما تجدر الإشارة إلى أن تركيا قامت في سبتمبر 2012 بإصدار للخرينة قدره 1,5 مليار دولار. فهذا الإصدار السيادي عرف إفراطا في الاكتتاب بما يقرب خمس مرات بمبلغ 7,1 مليار دولار اقترحه المستثمرون معظمهم من الأجانب.

و أخيرا بالإضافة إلى تدفق العديد من المصدرين الجدد في سوق الصكوك، يكون الاتجاه بالنسبة لنهاية سنة 2012 نحو الابتكار. و قد بدأ العديد من المصدرين في اعتماد الهياكل الجديدة للصكوك المعدة بشكل جيد. و هو ما قام بيه مصرف أبوظبي الإسلامي، الذي أصدر أخيرا أول نوع من الصكوك المستولدة باعتبارها رأس المال من الدرجة 1. و يتعلق الأمر بالصكوك الدائمة تسدد حسب السلطة التقديرية للبنك ابتداء من السنة السادسة و هي في الواقع، أداة شبيهة أكثر لرأس المال وليس للدين. فهذا النوع من الهيكلة المبتكرة تستجيب في نفس الوقت لحاجيات المصدرين و المستثمرين. فإصدار هذا النوع من الأداة يسمح لمصرف أبوظبي الإسلامي من الاستجابة المبكرة للمتطلبات التنظيمية و الاحترازية الجديدة لاسيما في إطار البازل 3.

فهذا الإصدار الذي كان أصلا من شأنه أن يرتفع إلى 500 مليون دولار تم الإفراط في الاكتتاب فيه 30 مرة و هذا ما دفع مصرف أبوظبي الإسلامي إلى الزيادة في حجم الإصدار إلى مليار دولار.

⁶ الصفحة 24 الصكوك، التعريف و المميزات

الصكوك، التعريف و المميزات

التعريف العام

الصكوك (جمع الصك بالعربية) سندات متساوية القيمة تمثل حصص غير قابلة للانقسام:

* في كامل الملكية أو في الاستغلال لأصول ملموسة

* أو في ربح يترتب عن تقديم خدمات

* أو في أصول مشروع معين أو نشاط لاستثمار خاص.

خلال فترة الاستثمار تعود المنافع و مخاطر الأصول ذات الصلة إلى حاملي الصكوك، و هذا ما يعطي الحق في حصة من العوائد الناتجة عن الاستثمار. فالمميزات الرئيسية لجازية حاملي الصكوك هي التي تعطي لهذه المنتجات تشابها معنا مع سندات الاقتراض التقليدية.

يتقاسم حاملي الصكوك الأرباح الناتجة عن أداء الأصول ذات الصلة لكنهم يتعرضون كذلك، للمخاطر بشكل تناسبي مع ما يملكونه. و هذه هي الخاصية التي تميزها عن سندات الاقتراض التقليدية.

فالصكوك لا تمثل عامة مستحقات بالنسبة لحاملها (ما عدا في الحالات الخاصة مثل صكوك السلام). فالمستحقات بالنسبة للقانون الإسلامي، لا يمكن تسنيدها فقط لغرض تداولها في السوق الثانوية.

تصدر الصكوك على أساس عقد يتوافق مع مبادئ الشريعة، و هذا ما يستوجب أن تكون القواعد المرتبطة بإصدارها و بتداولها تتوافق مع القانون الإسلامي. و بالتالي، فجمع الأموال بواسطة الصكوك لا يمكن العمل به إلا من خلال الأصول و المشاريع التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية

أنواع مختلفة من الصكوك



حسب هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، يوجد حاليا أقل من خمسة عشرة نوع من أنواع الصكوك ملخصة بعده. تم قبول طابعها المتوافق مع الشريعة من قبل هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، التي تتألف من خبراء من مختلف مناطق العالم و من مدارس مختلفة للقانون الإسلامي. تكون الآراء المصدرة من قبل مجلس الشريعة في كثير من الأحيان مرتكزة على قرارات اتخذتها الأكاديمية الدولية للفقهاء (جهاز منظمة التعاون الإسلامي)، التي تجمع أيضا خبراء معاصرين بمختلف مدارس القانون الإسلامي. و تجدر الإشارة إلى أن معايير هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية تشكل مرجعية بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية التي تعمل في إفريقيا ببلدان يهيمن فيها تطبيق المذهب المالكي. و يبدو أن الاتجاه الدولي في يومنا هذا يسير نحو التوافق مع معايير هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

التداول في السوق الثانوية	البنية/ نوع الأصول	نوع الصكوك
نعم	تأجير/ قرض إيجاري للعقار و التجهيزات	الإجارة
نعم	وكالة/ استغلال الأصول (العقارية، التجهيزات، أنشطة، مشاريع، الخ)	الوكالة
نعم	شراكة في الأصول (مشاريع)	المشاركة
نعم	تدبير/ استغلال الأصول (مشاريع، أنشطة.....)	المضاربة
لا	إنتاج/ تصنيع	السلام
لا	بناء/ تصنيع	الاستصناع
نعم	خدمات	ملكية الخدمة
نعم	فلاحة	مزارعة
نعم	فلاحة / محصول	مساواة
نعم	فلاحة / سقي	مغراسة
لا	بيع	مراوحة

تفصيل مختلف أشكال الصكوك في الجدول أدناه

نوع الصكوك	تعريف	المصدر	المكتتبون	المبلغ الإجمالي المستقطب أثناء الاكتتابات	النتائج التي يتحملها حاملي الصكوك
صكوك المشاركة (المشاركة في رأس المال)	سندات المشاركة تمثل مشاريع أو أنشطة يتم تدبيرها وفق مبادئ المشاركة مع تحيين أحد المشاركين أو شخص ثالث للتدبير. مماثلة لعمليات المشاريع المشتركة في النظام المالي التقليدي، و تكون المشاركة في رأس المال وفق نسب مئوية تحدد مسبقا	هو الذي يبادر بدعوة للمشاركة إلى جانبه في مشروع أو نشاط معين	الشركاء في عقد المشاركة	حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة	هم المالكون أصول الشركة. يتقاسمون خسارات و أرباح الشركة. توزع بالتالي الأرباح وفق نسب محددة في العقد. فهذه الأرباح يمكن أن تختلف من حصة رأس المال المستثمرة من قبل كل طرف لكن الخسارات توزع دائما بالتناسب مع تقدمه رأس المال المحققة
صكوك المضاربة (المشاركة في رأس المال)	سندات المشاركة تمثل مشاريع أو أنشطة يتم تدبيرها وفق مبادئ المضاربة. يتم تحيين المضارب لتدبير المشروع دون أي مشاركة في رأس المال. المكتتبون هم المالكون لأصول المضاربة	المضارب (المدير)	أرباب المال (المالكون و هم مقدمو رأس المال)	رأس المال (أو الأموال الذاتية) للمضاربة	هم المالكون لأصول المضاربة. توزع الأرباح وفق نسب محددة في العقد و لكن على عكس المشاركة، يتحمل المستثمرون لخدمهم الخسارات. يرتكز هذا المبدأ على فكرة كون مشاركة المدير و المجهودات التي يقوم بها و تجربته لها قيمة، باستثناء الحالة التي يرتكب فيها خطأ جسيما أو إذا لم يمثل لشروط العقد
صكوك وكالة الاستثمار (اقتناء وتدبير الأصول)	سندات متساوية القيمة تمثل مشاريع أو أنشطة تدبر على أساس الوكالة (تدبير بوكالة) مع تحيين وكيل لحاملي الصكوك قصد تدبيرها	الوكيل	الزبناء (المكتتبون أو الموكلون)	المبلغ محل وكالة الاستثمار	هم المالكون للأصول : (بما فيها المخاطر و المزايا) ممثلة في الصكوك. لهم الحق في الأرباح المحتملة الناتجة عن الاستثمار. تكون كثيرا جازية الوكيل مرتبطة بالنتائج. وخلافا للصكوك المضاربة، لا يتقاسم المكتتبون في صكوك الوكالة الأرباح وفقا لنسبة محددة لكن يحصلون فقط على الأرباح المحددة عند توقيع العقد. تحديد كل دخل زائد سيحتفظ به الوكيل كتحويض عن الأداء المتوقع
صكوك ملكية الأصول المستأجرة (صنف صكوك الإجارة)	سندات متساوية القيمة تصدر من قبل المالك (أو الوسيط المالي الذي يمثله) للأصول المستأجرة أو مخصصة للاستئجار يكمن الهدف من إصدار هذه الصكوك في بيع الأصول وتغطية ثمن البيع من خلال الاكتتابات	بائع الأصول المستأجرة أو المخصصة للاستئجار	المشترون للأصول	ثمن شراء الأصول	يتوفرون على ملكية شائعة للأصول غير قابلة للتقسيم مع تحمل المخاطر و الاستفادة من المزايا (استنادا للمبدأ التشاركي للتشريع)

نوع الصكوك	تعريف	المصدر	المكتتبون	المبلغ الإجمالي المستقطب أثناء الاكتتابات	النتائج التي يتحملها حاملي الصكوك
	أ) صكوك التمتع بالأصول الموجودة	بائع الحق في الأصول الموجودة	مقتني حق المفوت	ثمن الحق المفوت	يملكون الحق المفوت بما فيها المنافع و المخاطر
	النوع الأول: سندات متساوية القيمة يصدرها المالك (أو ممثله) للأصول الموجودة مباشرة أو عن طريق الوسيط المالي الممثل من أجل تفويت التمتع بملكه و الحصول بالمقابل جازية بجمع مبلغ الاكتتابات	النوع الثاني : سندات متساوية القيمة يصدرها المستغل أو المستأجر للأصول الموجودة من أجل تأجير الأصول المقتبذة أو لتأجيرها من الباطن و تغطية مبلغ التأجير بجمع مبلغ الاكتتابات			
	ب) صكوك حق الاستغلال أو تأجير أصول ستصنع أو ستنتج	بائع الحق الذي يتلحق بالأصول لتصنيع / الانتاج بمبلغ الاكتتابات	المشترون للحق المفوت	ثمن الحق المفوت	يملكون الحق المفوت بما فيها المنافع و المخاطر
	س) صكوك الخدمات	مقدم لخدمة	مقتني الخدمات	جازية مقابل الخدمة	يتوفرون على حق اقتراح بيع الخدمة
	النوع الأول: صكوك الخدمات تقدم من طرف جهة معنية : فهي سندات متساوية القيمة تصدر بغية عرض خدمة تقدم من طرف معين (مسمى) و تغطية بها المداخل بجمع مبلغ الاكتتابات	النوع الثاني: صكوك ملكية الخدمات لطرف تم وصفه ولم يتم تحيينه و هي سندات متساوية القيمة تصدر بغية تقديم خدمة لطرف يتم وصفه (دون تسميته) و تغطية العوائد من خلال مبلغ الاكتتابات المستقطبة			
في الحالات (أ.ب.س) لحاملي الصكوك الحق في التوفر على مبلغ إعادة بيع الحقوق المكتسبة					

نوع الصكوك	تعريف	المصدر	المكتسبون	المبلغ الإجمالي المستقطب أثناء الاكتتابات	النتائج التي يتحملها حاملي الصكوك
صكوك المراجعة (تمويل اقتناء البضاعة المخصصة للبيع)	سندات متساوية القيمة تصدر من أجل تمويل شراء البضاعة موضوع عملية المراجعة	بائع بضاعة المراجعة	المشترون للبضاعة المراجعة	تكلفة شراء البضاعة	هم المالكون للبضاعة موضوع المراجعة و لهم الحق في التصرف في ثمن بيعها
صكوك السلام (تمويل تكاليف إنتاج البضاعة)	سندات متساوية القيمة تصدر من أجل استقطاب الأموال الذاتية لعقد السلام	بائعي البضاعة موضوع عقد السلام	المشترون للبضاعة موضوع عقد السلام	ثمن شراء البضاعة (الأموال الذاتية لعقد السلام)	هم المالكون للبضاعة موضوع السلام و لهم الحق في التصرف في ثمن بيعها (إضافة إلى السلام الموازي في حالة عقد السلام الموازي)
صكوك الاستصناع (تمويل البناء)	سندات متساوية القيمة تصدر من أجل استخدام الأموال المستقطبة من الاكتتاب في تمويل تصنيع البضاعة (بضاعة منقولة أو عقارية)	صانع (البائع) للبضاعة	المشترون للبضاعة في طور التصنيع	تكلفة البضاعة المصنعة	هم المالكون للبضاعة المصنعة و لهم الحق في التصرف في ثمن بيعها و كذا بالنسبة للاستصناع الموازي في حالة بيع الاستصناع الموازي
صكوك المزارعة (تمويل المشاريع الفلاحية)	سندات متساوية القيمة تصدر من أجل استعمال المبلغ المستقطب عن طريق اكتتابها في تمويل مشروع على أساس المزارعة	الحالة (1): المالك أو المنتفع للحقل (صاحب الأرض)	المزارعون: المقدمون للعمل (هم أنفسهم من خلال أشخاص أخرى يشغلونهم)	تكلفة عملية الزراعة	هم المالكون لحصة من منتج العملية كما تم تعريفها في الاتفاق
		الحالة (2): مقدم العمل: المزارع	أصحاب الأرض: المالكون للحقل (المستثمرون هم هؤلاء الذين سمحوا بشراء الأرض بفضل المبلغ المستقطب لاكتتاباتهم)	ثمن شراء الحقل	
صكوك المسافات (تمويل المشاريع الفلاحية)	سندات متساوية القيمة تصدر من أجل استعمال المبلغ المستقطب عن طريق اكتتابها في سقي الأشجار المثمرة و سد الصيانة و ذلك على أساس عقد المساقاة	الحالة (1): صاحب الأرض (مالك أو مستغل الأرض بها أشجار)	المساقون: هم المقدمون للعمل	تكلفة صيانة الأشجار	هم المالكون للحصة المحددة في الاتفاق فيما يخص ما تنتجه الأشجار
		الحالة (2): مقدم العمل (المساقى)	أصحاب الأرض: المالكون للحقل يوجد به أشجار	ثمن شراء الحقل	
صكوك المغارسة (تمويل المشاريع الفلاحية)	سندات متساوية القيمة تصدر من أجل استعمال المبلغ المستقطب لاكتتاباتهم في غرس الأشجار و صيانتها على أساس عقد المغارسة	الحالة (1): مالك الحقل القابل للتشجير (صاحب الأرض)	المغارسون: مقدموا العمل	تكاليف التشجير	هم المالكون للحصة (المحددة في العقد) في الحقل و الأشجار
		الحالة (2): مقدم العمل (المغارس)	صاحب الأرض: المالكون للحقول	ثمن اقتناء الحقل	

المخاطر المرتبطة بالصكوك

مخاطر السوق : يمكن اعتبار هذه المخاطر كمخاطر تتعلق بنسبة المردودية. فالصكوك التي تؤدي عنها جازية وفق قاعدة ثابتة (الإجارة و الاستصناع أو السلام) كلها تتعرض لهذا النوع من المخاطر في حالة تغيير أسعار فائدة السوق. و من المهم الإشارة إلى أن الصكوك التي لديها ليبور كمرجعية تتعرض كذلك (بشكل غير مباشر) إلى تقلبات معدلات السوق. إضافة إلى ذلك، تتعرض أيضا الصكوك ذات استحقاق على المدى الطويل بشكل طبيعي إلى مخاطر السوق جد مرتفعة و هذا ما يؤدي إلى مخاطر الائتمان.

مخاطر الائتمان : توجد مخاطر الائتمان خاصة بالمنتجات المالية الإسلامية لا سيما منها الصكوك. و على سبيل المثال، تقام إصدارات الصكوك في كثير من الأحيان في الأسواق المالية الناشئة التي تكون فيها إجراءات تدبير المخاطر غير متطورة بشكل كافي. إضافة إلى ذلك، نظرا لتحريم الفائدة فإمكانية إعادة جدولة الدين بأسعار مرتفعة جدا غير ممكنة. و هذا يؤدي إلى وجود مخاطر عدم التسديد بشكل أكبر مما هو عليه بالنسبة لمنتجات التمويل التقليدية. كما توجد مخاطر خاصة مرتبطة ببعض الصكوك، و نذكر على سبيل المثال، صكوك السلام التي تتعرض لمخاطر عدم تسليم المواد الأولية في وقت أجل. تؤدي صكوك الاستصناع إلى مخاطر من حيث الأداء بالنسبة للبايع (المصدر). تتعرض على العموم الصكوك لمخاطر انهيار قيمة السوق للأصول ذات الصلة و هذا من شأنه أن يقلل من مبلغ التسديد عند حلول الاستحقاق.

مخاطر السيولة : في حالة عدم وجود مشتري للصكوك في السوق الثانوية، تباع الصكوك بمكافأة للسيولة تعوض كون أصحاب الصكوك ملزمون بالاحتفاظ بالصكوك إلى حين حلول استحقاقها.

مخاطر تتعلق بالشرعية : نتحدث عن هذه المخاطر عندما لا يوف المصدر بالتزاماته التعاقدية، و يجعل بذلك، العقد باطلا في نظر الشرعية. نجد في عقد الصكوك الأحداث التي تلغي هذا العقد. ينبغي أن لا نقع في الإفراط في مجال الابتكار الذي قد يؤدي إلى فتاوى جدد حول الصكوك التي لم تتوافق مع الشرعية و هذا قد يضر بسمعة المنظم/ المصدر.

هناك نوعين من مصدري الصكوك

* سيادية (مصدرة من طرف الدولة)

* قطاع خاص (مصدرة من قبل شركة ما)

مختلف الفاعلين الموجودين أثناء إصدار الصكوك

من تشريع قانوني إلى آخر و من سياق إلى آخر، يمكن أن يختلف الفاعلون لكن بشكل عام نجد على الأقل:

المنسق : هو الشخص الذي يعهد إليه عقد بيع الصكوك ، له دور تقديم المشورة و التوظيف ؛

رئيس المجموعة مكلف بتنظيم العملية ؛

البايع : البنوك التي تسوق الصكوك ؛

المصدر : طالب العرض لدى المجموعة البنكية و في الساحة المالية. فهذا الدور كثيرا ما تتولاه شركات ذات الغرض الخاص ؛

مكاتب المحامين : يتكفون بتحرير جميع المستندات و العقود المتعلقة بالإصدار ؛

المستشار الشرعي : شركة استشارية في مجال المالية الإسلامية تصاحب المصدر و تكون صلة وصل مع مجلس الشريعة الذي يعطي موافقته على العملية و يصادق عليها من ناحية توافقها مع الشريعة الإسلامية ؛

مجلس الشريعة : لجنة تصادق على أن مشروع الإصدار و السند يتوافقان مع مبادئ الشريعة.

مقارنة بين الصكوك و سندات الاقتراض التقليدية

سندات الاقتراض	الصكوك
يمكن أن تصدر سندات الاقتراض لتمويل تقريبا أي نوع من الأنشطة مادامت قانونية بموجب مقتضيات التشريع القانوني التي أصدرت فيه	يجب أن تكون الأصول ذات الصلة التي تم تسنيدها في إصدار للصكوك مباحة بموجب أحكام الشريعة
لا يتحمل حملة سندات الاقتراض النفقات و المخاطر المتعلقة بالأصول ذات الصلة للمصدر	يتقيد حملة سندات الصكوك بالنفقات و المخاطر المتعلقة بالأصول ذات الصلة
في سندات الاقتراض، تكون العلاقة بين المصدر و المكنتب شبه مماثلة للعلاقة بين الدائن و المدين (قرض المال) الذي يكون فيها دفع الفوائد (الربية)	لا نجد في الصكوك أي علاقة تقليدية " دائن و مدين" لكن يتعرض حملة الصكوك إلى المخاطر المرتبطة بالأصول التي تم تسنيدها
يضمن تعاقديا رأس المال و المردود	لا يمكن ضمان تعاقديا لا رأس المال و لا المردود
تمثل سندات الاقتراض ديون محضة مستحقة على المصدر	تمثل الصكوك مشاركات في الأصول الموجودة و / أو السلع المحددة
بيع سندات الاقتراض هو بالأساس بيع الدين. فهو سند الدين يمثل اقتراضا	يمثل بيع الصكوك على العموم بيع حصة من الأصول

المميزات الرئيسية لعملية التسديد الإسلامي

تعتبر الخاصيات الإسلامية للتسديد قريبة جدا من خصائص الهيكلية التقليدية للسندات المدعمة للأصول. فالأطراف الثلاثة الحاضرة بصفة عامة في عملية التسديد هي :

(أ) مصدر الأمر (الشركة المصدرة المقدمة للأصول قصد التسديد). فالأصول التي تم تسنيدها يستوجب أن يترتب عنها مداخل (موجودة أو مستقبلية)، تسمح بتحديد التدفقات المالية بشكل واضح ؛

(ب) شركة ذات الغرض الخاص : يقوم الأمر بإنشائها من أجل حيازة الأصول لفائدة المستثمرين. فهذه الشركة هي التي ستصدر سندات (أو شهادات) الصكوك والتي بواسطتها تجمع الأموال. سيمثل السند مشاركة شائعة لمشتري الصكوك للأصول ذات الصلة المحددة من أجل العملية. تؤدي العوائد حسب عدد الشهادات المملوكة. و وفق الشركة المعتمدة و أغراض العملية، يمكن دفع القيمة الظاهرة للسندات من قبل مقدم العرض عند حلول الاستحقاق.

(س) يقدم المستثمرون الذين يكتتبون في الصكوك المصدرة الأموال اللازمة للشركة ذات الغرض الخاص من أجل شراء الأصول لدى مصدر الأمر.

الأصول المقبولة

يعد تحديد الأصول المناسبة و المتوافقة مع الشريعة و التي يترتب عنها تدفقات مالية قابلة التحكم فيها (الموجودة و المستقبلية) كخطوة أولى و أهم مرحلة في عملية إصدار الصكوك. إذا كانت الأصول المالية التقليدية التي يترتب عنها تدفق الفائدة ليست مقبولة من الناحية الشرعية، يظل تدفق مبني على سبيل المثال على دخل عقاري أو أرباح ناتجة عن مشاريع استثمارية خاصة ممكنا.

فصنف الأصول الأكثر شعبية إلى يومنا هو العقار الذي يمكن استجاره أو بناؤه و الذي يترتب عنه دخل عقاري (موجود أو مستقبلي) يسمح بالتالي بدفع جازية لمكتتبي الصكوك. يجوز في بعض السيناريوهات، ادماج خيار لشراء أصول عقارية ذات استحقاق، في ظل شروط مؤطرة بشكل صارم من أجل حماية ما يمكن تمثيله في عملية التسديد التقليدية ب"المبلغ الرئيسي"

إقامة الشركة ذات الغرض الخاص (عنصر بنيوي في عمليات إصدار الصكوك المعاصرة)

النشاط الرئيسي للشركة ذات الغرض الخاص هو :

* إصدار شهادات / سندات الصكوك ؛

* تنفيذ محتوى المستندات الخاصة بالمعاملة ؛

* استلام أداءات الاكتتاب من المستثمرين ؛

* شراء لدى مقدم العرض الأصول المدعمة بها الصكوك ؛

* دفع العوائد إلى حاملي الصكوك.

يمكن تنفيذ هذه المهام من قبل كل شخص معنوي يمثل للتشريع المحلي. و في جميع الحالات، فالشركة ذات الغرض الخاص ليست بتاتا شرطا في الشريعة. و مع ذلك، فهي تسمح من جهة بتخفيف عملية التسديد خاصة من الناحية الجبائية حتى لا تزيد التكلفة الإجمالية للعملية و تسمح من جهة أخرى، بعزل الأصول موضوع عملية التسديد بحماية بشكل أفضل مصالح كل من مقدم العرض و المستثمرين و حملة سندات الصكوك المستقبليين. فالسياق القانوني و التنظيمي للبلد الذي ينتمي إليه مقدم العرض هو الذي سيفرض النموذج الذي يتعين اتباعه.

تدبير الأصول ذات الصلة بالصكوك

عموما لا يتم نقل الأصول فعليا إلى الشركة ذات الغرض الخاص التي اشترتها لحساب المستثمرين. فهي تملك فقط سندات الملكية القانونية للأصول و تدفقاتها للخزينة. يستغل مقدم العرض الأصول و يديرها لحساب الشركة ذات الغرض الخاص المصدرة خلال فترة متفق عليها و وفق فترة زمنية و شروط منصوص عليها في العقد الائتماني. يمكن أيضا أن يعهد تدبير الأصول ذات الصلة بكاملها إلى الشركة ذات الغرض الخاص. فالمشروع و حاجيات الإصدار تحدد الطريقة التي سيتم من خلالها تدبير الأصول.

عقد عزل الأصول

منشور أو بيان المعلومات

عقد الاكتتاب

تصريح الشركة ذات الغرض الخاص بحيازة
الأصول

المستندات المتعلقة بالشركة ذات الغرض الخاص

مختلف عقود تفويت الأصول

الوعود الأحادية لشراء الأصول (حالة صكوك
الإجارة)

عقد التوكيل

نظام سندات الصكوك

يمكن لسندات الصكوك حسب الشركة المعتمدة أن تكون قابلة للتداول أو لا في السوق الثانوية. و لتكون قابلة للمبادلة يجب أن لا تمثل الصكوك سندات دين محض، لكن يجب أن تمثل بما فيه الكفاية حقا شائعا في الأصول الملموسة أو في استغلال الأصول المدعمة لها، يحسب هذا الحق تناسيبا مع القيمة الاسمية للصكوك. إذا كانت الصكوك مدرجة بالبورصة و قابلة للتداول في السوق الثانوية، فمن الأفضل أن يكون قسم للبورصة مخصص فقط لهذه المنتجات.

في الممارسة الأنجلوسكسونية، بعد مرحلة " التصريح بالثقة" تمثل الصكوك في كثير من الأحيان الحق في استغلال الأصول المملوكة من قبل الشركة ذات الغرض الخاص لفائدة المستثمرين "حملة الصكوك".
نميز بين نوعين من الصكوك : الصكوك المدعمة للأصول و الصكوك القائمة على رهن الأصول.

يكون الفرق الرئيسي بينهما هو التحول الفعلي و حيازة الأصول من قبل الشركة ذات الغرض الخاص الممثلة للمستثمرين.

في حالة الصكوك المدعمة للأصول :

- * يكون التنقيط حقيقي للأصول و تخرج من حصيلة مقدم العرض ؛
- * لحائزي الصكوك الحق فقط في اللجوء إلى الأصول و لا إلى مقدم العرض ؛

* في حالة تخلف مقدم العرض عن التسديد، لحاملي الصكوك فقط الحق في اللجوء إلى أصول الصكوك.

بالنسبة للصكوك القائمة على الأصول :

* يتم تسديد فقط الحق في عائد الأصول ؛
* يحتفظ مقدم العرض بالملكية القانونية للأصول التي تظل مسجلة في حسيلته ؛
* و نتيجة لذلك، في حالة التخلف يملك حاملي الصكوك نفس الحق في اللجوء إلى هذه الأصول كما هو الشأن بالنسبة للدائنين الآخرين، و يجوز أن لا يسترجعوا مبلغ الدين الرئيسي إلا جزئيا.

منتجات إصدار الصكوك

يستعمل المبلغ المستقطب أثناء إصدار الصكوك لدى المستثمرين من قبل الشركة ذات الغرض الخاص لأداء الأصول التي تم تسنيدها. فهذه الشركة المصدرة يمكنها حفظ جزء من الأموال المستقطبة لتغطية التكاليف المتعلقة بتسييرها. و يجوز لها أيضا أن تكون مؤن احتياطية محل تأطير خاص من أجل المحافظة على التوافق مع الشريعة الإسلامية.

التدفقات المالية المترتبة عن الأصول

فالتدفقات المالية المترتبة عن الأصول التي تم تسنيدها و التي يؤديها مستغل الشركة ذات الغرض الخاص إلى الشركة المصدرة، ستخصص لحملة الصكوك تناسيبا مع استثماراتهم أو الحصص التي يملكونها في الأصول. في كثير من الأحيان يصبح مقدم العرض نفسه المستولي أو المستغل لأصوله الخاصة و لو لم يعد يملكها قانونيا.

يمكن للشركة ذات الغرض الخاص أن تعين وكيفا مكافا بالأداء لتدبير و استغلال " حساب المعاملات" باسمه. فالتدفقات المستلمة من مقدم العرض تسجل في دائنية هذا الحساب للمعاملات و يمكن أيضا أن تأتي المبالغ المخصصة للتوزيع دوريا من هذا الحساب.

المبلغ المخصص للتوزيع دوريا / معدل الربح المتوقع

غالبا ما يحدد من الناحية العملية معدل الربح بناء على مؤشر مرجعي تقليدي كمؤشر ليبور. رغم أن مؤشر ليبور لا يستعمل إلا لغرض الحساب، فهذه الطريقة تزعج بعض الشيء علماء الفقه و الخبراء في مجال التوافق مع الشريعة لوجود متغيرات كمثل " معدل الفوائد" و "نسبة التحيين". و مع ذلك، تظل هذه الطريقة مقبولة في ظل عدم وجود عمق للسوق في سياقات معينة أو مرجعيات أخرى "للمعدلات" تتوافق مع الشريعة الإسلامية. و مع ذلك، يذكر علماء الفقه أن الفائدة لا تستعمل إلا لأغراض الحساب و لا وجود لها بتاتا في التركيب الذي يستبدها تماما في المجال التعاقدية و القانوني. فمن الممكن أن لا يحصل حملة الصكوك على مبلغ التوزيع الذي ينتظرونه بكامله إذا كانت الأصول التي تم تسنيدها لا تنتج الأرباح المتوقعة. و يظل بالتالي حملة الصكوك معرضون لمخاطر أداء الأصول ذات الصلة. يتم تحديد تاريخ توزيع المبلغ دوريا في بيان المعلومات.

اللجوء إلى الأصول

تعتبر عوائد الأصول ذات الصلة التي تم تسنيدها بمثابة المصدر الوحيد لمدفوعات حملة الصكوك. فالسندات لا تمثل فائدة أو التزام من قبل الشركة ذات الغرض الخاص أو أي طرف آخر تم تعيينه لتقديم بعض الخدمات. و بالتالي، في حالة انخفاض مداخل الأصول التي تم تسنيدها أو بعد توزيعها، فإن حملة الصكوك ليس لهم أي لجوء إلى الأصول الأخرى لمقدم العرض.

التعويض في حالة التأخر في الأداء

إذا كانت العقوبة في شكل تعويض مالي منصوص عليها بموجب عقد لحالات التقصير، فمبلغ هذه العقوبة يدفع لمنظمة خيرية يتم تعريفها و الموافقة عليها من قبل مجلس الشريعة.

استحقاق الصكوك و ارجاع الأصول إلى مقدم العرض

عند حلول الاستحقاق، يقوم مقدم العرض الذي كان في الأصل بائع الأصول المستعملة لإصدار الصكوك، بإعادة الشراء من الشركة ذات الغرض الخاص و يقدم لها الأموال اللازمة لأداء جازية حملة الصكوك. يمكن تشبيه هذه المرحلة بمرحلة تسديد المبلغ الإسمي بالنسبة لسندات الاقتراض التقليدية. فحلول استحقاق الصكوك، يحدد بالفعل التاريخ الذي تتوقف فيه السندات عن دفع المردود. و لكن، خلافا لإصدار سندات الاقتراض التقليدية، تدفع إلى حملة الصكوك إما القيمة الإسمية، أو قيمة أخرى محددة حسب هيكل إصدار الصكوك الخاصة بالأصول التي يملكونها.

حل الشركة ذات الغرض الخاص

يقع عمليا الحل النهائي للشركة بعد نهاية العملية.

الامتثال لأحكام الشريعة في حالة الصكوك والمنتجات المالية

المنتجات المالية الإسلامية، كانت من تصميم مؤسسة مالية إسلامية أم لا، يجب الموافقة عليها من حيث امتثالها لمبادئ الشريعة و خاصة بالنسبة للقانون الإسلامي.

لذلك، سيتم التنصيص على إقامة اللجنة الشرعية بالنسبة لأي مشروع لإصدار الصكوك.

فاللجنة الشرعية باعتبارها جهاز مستقل عن قرارات الامتثال إلى الشريعة مقارنة مع الهيئات المسيرة لمقدم العرض و المصدر، ستراقب و تشرف على هيكل الإصدار بأكملها لضمان الامتثال إلى مبادئ الشريعة الإسلامية للمستثمرين. يجوز لهذه اللجنة الشرعية أن تقدم مشورة إلى المؤسسة بشأن تنفيذ متطلبات القانون الإسلامي، حيث أن آراءها حول الموضوع ضرورية بالنسبة للمشروع. بالإضافة إلى ذلك، فللجنة الشرعية تدلي ب :

* الموافقة على إطار الحكامة الشرعية ؛

* الموافقة حول توافق المنتجات المالية مع الشريعة ؛

* الموافقة حول توافق الأصول ذات الصلة مع الشريعة ؛

- * الموافقة حول توافق دليل المساطر مع الشريعة ؛
- * الموافقة حول توافق جميع المستندات و العقود مع الشريعة ؛
- * الموافقة على تقارير المراجعة الشرعية.

تركيبة اللجنة الشرعية

أعدت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية مجموعة من المعايير في مجال الحكامة و المراجعة الشرعية التي يتعين اتباعها من قبل المؤسسات المالية الإسلامية. تتبع مجموعة من البنوك الإسلامية توصياتها. تشترط هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على الخصوص أن تتألف اللجنة من ثلاثة أعضاء على الأقل مؤهلين و معترف بهم كخبراء في القانون الإسلامي، يجب أن تكون لديهم أيضا الكفاءة أو الحد الأدنى من المعرفة التقنية في مجال المالية التقليدية.

يمنع على كل من أعضاء مجلس إدارة مقدم العرض أو المصدر و من المساهمين في راس المال و المديرين (التنفيذيين أو غير التنفيذيين) الحضور في جمع اللجنة الشرعية التي في الواقع يجب عليها أن لا تدرجهم لأسباب بديهية للحكامة الجيدة.

إضافة إلى ذلك، فاللجنة الشرعية لها القدرة على الاستعانة بمتخصصين آخرين في المالية و / أو في الاقتصاد و / أو في الحقوق و / أو المحاسبة أو كل تخصص آخر ضروري في إطار المشروع. و بالمقابل، ليس لهؤلاء المتخصصين الحق في التصويت خلال جلسات المداولة.

و يتم بالتالي اختيار أعضاء اللجنة الشرعية وفق معايير موضوعية للكفاءة و التجربة و السمعة في الأوساط العلمية أو من بين علماء المسلمين.

من جهة أخرى، يتعين التذكير بأن علماء اللجنة الشرعية ينتخبون واحد من بينهم كرئيس للجنة.

الاستشارة الشرعية أو المجلس الشرعي

يتم في كثير من الأحيان مرافقة مقدم العرض أو المصدر من قبل شركة تقدم المشورة في مجال المالية الإسلامية. تتمثل مهمة هذه الشركة في إزالة في البداية الاشكاليات المتعلقة بالامتثال إلى الشريعة لتسهيل و تبسيط عملية التصديق من قبل اللجنة الشرعية.

تسهل الشركة الاستشارية عملية التوافق و المصادقة النهائية من قبل اللجنة الشرعية. كما تتولى أيضا الشركة الأمانة العامة و العلاقة مع اللجنة الشرعية. تقوم كذلك بإعداد محاضر الجمعية و تسهر على تتبع و تطبيق التوصيات و التعليمات الصادرة عن اللجنة الشرعية من أجل الحصول على شهادة التوافق مع مبادئ الشريعة. تقوم أخيرا الشركة الاستشارية بإعداد تقرير عن الامتثال إلى الشريعة الذي سيتم عرضه دوريا للموافقة و المصادقة عنه من قبل اللجنة الشرعية.

حالة الامتثال إلى الشريعة في السياق المغربي

ينص مشروع إعادة صياغة القانون البنكي الذي أدرجت فيه بالخصوص البنوك التشاركية على إحداث موقع مؤسستي " اللجنة الشرعية من أجل المالية". سيكون لهذه اللجنة بعد وطني و سيتم بموجب مرسوم تحديد طرق سيرها و ضوابط حكومتها و المهمة المسندة لها. تنص المادة 62 من مشروع القانون على الخصوص أن مهمتها ستمثل في "إصدار رأيها حول توافق العمليات و المنتجات المعروضة للجمهور

مع مبادئ الشريعة : الاستجابة إلى استشارات البنوك و إعطاء مسبقا رأيها حول مضمون الحملات التواصلية التي تقوم بها مؤسسات الائتمان التي تمارس النشاط المنصوص عليه بموجب الفصل و اقتراح جميع التدابير التي من شأنها أن تساهم في تطوير أي منتج أو خدمة مالية تتوافق مع الشريعة".

تنص المادة 63 أيضا على عنصر هام حول طبيعة آراء هذه اللجنة : "يمكن الاحتجاج على الآراء المصدرة من لجنة الشريعة حول المالية اتجاه الأبنك التشاركية و كل مؤسسة مالية تعرض منتجات أو خدمات تتوافق مع أحكام الشريعة. فهي تلغي أي تفسير عكس ذلك".

و أخيرا تنص المادة 64 على أن "تتولى بنك المغرب الأمانة العامة للجنة الشريعة"

نلاحظ أن هذه الخطوة و هذه الرغبة في إضفاء الطابع المؤسسي للامتثال إلى الشريعة على أعلى مستوى هي مهمة جدا لعمل سليم للسوق. في حالة توافق المنتجات المالية بنوع الصكوك أو أي أداة أخرى في السوق، تكون الأشياء من الناحية المالية في غاية الانسجام و بالتالي يمكن عرض الصكوك إلى مصادقة اللجنة الشريعة للمالية.

و من الممكن أيضا توقع، في حالات عمليات إصدار الصكوك المخصصة للمستثمرين الأجانب و للتسويق خارج المغرب، أن يقوم المصدر أو مقدم العرض بتكوين لجنة شرعية مستقلة تتألف من علماء دوليين. و في ظل هذا السياق، ستطمئن هذه الخطوة بما فيه الكفاية للمستثمرين المستهدفين و ينبغي على المصدر أن يكون جد حكيما في تأليف اللجنة الشرعية.

الضرائب المفروضة على الصكوك – في ظل أي معيار؟

نقدم في هذا الجزء معيار للجباية المطبقة على الصكوك في كل من فرنسا و المملكة المتحدة البريطانية.

نموذج فرنسا

تمثل التعليمات الجبائية رقم 78 الصادرة بتاريخ 24 غشت 2010 النص المرجعي الذي يعالج الضريبة على الدخل و الضريبة على الشركات و الضريبة على القيمة المضافة و حقوق التسجيل و المساهمة الاقتصادية الإقليمية و النظام المطبق على صكوك الاستثمار.

يقدم هذا النص الأحكام التالية :

" بالنظر إلى مميزاتها (الرجوع إلى الجزء 1) و إلى غاية تحويلها إلى سندات رأس المال، يمكن اعتبار صكوك الاستثمار أو سندات الدين و الاقتراضات ذات الصلة من الناحية الجبائية من أجل تطبيق مقتضيات المدونة العامة للضرائب كسندات الدين أو عند الاقتضاء، السندات قابلة للتداول أو اقتراضات و فيما يتعلق بالصكوك، كما هو الشأن بالنسبة لسندات الاقتراض أو سندات الدين قابلة للتداول وفق شكلها القانوني و حسب استحقاقها. و من تم أيضا، تعالج الجازيات المدفوعة لحملة صكوك الاستثمار أو لسندات الدين و الاقتراضات ذات الصلة من الناحية الجبائية كقوائد وفق شروط القانون العام، و لاسيما بتطبيق قاعدة المبلغ الجاري. (المادة 38-2 مكرر) برسم " معدل الربح المتوقع" في مجال فرض الضرائب على الأرباح الصناعية و التجارية.

تطبق هذه المقتضيات على المصدرين كحملة للسندات مقيمين أو غير مقيمين، و تستهدف على الخصوص الضرائب و الرسوم التالية : الضريبة على الشركات و الضريبة على الدخل (خاصة نظام الاقتطاع الجزافي الضروري على المنتجات المالية بدخل ثابت من مصدر فرنسي) و المساهمة الاقتصادية الإقليمية و الضريبة على القيمة المضافة و حقوق التسجيل.

في هذا السياق، تمثل التكاليف القابلة للخصم بالنسبة لمصدر صكوك الاستثمار أو سندات الدين ذات الصلة أو بالنسبة للمقترض الذي لجأ إلى الاقتراضات ذات الصلة، الجازية المفروضة عملا بعقد الإصدار، أي " معدل الربح المتوقع". و بعبارة أخرى، فالدفعة التكميلية للاحتياط المشار إليها في (ب) من الفقرة 3 من الجزء 1، خلال فترات أداء الجازية، يمكنها أن تكون محل مؤونة غير قابلة للخصم من الناحية الجبائية. و بشكل تماثلي، يمكن أن يترتب عن الاقتطاع من الاحتياطات استرداد المؤونة غير المفروضة عليها الضريبة.

فالتكاليف القابلة للخصم ستكون هي الجازية التي تحسب بناء على " معدل الربح المتوقع". إذا لم يتم توزيع هذا الأخير بأكمله بعد استعمال الاحتياط، عند حلول استحقاق السند أو الاقتراض، على المصدر إن لم يتقيد بأي التزام لتوزيع الجازية التي تحسب بناء على " معدل الربح المتوقع" معاينة المنتج المفروضة عليه الضريبة في ظل شروط القانون العام. (التنازل عن الدين) يساوي الفرق بين " معدل الربح المتوقع" و الجازية الموزعة فعلا.

عندما يتم التنصيص في العقد على " حساب الاحتياط بالنسبة لمخاطر الاستثمار " تكون المبالغ المخصصة لهذا الاحتياط بدون تأثير على النتيجة الخاضعة للضريبة للمصدر. فالدفعة التكميلية لهذا الحساب للاحتياط لا يخل بإنشاء مؤن مسجلة في ظل شروط القانون العام و قابليتها للخصم و ذلك من أجل مراعاة النقصان المحتمل للأصول.

في النهاية، فصكوك الاستثمار يمكن من الناحية الجبائية مماثلتها بسندات الاقتراض أو سندات الدين قابلة للتداول وفق شكلها القانوني و تاريخ استحقاقها.

نموذج المملكة المتحدة

وضح القانون المالي في سنة 2007 الإطار الضريبي بالنسبة لإصدارات الصكوك بمنحها التكافؤ الضريبي مقارنة مع سندات الاقتراض الكلاسيكية. و تم تحسين الاصلاح الذي أجري في 2007 في مجال الصكوك بموجب القانون المالي لسنة 2009. في ما بعده التعديلات الجبائية المدخلة بالقانون المالي لسنة 2009 :

* الإعفاء من الضريبة على الأملاك و حق التنقل بالنسبة للمعاملات المقامة في إطار إصدار الصكوك ؛

* الاعفاء من الضريبة على الربح في رأس المال في ما يتعلق بتنقل الأراضي إلى هيئة إصدار الصكوك ؛

* الحرص على أن يظل الشخص الذي حصل على التمويل من حقه مطالبة بالخصوم من أجل الاستخدامات و لو أن الأرض المعنية مملوكة من قبل شركة إصدار الصكوك.

اختار البريطانيون وضع على قدم المساواة الصكوك و سندات الاقتراض التقليدية.

نموذج ماليزيا، خطوة تحفيزية

إذا كانت في البداية السلطات الماليزيا قد أبدت احترازا من أجل عدم تعزيز لا المالية الإسلامية و لا المالية التقليدية / فقد كانت مع مرور الزمن مشجعة بشكل كبير خاصة بعدد من التحفيزات على المستوى الجبائي بالنسبة للمنتجات المالية الإسلامية.

فعلا هذه السنوات الأخيرة، كانت الدولة سباقة جدا في هذا المجال. فهذا البلد أراد دائما أن يكون المحرك بالنسبة للمالية الإسلامية، و في سياق الجيوستراتيجي، تميز بنجاح على الساحات المالية المجاورة و المنافسة بتطوير اإستراتيجية قوية من أجل المالية الإسلامية.

بعض العناصر التكميلية تم إدخالها بالقانون المالي حول واجب التفويت الذي من خلال عدة أوامر يرخص بالحياد في المجال الضريبي لمبيعات الأصول في سياق الأدوات المالية كالصكوك شريطة أن يكون السبب هو البيع أي "لأسباب ترتبط بالامتثال إلى الشريعة".

كما يعفى كل من المقيمين و الشركات الائتمانية و كذلك الشركات المدرجة في البورصة من الضريبة على مداخل الفوائد و على المداخل الآتية من السندات السيادية المدفوعة بالرينجيت و سندات الدين الخصوصية و الصكوك المصادق عليها من قبل مجلس الأوراق المالية.

و يعفى كذلك المستثمرون المقيمون من الضريبة على المداخل الآتية من الصكوك المصدرة في ماليزيا و المقومة بالعملات الأجنبية.

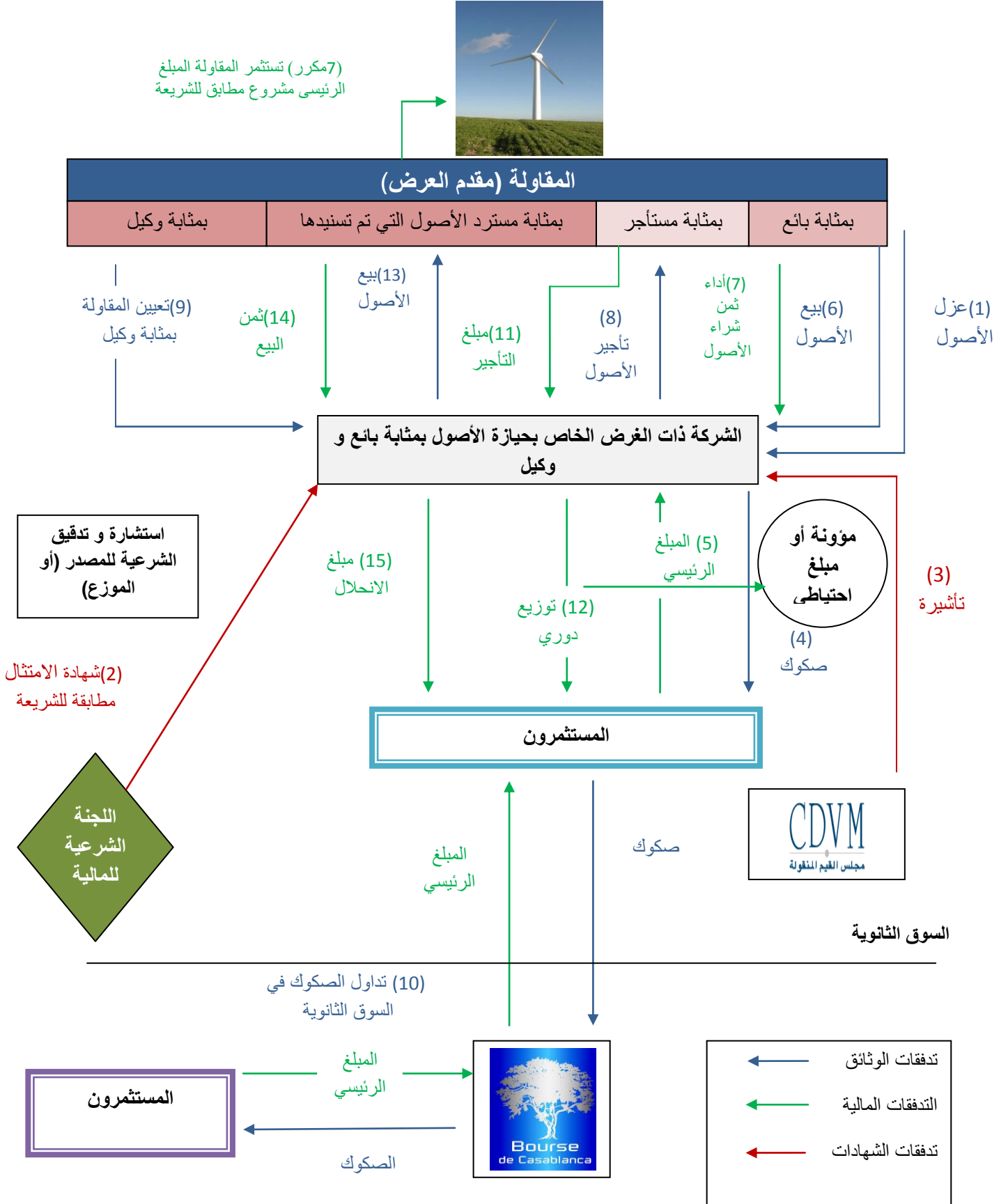
و يعفى المستثمرون غير المقيمين من الاقتطاع من المنبع بالنسبة لمداخل الفوائد و الأرباح المجنية من سندات الدين المدفوعة برينجيت و المصدرة من قبل حكومة ماليزيا و كذلك سندات الدين الخصوصية أو الصكوك المصادق عليها من قبل مجلس الأوراق المالية و تعفى أيضا من الاقتطاع من المنبع عندما تكون الصكوك مصدرة في ماليزيا و المقومة بالعملات الأجنبية.

ويقدم الجدول أدناه المزيد من التوضيح حول المعالجة الجبائية للصكوك بماليزيا.

المستفيد	التحفيزات الجبائية	نص القانون
المصدر	قابلية الخصم الجبائي لجميع النفقات التي تترتب عن إصدار صكوك الوكالة (بما فيها مزج الدين و الأصول) إلى غاية نهاية سنة 2015	الضريبة على الدخل القانون 2011- P.U. (A) 443
المصدر	قابلية الخصم الجبائي لجميع النفقات التي تترتب عن إصدار صكوك المرابحة أو البيع بثمن أجل على أساس التسنييد إلى غاية نهاية سنة 2015	الضريبة على الدخل القانون 2011- P.U. (A) 443
المصدر / الشركة ذات الغرض الخاص	الشركة ذات الغرض الخاص القائمة فقط من أجل إصدار الصكوك تعفى من الضريبة على المداخل	الضريبة على الدخل 2007 قانون المالية 2007 تعديل الضريبة على الدخل 1967 جزء جديد 601 P.U. (A) 180
المصدر/ مقدم العرض	يمكن للمقاوله التي أنشأت الشركة ذات الغرض الخاص خصم مصاريف إصدار الصكوك من الضرائب المفروضة عليها	الضريبة على الدخل 2007 قانون المالية 2007 تعديل الضريبة على الدخل 1967 جزء جديد 601 P.U. (A) 180
المصدر	تمديد قابلية الخصم الجبائي لجميع النفقات التي تترتب عن إصدار صكوك المشاركة و المرابحة و الإجارة و الاستصناع إلى غاية نهاية سنة 2015	الضريبة على الدخل (خصم النفقات المتعلقة بإصدارات لسندات إسلامية) نظام 2009 P.U. (A) 420
المستثمر	يعفى المستثمرون غير القيمين من الضريبة على عوائد الدخل و الأرباح التي تترتب من الصكوك المصادق عليها من قبل مجلس الأوراق المالية	الضريبة على الدخل 1967 الملحق 6 جزء 33 أ
المستثمر	يعفى المقيمون و الشركات الائتمانية و كذلك الشركات المدرجة في البورصة من الضريبة على المداخل الآتية من الصكوك المصادق عليها من قبل مجلس الأوراق المالية	الضريبة على الدخل 1967 الملحق 6 جزء 35
المستثمر	يعفى المستثمرون المقيمون و غير القيمين من الضريبة على المداخل و الأرباح التي تترتب من الصكوك المصدرة في ماليزيا و المدفوعة بالعملة	قانون المالية 2007 تعديل الضريبة على الدخل 1967 تعديل الملحق الجزء 33 ب
المصدر	لضمان الحياد الضريبي بالنسبة للمنتجات التقليدية، سيتم إعفاء أي ضريبة إضافية تعالج بطريقة معينة شريطة أن تتم الموافقة على الأداة من قبل مجلس الرقابة الشرعية	الضريبة على الدخل 1967 – جزء 2 (8) واجب نقل الملكية : ملحق 1 "إعفاءات عامة"
الوسطاء	الإعفاء من ضريبة الدخل بالنسبة للمؤسسات العاملة في أنشطة مرتبطة بتنظيم و الاكتتاب و توزيع الصكوك والتي تصدرها الحكومة الماليزية أو هيكله حكومية أو التي صادقت عليها لجنة الأوراق المالية إلى غاية 2014	الضريبة على الدخل (الإعفاء) (رقم 11) أكتوبر 2011 P.U.(A) 445
الوسطاء	الإعفاء من ضريبة الدخل بالنسبة للمؤسسات العاملة في أنشطة مرتبطة بتدبير الصكوك التي تصدرها الحكومة الماليزية أو هيكله حكومية أو التي صادقت عليها لجنة الأوراق المالية إلى غاية 2014	الضريبة على الدخل (الإعفاء) (رقم 11) أكتوبر 2011 P.U.(A) 444

الهيكل النوعية لإصدار الصكوك

يعطي الرسم البياني التالي بتفصيل بنية نموذجية لإصدار صكوك الإجارة في المغرب



1	المقابلة (مقدم العرض) تقوم بعزل الأصول التي يتعين تسنيدها عن طريق الشركة ذات الغرض الخاص (وفق الشكل الذي سيتم اعتماده بمشروع القانون الجديد حول التسديد)
2	تحصل الشركة ذات الغرض الخاص على شهادة الامتثال من اللجنة الشرعية للمالية التي تشهد أن الصكوك المصدرة و عملية التسديد يتوافقان مع أحكام الشريعة
3	تحصل الشركة ذات الغرض الخاص على تأشيرة مجلس القيم المنقولة من أجل أن تصدر الصكوك و تتداول في البورصة
4	تصدر الشركة ذات الغرض الخاص صكوك تمثل مشاركة شائعة في الأصول العقارية للمقابلة
5	يكتتب المستثمرون في الصكوك و يدفعون الأموال (المبلغ الرئيسي) للشركة ذات الغرض الخاص. تصرح الهيئة أنها تلتزم بتدبير الأموال المجموعة (و جميع الأصول المكتسبة بواسطة الأموال عند الاقتضاء) لحساب المستثمرين
6	تقوم المقابلة بيع و تفويت الأصول العقارية المحددة للشركة ذات الغرض الخاص تعطي المقابلة وعدا بشكل أحادي لشراء الأصول باستحقاق بثمن التفويت (وفق ضوابط هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية
7	تؤدي الشركة ذات الغرض الخاص ثمن شراء الأصول من المقابلة التي تستعملها من أجل الاستثمار في مشروع يتوافق مع أحكام الشريعة
8	تؤجر الشركة ذات الغرض الخاص الأملاك إلى المقابلة عملا بعقد للتأجير (الإجارة) لفترة تمتد إلى تاريخ استحقاق الصكوك (مثلا 10 سنوات)
9	توكل الشركة ذات الغرض الخاص للمقابلة لتقوم بالإجراءات المفروضة بالعقد الإيجاري (الصيانة و التأمين) (التكافل) و أداء الرسوم) و يجوز للمقابلة باعتبارها الموكل لها المطالبة بحق في الجزية
10	تداول الصكوك في السوق الثانوية ابتداء من فترة الإصدار إلى غاية انحلالها
11	تدفع المقابلة مبلغ التأجير إلى الشركة ذات الغرض الخاص بفترات منتظمة تساوي المبالغ التي يتعين توزيعها المستحقة في تلك التاريخ مبلغ التأجير المدفوع ويمكن حساب هذا المبلغ بالرجوع إلى معدل ثابت أو متغير (مثلا ليبور أو أوروليبور) حسب الصكوك المصدرة
12	تدفع الشركة ذات الغرض الخاص المبلغ الذي يتعين توزيعه دوريا إلى المستثمرين. يمكن للهيئة أن تستعمل جزء من مبالغ التأجير المدفوعة لتكوين مؤونة قصد امتصاص تقلبات مبالغ التأجير وتقادي الأوقات الصعبة
13	عند حلول الاستحقاق (10 سنوات بالنسبة للمثل الذي اتخذناه) تقوم الهيئة الاستثمارية ذات عرض خاص ببيع الأصول المعزولة للمقابلة بثمن الممارسة و الذي سيساوي ثمن إعادة الشراء المحدد في الوعد الأحادي
14	أداء إعادة الشراء من قبل المقابلة
15	تستخدم الشركة ذات الغرض الخاص ثمن إعادة الشراء لتدفع مبلغ انحلال المستثمرين
16	نهاية العملية و حل الشركة ذات الغرض الخاص مع نهاية العملية

قطاعات التنمية، و الصناعات و البنيات التحتية

يعمل المغرب انطلاقا من انشغاله لتحفيز النمو بنشاط على وضع استراتيجيات قطاعية مبنية على استهداف إرادي للقطاعات الموجه إلى التصدير حيث لديه حتميا مزايا قابلة للمقارنة من شأنها تحسين الشروط من أجل التنافسية المستدامة.

إذا كانت الاتصالات والعقار والسياحة لا تزال أكثر القطاعات ذات جاذبية، هناك قطاعات أخرى كالزراعة و الصيد و الطاقة الخضراء تمثل أيضا فرصا واعدة جدا بالمسبة للمستقبل. يتطلب مثل هذا الانماء استثمارات ثقيلة بإمكان الأبنك و الصناديق المحلية تحملها. تظهر بالتالي وسائل التمويل البديلة مثل أدوات التمويل الإسلامي بمثابة علاجات جيدة لتلبية احتياجات جميع مشاريع التنمية.

تم اختيار القطاعات التالية فقط بهدف توضيح بعض التطبيقات الممكنة للتمويل من خلال الصكوك.

العقار قطاع يجلب دائما المالية الإسلامية

وضعت الحكومة في سنة 2010 في مجال الإسكان برنامجا لانتعاش القطاع على فترة زمنية تمتد إلى غاية 2020. تميزت سنة 2011، التي تعتبر السنة الأولى للتنفيذ الفعلي لبرنامج الانتعاش 2010-2020 بتطور إيجابي للمؤشرات الرئيسية للنشاط.

آفاق تنمية القطاع

ترمي سياسة الحكومة المغربية في قطاع الإسكان إلى الحد من العجز في الإسكان ب 840.000 إلى 400.000 وحدة لتحسين الجودة التقنية و الهندسة المعمارية للإطار المبني و إلى الزيادة في معدل تنفيذ مشاريع مدن بدون صفيح ووضع إطار جديد للاندماج الحضري والاجتماعي لهذه المشاريع.

وبالإضافة إلى ذلك، اعتمدت السلطات العمومية خارطة الطريق " رؤية 2020" لتنمية قطاع السياحة. تهدف هذه الإستراتيجية إلى مضاعفة عدد السياح الوافدين لتصل إلى حوالي 18 مليون سائح، و جعل المغرب من بين عشرين أفضل الوجهات السياحية العالمية.

ستسمح استراتيجية التنمية التي اعتمدها المغرب بتنمية وجهات سياحية جديدة في غضون العشر سنوات القادمة ستضاف إلى المركزين الدوليين القائمين في مراكش و أكادير.

تدعم الاستثمارات في المالية الإسلامية في كثير من الأحيان للأصول العقارية. و بالتالي يبدو أن تنمية العقار السكني و السياحي كدعم جيد لاستخدام طرق التمويل كالصكوك و الإجارة و الاستصناع.

القطاع الصناعي فرص قوية لاستغلال

في إطار الميثاق الوطني للإقلاع بالصناعية الذي يهدف إلى تطوير القطاع الصناعي المغربي، عملت الدولة المغربية على وضع رهن إشارة العاملين في المواقع الصناعية المندمجة. وتتميز هذه المواقع بالأساس بعرض عقاري مندمج ومتنوع وفقا لقطاعات الأنشطة وتقديم الخدمات المتعلقة بالأنشطة الصناعية التي يتعين إدخالها و الربط بالمراكز الحضرية.

فالقطاعات الرئيسية المستهدفة بهذه المواقع هي: الملاحة الجوية والالكترونيات و التجارة الحرة خارج البلاد و صناعة السيارات و التي تدعى بالمهن العالمية في المغرب بالإضافة إلى قطاعي الجلد والنسيج والصناعات الغذائية.

يتطلب خلق هذه المواقع الصناعية تعبئة أموال هامة يمكن جمعها من خلال صكوك الإجارة أو الاستصناع. يمكن أن تقدم أيضا الهياكل بنوع صكوك المشاركة و المرابحة المشاركة حلولا بتقديم عوائد محتملة مثيرة للاهتمام بشكل كبير.

القطاع الفلاحي

تهدف الإستراتيجية المعتمدة إعطاء للقطاع الفلاحي دينامية لتطور منسجم و متوازن مع مراعاة خصوصياته. فالمراد منها أيضا استغلال هوامش التقدم و تحسين بشكل أفضل الامكانيات و مواجهة التحديات الجديدة مع الاحتفاظ بالتوازنات السوسيو اقتصادية و في نفس الوقت مصاحبة التغييرات العميقة التي شهدها النظام العالمي للصناعة الغذائية.

ركيزتين رئيسيتين : الفلاحة الحديثة و التضامنية

يكمن الهدف في مجال الفلاحة الحديثة في تطوير فلاحة متفوقة تتكيف مع قواعد السوق بفضل الموجة الجديدة التي عرفتها الاستثمارات الخصوصية و التي تم تنظيمها حول نماذج جديدة لإدماج عادل.

أما بالنسبة للفلاحة التضامنية، فالهدف هو تطوير خطة موجهة نحو محاربة الفقر بالزيادة بطريقة ملموسة في الدخل الفلاحي للمستغلين الأكثر هشاشة و خاصة في المناطق النائية.

نذكر من بين الآثار المنتظرة من هذه الإستراتيجية : الزيادة في الدخل الفلاحي كرافعة لمكافحة الفقر القروي. و هذا يتطلب تفعيل وسائل مالية هامة و مؤسساتية و إدارية :

- * تحسين الناتج الداخلي الإجمالي الفلاحي للصادرات و الاستثمارات الخصوصية ؛
- * مكافحة فعالة و على نطاق واسع للفقر – في نفس الوقت في البادية و في الضواحي المحرومة ؛
- * تحسين واضح للمعدلة الجودة/الثمن بالنسبة للمستهلك المغربي في السوق الوطني، مما يؤدي إلى تحسين القدرة الشرائية.

الركيزة 1 – فلاحية حديثة بقيمة مضافة عالية : يتمثل الهدف من الركيزة 1 لخطة المغرب الأخضر في ضمان تطوير سريع للفلاحة ذات قيمة مضافة عالية و للإنتاجية العالية. و ذلك بفضل إنشاء مراكز التنمية الفلاحية و الصناعة الغذائية ذات قيمة مضافة عالية تلبي متطلبات السوق بكاملها.

بالإمكان تنفيذ هذا التطوير عن طرق الجوء إلى استثمارات كبيرة يتحملها الفاعلون الجدد ذات قدرات عالية للتسيير و تحسين بشكل أفضل و تجميع هياكل الصناعة بإدخال المجموعات الخصوصية ذات نفع اقتصادي و المجموعات المهنية المشتركة.
تقدم الركيزة 1 برنامجا للاستثمار بمبلغ حوالي 121 مليار درهم بالنسبة للفترة الممتدة ما بين 2009-2018.

الركيزة 2 – فلاحية تضامنية : ترمي خطة المغرب الأخضر إلى مرافقة الفلاحة صغيرة النطاق بهدف تحديث و تطوير هذه الفرع من الفلاحة من أجل تحسين ظروف العيش لصغار الفلاحين.

يتطلب تنفيذ خطة المغرب الأخضر جمع أموال طائلة و هامة . يجوز أن تكون وسائل التمويل الإسلامية المبنية على الأدوات المخصصة للأصول المثلية بالنسبة للقطاع الفلاحي بمثابة تكميل جيد للتمويلات التقليدية.

تتوفر الركيزة الثانية من جهتها على برنامج للاستثمار بما قدره 19،25 مليار درهم بالنسبة للفترة الممتدة ما بين 2009-2018.

و بالإضافة إلى صكوك المضاربة و المشاركة و الإجارة و السلام التي هي مناسبة جدا لتمويل الفلاحة حددت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ثلاثة أنواع من الصكوك الخاصة للفلاحة و التي هي :

* صكوك المزارعة : يتم تعريفها كسندات بقيمة متساوية تصدر من أجل استخدام المبلغ المستقطب من خلال الاكتتابات فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة ؛

* صكوك المغارسة : يتم تعريفها كسندات بقيمة متساوية تصدر من أجل استخدام المبلغ المستقطب من خلال الاكتتابات فيها للتشجير و صيانتها بناء على عقد خاص ؛

صكوك المساقات : يتم تعريفها كسندات بقيمة متساوية تصدر من أجل استخدام المبلغ المستقطب من خلال الاكتتابات فيها لسقي الأشجار المثمرة و مصاريف الصيانة بناء على عقد خاص.

قطاع الطاقة المتجددة

نظرا للتبعية الطاقية بالمغرب و التي تنقل بشكل كبير ميزان الأداء و تكاليف المقاصة وضعت الدولة المغربية إستراتيجية طاقية ترمي إلى ضمان التموين في مجال الطاقة في أحسن الظروف و للتحكم في الطلب و حماية البيئة و تعزيز الإدماج الإقليمي.

محاور تطوير الإستراتيجية من أجل الطاقة

في إطار تنفيذ هذه الإستراتيجية الجديدة للطاقة تم الشروع في عدة مشاريع ترمي إلى تطوير عرض للطاقة منها :

- * المشروع المغربي المدمج للطاقة الشمسية (2000 كيلوواط لتكلفة إجمالية تبلغ 70 مليار درهم) ؛
- * المشروع المغربي للطاقة الريحية (2000 كيلوواط لمبلغ 35 مليار درهم للاستثمار) ؛
- * مشروع تعزيز البنية التحتية الطاقية من خلال بناء محطة ثانية للتصفية بالجرف الأصفر بتكلفة 4 حتى 5 مليار دولار للاستثمار.

بالنسبة للمدى المتوسط الممتدة ما بين 2013-2015، سيتم إنشاء محطات كبيرة و جديدة في أفق 2015. ستسمح هذه المشاريع الاستثمارية التي ارتفع مبلغها المتراكم إلى 73 مليار درهم في أفق 2015 بإنشاء محطة جديدة بقوة 3640 مليون واط.

و من أجل تمويل تطوير هذا القطاع الذي من الممكن أن يرتفع إلى حوالي 200 مليار درهم في أفق 2020، يكون اللجوء إلى هذا القطاع ضروريا عن طريق الشركات المقامة بين القطاعي العام و الخاص. تم اقتراح وضع إطار قانوني ينظم الشراكات بين القطاعي العام و الخاص من قبل الحكومة.

يبدو أن الهياكل بنوع صكوك الإجارة و الإستصناع ملائمة لتلبية هذه الحاجيات للتمويل مع إمكانية إدماجها في قطاعات خاصة ضمن الشركات بين القطاعي العام و الخاص. يعد قطاع الطاقة من بين القطاعات ذات امكانيات عالية تتوفر على قيمة مجتمعية إضافة إلى القيمة الاقتصادية.

قطاع الصيد

شهد قطاع الصيد تقدما ملحوظا منذ وضع مخطط ألبوتيس.

يخصص مخطط ألبوتيس للتنمية المستدامة بالنسبة لهذا القطاع من خلال تحديث أداة الانتاج و تطوير مناطق تربية الأسماك و انجاز مراكز للتنافسية بالنسبة لمنتجات البحر و إصلاح محلات الصيد بواسطة تطوير البنية التحتية لتفريغ المراكب (قاعات الأسماك و التجهيزات ذات الصلة) و خطط حفظ الموارد.

كما يهدف برنامج إبحار إلى :

* توفر حوالي 10600 مركب للصيد التقليدي على تجهيزات للتخزين و حفظ الموارد و التواصل و المحركات البحرية ؛

* تجهيز 1270 سفينة بمواد المحافظة و اكتساب القيمة لصيد السفينة و تحسين ظروف السكن و العيش و العمل للعاملين على متنى السفن.

و بالإمكان تطوير مخطط ألبوتيس و برنامج إبحار عن طريق إصدار للصكوك. هناك مختلف الهياكل المناسبة من أجل هذه البرامج كصكوك المشاركة و المضاربة و الإجارة و الإستصناع.

البنيات التحتية

هناك أبعد من القطاعات البارزة بالمغرب ذات إمكانيات عالية من أجل أدوات مالية إسلامية، مشاريع للبنية التحتية (يتعين الشروع فيها أو تطويرها) مقبولة أيضا للصكوك أو أدوات مماثلة. من بين هذه المشاريع الطريق السيار المحيطة بالرباط 2010-2014 و المشروع الثاني المتعلق الجزء الممتد من ببرشيد إلى بني ملال الذي كان مقررا أيضا في نفس الفترة. بلغ تقدير التكلفة الإجمالية لهذين المشروعين حوالي 8850 مليون درهم. هناك برامج أخرى مقبولة احتماليا للصكوك مثل :

1- برنامج الاستثمار لمكتب الشريف للفسفاط يتعلق بمشروع البنية التحتية للموانئ : يقدر حجم الاستثمار المتوقع بالنسبة للفترة الممتدة ما بين 2010-2010 ما يقرب عن 114 مليار درهم. يوزع هذا المبلغ على أربعة محاور مختلفة. يتعلق المحور الأول بالاستثمار المنجمي و يمثل 30 % من المبلغ الإجمالي للاستثمار، أي بما قدره 34،2 مليار درهم. أجريت هذه المشاريع لتحسين أدوات الانتاج الحالية و تطوير القدرات الإضافية. يتعلق المحور الثاني بالاستثمار في مجال الكيمياء (حمض الفسفوري و الأسمدة) بما قدره 52،4 مليار درهم (46 %) و يرتبط المحور الثالث بمركز الجرف الأصفر بما قدره 18،2 مليار درهم (16 %). و يتمحور المحور الأخير حول البنيات التحتية لخطوط الأنابيب و مرافق الموانئ و غيرها. فالمبلغ المخصص لهذا المحور الأخير يناهز 6،84 مليار درهم (أي 6 % من المبلغ الإجمالي).

2- برنامج استثمار المكتب الوطني للسكك الحديدية المتعلقة بمشروع للبنية التحتية السككية . بتشجيع من خلال الأداءات الماضية و خاصة منها عقد برنامج 2005-2009 الذي تعلق بتسوية الشبكة السككية و الذي تم التوقيع عليه من قبل المكتب الوطني للسكك الحديدية و الدولة، تم التوقيع على اتفاق جديد مع الحكومة بالنسبة للفترة ما بين 2010-2015. قدر المبلغ الإجمالي لهذا الاستثمار بما يعادل 32،5 مليار درهم.

و قد يمكن أن توفر الصكوك حلولا بديلة مناسبة و مُحكَّمة لتمويلات هذه المشاريع بشراكات القطاعي العام و الخاص. يمكن إصدار صكوك من شأنها جمع الأموال الضرورية توضع رهن إشارة المتشاركين في مشاريع الشركات القطاعي العام و الخاص.

و للتذكير فالقطاعات المذكورة في هذا الجزء تم اختيارها بهدف توضيح بعض التطبيقات الممكنة للتمويل عن طريق الصكوك. يمكن تمويل بعض القطاعات الأخرى لم يتم التطرق إليها في هذه الدراسة على الوجه الأكمل عن طريق الصكوك باعتبارها أداة تمثل التمويل البديل أو التكميلي للتمويل بإصدار سندي.

الخلاصة

حققت المالية الإسلامية حاليا تقدما كبيرا في توسيع عرض أدوات الادخار و الاستثمار المخصصة للمستثمرين و للمصدرين. فتمو الصناعة المالية الإسلامية كان ملحوظا خلال العشر سنوات الأخيرة. و حتميا مبادئ هذه الوسيلة للتمويل نجحت في جلب العديد من المستثمرين خارج العالم الإسلامي. ففي ماليزيا 80 % من أدوات التمويل التي تتوافق مع مبادئ الشريعة مملوكة من قبل المستثمرين غير المسلمين.

فالمشكل الرئيسي الذي تواجهه صناعة المالية الإسلامية هو التفسير الغامض لما يشكله فعلا التوافق مع مبادئ الشريعة. و على سبيل المثال، اعتمدت ماليزيا دائما نظرة ليبرالية للتوافق مع الشريعة، في حين توجد دول أخرى من حيث مفهومها في أقصى الجانب الآخر. فغياب التوحيد و التجانس لمبدأ التوافق مع الشريعة يشكل عائق رئيسي لنمو هذه الصناعة. إذا كانت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية تحرص على الحفاظ على الاتساق من حيث المعايير المطبقة لهذه الأدوات المالية فتطبيقها ليس دائما منهجيا.

تتوفر المملكة المغربية كما رأينا على البنية التحتية من أجل التطوير السلس للمالية الإسلامية. فالدراسة المقامة حول السوق أكدت من جهة مصلحة الجمهور بالنسبة للمنتجات المالية الإسلامية و أظهرت بطريقة موضوعية إمكانيات السوق في نفس الوقت بالنسبة لقطاعي البنكي و للتأمين الإسلامي. و على المستوى المؤسسي، فالمستثمرين و المصدرين جميعهم مستعدون للجوء إلى الأدوات المالية الإسلامية إذا كانت ظروف السوق مواتية و إن رغب زبائنهم في ذلك.

بالإضافة إلى ذلك، من المهم التذكير أن الصكوك ليست مخصصة فقط للشركات المدرجة بالبورصة أو للصناديق السيادية. وبإمكانها أن تكون أدوات تكملية ممتازة للمنتجات البنكية و أن تقدم حولا لتمويل المقاولات الصغيرة و المتوسطة غير المدرجة بالبورصة شريطة إدخال تعديلات قانونية و بطبيعة الحال، على أن تتوفر هذه الشركات على الخبرة و الوسائل اللازمة لتحمل تفعيلها.

يتطلب الشروع في إصدار الصكوك بالمغرب وضع إطار تنظيمي مؤمن و خاصة وضع منظومة جبائية ملائمة. في هذا الصدد، تم التفكير من قبل المشرع بغية العمل على تطوير القانون المتعلق بصناديق التوظيف المشترك للتسديد. سيسمح هذا النص بهيكل الصكوك في إطار قانوني مؤمن مع صندوق للتوظيف المشترك للتسديد بمميزات الشركة ذات الغرض الخاص سيلبي خصائص السندات الإسلامية. فهذا الإصلاح من شأنه أيضا أن يوفر المرونة اللازمة لتفادي إثقال كاهل منظومة إصدار الصكوك.

السلامة و المرونة القانونية و التوافق مع مبادئ الشريعة و استمرار النمو الاقتصادي، كلها عناصر تشكل تحديا جوهريا لمنتجات المالية الإسلامية. و في هذا الصدد، يتوفر المغرب على جميع المؤهلات لرفع هذا التحدي. و يتعين من الآن على الفاعلين الخواص و العموميين تحفيز هذا السوق.