

# تحلیل فقهی - حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۳/۲۳ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۹/۰۹

۸۱ محمد رضا سیمپاری\*  
سید محمد امین زاده\*\*  
سید امیر حسین اعتصامی\*\*\*

فصلنامه علمی اقتصاد اسلامی / مقاله علمی پژوهشی / سال بیست و سوم / شماره ۹۱ / پاییز ۱۴۰۲

## چکیده

امروزه با پیچیده‌تر شدن شرایط اقتصادی و بازارهای مالی و به‌ویژه شرایط تورمی در اقتصاد ایران، ضرورت سرمایه‌گذاری در زندگی اشخاص به‌طور فزاینده‌ای افزایش یافته است و سرمایه‌گذاری غیرمستقیم از مسیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری، پاسخی عمومی و فراگیر به این نیاز است. اشخاص بر اساس معیارهایی از جمله سطح پذیرش ریسک، انتخاب می‌کنند در چه نوع صندوقی سرمایه‌گذاری نمایند. صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی در پاسخ به سلیقه سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر طراحی و اجرا شده است و از سوی دیگر به سلیقه سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز نیز پاسخ می‌دهد. این صندوق دارای دو نوع واحد سرمایه‌گذاری است: واحد ممتاز (برای سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر) و واحد عادی (برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز). دارندگان واحدهای ممتاز در قبال تضمین یک گریدور بازدهی برای سرمایه‌گذاران عادی، ریسک نوسانات مثبت و منفی قیمت سهام سبد سرمایه‌گذاری را تقبل می‌کنند؛ طبیعی است با اهرم ایجاد شده، در شرایط صعودی بازار بازدهی بیشتر و در شرایط رکود، زیان بیشتری را متحمل خواهند شد. در این مقاله با روش تحلیلی و

\*. پژوهشگر اداره مطالعات مالی اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار و دانشجوی دکتری مالی دانشگاه

شهید بهشتی، تهران، ایران (نویسنده مسئول).  
Email: m14125s@gmail.com

\*\* استادیار مؤسسه آموزش عالی طلوع مهر، قم و پژوهشگر و کارشناس اداره مطالعات مالی اسلامی

Email: s.m.aminzadeh@gmail.com سازمان بورس و اوراق بهادار، ایران.

\*\*\* دانش‌آموخته دکتری مدیریت قراردادهای بین‌الملل نفت و گاز دانشگاه امام صادق (ع) و مدیر گروه

مالی اسلامی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.

Email: etesami66@gmail.com

تطبیقی طراحی این صندوق‌ها مورد بررسی فقهی قرار گرفته است. ماهیت حقوقی این صندوق‌ها را می‌توان به دو شکل تصویر کرد: ۱. طرفین قرارداد سرمایه‌گذاری عبارت‌اند از سرمایه‌گذاران عادی و سرمایه‌گذاران ممتاز و ۲. طرفین قرارداد سرمایه‌گذاری عبارت‌اند از سرمایه‌گذاران (اعم از عادی و ممتاز) و صندوق - به عنوان یک شخص حقوقی - در هر دو صورت، فعالیت و معامله واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق مذکور، در چارچوب فقه امامیه اشکال شرعی ندارد. همچنین کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در مصوبه مورخ ۱۳۹۹/۱۰/۳۰ تشکیل این صندوق را بر اساس صلح منافع و دارایی توسط شرکا (دارندگان واحدهای عادی و واحدهای ممتاز) به صورت شرط ضمن عقد بلامانع دانسته است.

**واژگان کلیدی:** مالی اسلامی، صندوق سرمایه‌گذاری، صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی، صندوق اهرمی، صندوق قابل معامله در بورس.

طبقه‌بندی JEL: Z12, P45, G23

## مقدمه

امروزه سرمایه‌گذاری یکی از ضرورت‌های زندگی مالی - اقتصادی اشخاص تلقی می‌شود؛ این موضوع به‌ویژه 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؛ 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 در پاسخ به نیازها و سلايق گوناگون سرمایه‌گذاران ایجاد شده و توسعه یافته‌اند. سرمایه‌گذاران درباره تحمل ریسک و بازده انتظاری، سلايق و ذائقه‌های متفاوتی دارند؛ برخی تمایل به پذیرش ریسک‌های بسیار بالا دارند؛ به امید اینکه بازدهی‌های خارق‌العاده و بیش از معمول کسب کنند؛ حتی تا چند برابر بازدهی شاخص بازار. برخی دیگر ریسک‌گریز هستند و به دنبال یک سود معین تضمین شده.

صندوق‌های اهرمی به‌گونه‌ای طراحی و مهندسی شده‌اند تا محصولاتی فراهم کنند که به نیاز هر دو سلیقه فوق، پاسخ مناسبی بدهد.

مزیت صندوق‌های سهامی اهرمی منحصر در پاسخ به سلايق مختلف نیست و فقط در سطح خرد باقی نمی‌ماند؛ بلکه این صندوق‌ها در سطح کلان و بازار نیز کارکرد مثبت خواهند داشت. برخی از سرمایه‌گذاران به دلایلی مانند شرایط رکود بازار سهام، ریسک‌گریزی و ... تمایلی به سرمایه‌گذاری در سهام ندارند؛ در عوض کسب سود تضمین‌شده 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 این اشخاص، 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.

### بیان مسئله و روش تحقیق

در این مقاله با روش توصیفی - تطبیقی ابتدا موضوع‌شناسی صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی تبیین شده و سپس با رویکرد فقهی - حقوقی تحلیل می‌شود. به‌طور مشخص سؤالات تحقیق عبارت‌اند از:

۱. ماهیت فقهی - حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی چیست؟
  ۲. آیا فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی و سرمایه‌گذاری در آنها در چارچوب فقه امامیه پذیرفته است یا خیر؟
- تاکنون پژوهشی در خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی در بازار سرمایه ایران انجام نشده است. دلیل این امر را می‌توان عدم وجود سابقه تجربی این نوع صندوق در سایر اقتصادها و نوظهور بودن آن در بازار سرمایه ایران بیان کرد.

### صندوق سرمایه‌گذاری اهرمی در دیگر کشورها

نوعی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک (Mutual Funds) در دنیا وجود دارد که با صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی موجود در ایران صرفاً تشابه لفظی دارد و 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 (Buying assets on margin) و ... - کسب بازدهی چند برابری شاخص بازار را دنبال می‌کنند. این صندوق‌ها معمولاً برای کسب بازدهی بیشتر، ابزارهای مشتقه مانند قراردادهای آتی و اختیار معامله و سوپ را مورد استفاده قرار می‌دهند و یک شاخص یا معیار قیمتی خاصی را ردیابی می‌کنند. انواع این صندوق‌ها عبارت‌اند 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)\*.

صندوق‌های اهرمی (Leveraged funds) در حوزه معاملات کالایی، صندوق‌های کالایی خصوصی (Private commodity funds) و عمومی (Public commodity funds)، حساب‌های فردی معامله کالا (Individual commodity trading accounts (CTAs) و صندوق‌های پوششی (Hedge funds) را در برمی‌گیرد و توسط کمیسیون معاملات آتی کالا (Commodity Futures Trading Commission) برای مشخص کردن فعالان در بازار مالی آتی‌ها (Futures) استفاده می‌شود (Avci, 2022).

\*. برخی از مزایای صندوق‌های اهرمی مرسوم در دنیا (leveraged funds) برای فعالان بازار و سرمایه‌گذاران

عبارت‌اند از:

۱. سهولت در رصد یک شاخص خاص؛
۲. افزایش بازدهی سرمایه‌گذاری جدای از نوع سرمایه‌گذاری و با تکنیک‌ها و ابزارهای فوق‌الذکر؛
۳. کاهش هزینه‌های قبل از معامله؛
۴. کارایی هزینه‌های سرمایه‌گذاری؛
۵. تنوع‌بخشی به دارایی‌ها.

علاوه بر مزایای فوق، استفاده از اهرم مالی همان‌گونه که موجب تقویت بازدهی دارایی سرمایه‌گذاران می‌شود، می‌تواند منجر به افزایش تصاعدی کاهش ارزش دارایی‌ها نیز شود (IOSCO, 2019, p.1).

## صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی در بازار سرمایه ایران

صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی در بازار سرمایه ایران هرچند با (leveraged funds) تشابه اسمی دارد و هر دو کسب بازدهی مضاعف را دنبال می‌کنند، اما این تشابه صرفاً در اسم است و ماهیتی متفاوت با یکدیگر دارند. صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی، نوآوری بازار سرمایه ایران است و در ادامه معرفی خواهد شد.

۸۵ صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی از مصادیق صندوق‌های سرمایه‌گذاری موضوع بند ۲۰ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار و بند هـ ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید محسوب می‌شود. کلیات و چارچوب صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی در مصوبه تک ماده‌ای به تاریخ ۱۴۰۰/۰۳/۱۰ توسط هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار به تصویب رسید. این صندوق‌ها طبق ماده ۲ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، نزد مرجع ثبت شرکت‌ها به ثبت می‌رسند و مطابق اساسنامه و مقررات اداره می‌شوند.

صندوق سرمایه‌گذاری سهامی 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 دارندگان واحدهای ممتاز، ثروت دارندگان واحدهای عادی را اهرم کرده و در نتیجه انتظار دارند بازده بیشتری کسب نمایند. پس از بیان سازوکارهای این صندوق، واضح خواهد شد که البته دارندگان واحدهای ممتاز در قبال بازده مورد انتظار بیشتر، ریسک بیشتری را نیز متحمل می‌شوند.

در صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی از دو سازوکار برای سرمایه‌گذاری و انتقال مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری (Units) استفاده می‌شود: «صدور و ابطال» و «قابل معامله در بورس» (Exchange-Traded Fund (ETF)). منظور از اهرمی یعنی دارندگان واحدهای ممتاز با استفاده از منابع دارندگان واحدهای عادی، به نوعی برای خود اهرم و اعتبار ایجاد می‌کنند.

واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق اهرمی به دو دسته ممتاز و عادی تقسیم می‌شود. واحدهای ممتاز نیز شامل دو گونه ممتاز نوع اول و ممتاز نوع دوم به شرح زیر هستند.

- «واحدهای عادی» مانند واحدهای صندوق‌های 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 مؤسسان صادر می‌شود. این واحدها غیرقابل ابطال ولی قابل انتقال به دیگری صرفاً در بورس و با رعایت مقررات آن هستند. دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز نوع اول صندوق یا نمایندگان قانونی آنها مجاز به حضور در مجمع صندوق هستند. سرمایه‌گذاران یادشده به ازای هر واحد سرمایه‌گذاری یک حق رأی دارند. تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز نوع اول در طول دوره فعالیت ثابت است.
- «واحدهای ممتاز نوع دوم» پس از تأسیس صندوق برای عموم سرمایه‌گذاران قابل صدور است. تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز نوع دوم قابل افزایش است. نوع این واحدها، صندوق قابل معامله (ETF) است و بازدهی متغیر دارند.

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 کم‌ریسک 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.

به منظور ایجاد اطمینان از وجود منابع مالی کافی برای تأمین مابه‌التفاوت بازدهی ایجادشده توسط صندوق با حداقل بازدهی تعیین‌شده 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 کم‌ریسک حداکثر به میزان دو برابر تعداد واحدهای ریسکی فراهم می‌شود.

اگر ارزش واحدهای ممتاز حداقل به سه‌چهارم 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 درخواست‌شده، 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.

### ترکیب دارایی‌های صندوق سهامی اهرمی

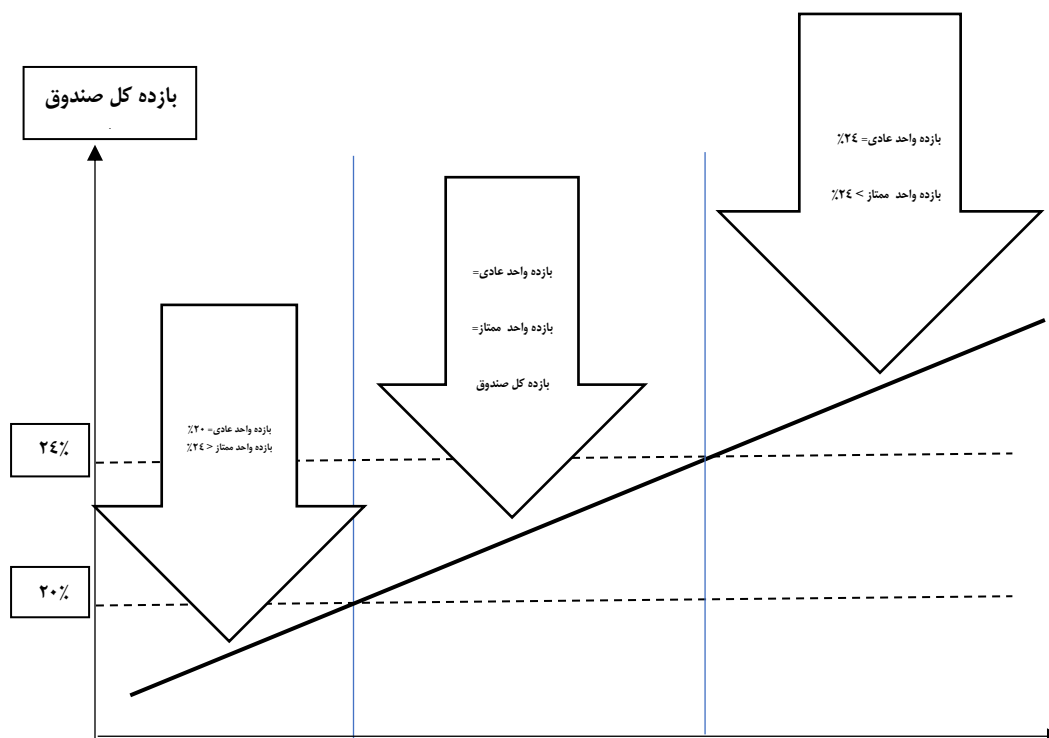
صندوق‌های سرمایه‌گذاری که با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار تأسیس می‌گردند، قادرند منابع مالی جمع‌آوری‌شده را در موضوع فعالیت مصوب خود سرمایه‌گذاری نمایند. بر اساس ماده واحده کلیات و چارچوب صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی، موضوع فعالیت اصلی این صندوق‌ها، سرمایه‌گذاری در انواع اوراق بهادار از جمله سهام و حق تقدم سهام پذیرفته‌شده 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 پذیره‌نویسی یا تعهد خرید اوراق بهادار با درآمد ثابت است.

### 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 درصد و سقف بازدهی ۲۴ درصد 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 معین‌شده کمتر باشد (در این مثال کمتر از ۲۰ درصد) و یا حتی بازدهی صندوق منفی باشد، به سرمایه‌گذارانی که واحدهای بدون ریسک

خریداری کرده‌اند، به اندازه کف بازدهی (۲۰ درصد) سود تعلق می‌گیرد. مابه‌التفاوت بازدهی صندوق تا کف بازدهی (در این مثال ۲۰ درصد) 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 درصد) 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 تعیین‌شده برای واحدهای بدون ریسک، بیشتر باشد (در این مثال بالای ۲۴ درصد)، به دارندگان واحدهای عادی (بدون ریسک) تنها به میزان سقف معین‌شده (در این مثال ۲۴ درصد) 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 درصد) ایجاد می‌شد، به NAV واحدهای ممتاز منظور می‌نماید.



شکل ۱: بازده سرمایه‌گذاری 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 ...

جدول ۱: بازدهی واحدهای ممتاز و عادی

بیشتر دارایی این صندوق اهرمی در سهام و حق تقدم سهام شرکت‌های بورسی و فرابورسی سرمایه‌گذاری می‌شود. واحدهای عادی این صندوق‌ها مناسب افراد کم‌ریسک است و این سرمایه‌گذاران می‌توانند از بازدهی بدون ریسک که به صورت 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 سرمایه‌گذاری عادی و ممتاز

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

واحدهای ممتاز صندوق سهامی اهرمی	واحدهای عادی صندوق سهامی اهرمی	
×	* ✓	تضمین حداقل سود
✓	×	سود مضاعف
✓	×	زیان مضاعف
✓	×	احتمال زیان در اصل سرمایه
***×	***_	بازارگردان
**** ✓	✓	نقدشوندگی

جدول ۲: ویژگی‌های واحدهای عادی و ممتاز

## اهرم و اثرگذاری آن

در صندوق‌های سرمایه‌گذاری اهرمی می‌توان با بهره‌گیری از سازوکار اهرم، بازده سرمایه‌گذاری را افزایش داد و چند برابر کرد؛ به این معنی که با سرمایه‌گذاری 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 سرمایه‌گذار نیز می‌شود؛ به بیان ساده‌تر در صندوق اهرمی، ریسک سرمایه‌گذاری به نسبت سایر صندوق‌ها افزایش قابل توجهی دارد؛ در دوره‌های رونق و رکود بازار، سازوکار

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

\*\*. منظور از مضاعف در اینجا دقیقاً دو برابر نیست؛ بلکه بسته به میزان اهرم می‌تواند حداکثر دو برابر باشد.

\*\*\*. واحدهای عادی از جنس صدور و ابطالی هستند و بازارگردانی موضوعاً متفی است.

\*\*\*\*. واحدهای ممتاز صندوق اهرمی، بازارگردان به معنای مصطلح ندارند، فقط نهادی وجود دارد که بازارسازی می‌کند و برخی آن را به تشابه لفظی، بازارگردان نامیده‌اند؛ بدین شرح که آنچه بازارگردان نامیده‌اند، واحدهای جدید صادر می‌کند تا در بازار ثانویه معامله شود. صدور واحدهای جدید در صورت پرشدن سقف صندوق، نیاز به مجوز افزایش سقف دارد.

\*\*\*\*\*. نقدشوندگی بیشتر از سهام اما کمتر از صندوق‌های دارای بازارگردان.

اهرم سبب ایجاد سود یا زیان چند برابری برای سرمایه‌گذاران خواهد شد. درجه اهرم در صندوق‌های سهامی اهرمی از فرمول زیر به دست می‌آید:

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

۹۱ برای مثال، فرض کنید یک صندوق سرمایه‌گذاری در سهام در یک سال ۸۰ درصد 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 درصد اعلام کرده بود، بازدهی واحدهای ممتاز این صندوق تقریباً به ۱۹۰ درصد افزایش یافته و واحدهای عادی آن نیز بازدهی ۲۵ درصد را کسب می‌کردند.\*

### ارکان صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی و وظایف آنها

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. هریک 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 انجام‌شده، در تارنمای صندوق افشا و اطلاع‌رسانی نماید.

\*. 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 در لحظه صفر برابر با ۶۶,۶۶ میلیارد تومان و ارزش واحدهای ممتاز برابر با ۳۳,۳۳ 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 درصد به آنها تعلق خواهد گرفت و ارزش آنها از ۶۶,۶۶ میلیارد تومان به ۸۳,۳۲۵ افزایش می‌یابد و مابقی بازدهی به واحدهای ممتاز تخصیص می‌یابد؛ یعنی ارزش واحدهای ممتاز از ۳۳,۳۳ میلیارد تومان به ۹۶,۶۷۵ میلیارد تومان افزایش می‌یابد؛ و این یعنی بازدهی معادل تقریباً ۱۹۰ درصد.

## 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 انتخاب دارایی‌های صندوق، مدیر حداقل سه نفر را به عنوان 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 عادی از متقاضیان، ثبت درخواست‌های یادشده، ثبت و نگهداری حساب دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری عادی و شرکت در فرایند 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 درباره 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.

### ریسک‌های متوجه سرمایه‌گذاران در صندوق‌های سهامی اهرمی

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 مواجه‌اند، 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 آنجاکه 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. 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 نمایند یا ارزش وثایق به طرز قابل توجهی کاهش یابد؛ به طوری که پوشش‌دهنده اصل سرمایه‌گذاری و سود متعلق به آن نباشند. وقوع این اتفاقات می‌تواند سبب 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 سبب تحمیل ضرر به صندوق و متعاقباً سرمایه‌گذاران گردد.

### ریسک‌های متوجه دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری عادی

۱. **ریسک نقدشوندگی:** از آنجاکه 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 ابطال‌شده می‌نماید. چنانچه وجوه نقد صندوق کفاف بازپرداخت واحدهای ابطال‌شده 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 بسته‌بودن 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 گردد و بازپرداخت این بدهی‌ها با روش ( First-In, First-Out) اولین صادره از اولین ورودی) و بر اساس تاریخ و ساعت ثبت سفارشات ابطال انجام می‌گیرد.

## ۲. انتقال مزاد 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 هرگونه بازدهی صندوق مزاد 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، مزاد بازدهی یادشده 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 آنکه 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. هرچند 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 سوی 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.

۳. **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 فرایند ممکن است ارزش دارایی‌های دارندگان واحدهای ممتاز را با سرعت بیشتری کاهش دهد.

## **عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی بازار سرمایه ایران**

در حال حاضر سه صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی در بازار سرمایه ایران به شرح زیر فعالیت می‌کنند.



نام صندوق (نماد)	مدیر صندوق	متولی	آغاز فعالیت	حداقل و حداکثر نرخ بازدهی واحدهای عادی	خالص ارزش دارایی‌ها* (میلیارد ریال)	بازدهی از ابتدای فعالیت تاکنون
سهامی اهرمی کاریزما (اهرم)	سبیدگردان کاریزما	مؤسسه حسابرسی هدف نوین نگر	۱۴۰۰/۰۹/۳۰	۲۰٪ - ۲۵٪	عادی: ۲۹.۶۳۲ ممتاز: ۴۲.۲۳۳ کل: ۷۱.۸۶۶	۹۷,۵٪
سهامی اهرمی مفید (توان)	سبیدگردان مفید	مؤسسه حسابرسی رازدار	۱۴۰۱/۰۸/۱۶	۲۰٪ - ۲۵٪	عادی: ۱۶.۴۷۰ ممتاز: ۲۲.۲۱۳ کل: ۳۸.۶۸۲	۷۵,۵٪
اهرمی شتاب آگاه (شتاب)	سبیدگردان آگاه	مؤسسه حسابرسی و بهبود سیستم‌های مدیریت حسابرسین	۱۴۰۲/۰۳/۱۷	۲۰٪ - ۲۷٪	عادی: ۱.۵۰۰ ممتاز: ۴.۸۲۷ کل: ۶.۳۲۸	۰,۲٪

جدول ۱: عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی (منبع: سایت صندوق‌ها)

\* محاسبه شده در ۱۴۰۲/۰۲/۲۳؛ ضمناً اختلاف مجموع عادی و ممتاز با کل، ناشی از تأخیر در به‌روزرسانی‌ها می‌باشد.



نمودار ۱: مقایسه بازدهی صندوق سهامی اهرمی کاریزما (اهرم) با شاخص کل



نمودار ۱: مقایسه بازدهی صندوق سهامی اهرمی مفید (توان) با شاخص کل

معمولاً و به‌طور تجربی نشان داده شده است در وضعیتی که شاخص کل بازار صعودی است، واحدهای ممتاز صندوق‌های سهامی اهرمی 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

پیش از بیان تحلیل فقهی حقوقی صندوق سرمایه‌گذاری اهرمی، ضروری است مختصراً به ماهیت فقهی حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری به‌طور 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؛ به‌عبارت‌دیگر تا زمانی که چستی 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 کشورهای مختلف، صندوق‌های سرمایه‌گذاری را در قالب‌های شناخته‌شده 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 اختلاف‌نظر وجود داشت و در عمل نیز اداره ثبت شرکت‌ها حاضر به ثبت صندوق تحت عنوان صندوق نمی‌شد؛ بلکه ثبت در قالب‌های معهود موجود در قانون تجارت را لازم می‌دانست. ماده ۲۰ قانون بازار اوراق بهادار بدون اینکه اشاره به شخصیت حقوقی صندوق سرمایه‌گذاری داشته باشد، این صندوق‌ها را از مصادیق نهادهای مالی برشمرده است. می‌توان به‌طور ضمنی وجود شخصیت حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری را از ماده ۲۰ استنباط کرد؛ زیرا نهادهای مالی لزوماً باید

از اشخاص حقوقی باشند. با تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، قانون‌گذار به‌طور صریح در ماده ۲ این قانون وجود شخصیت حقوقی را برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری اعلام کرد و سازمان ثبت اسناد و املاک کشور را مکلف نمود 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 کدام یک از اشخاص حقوقی مندرج در قانون تجارت است؟ و ب) از نظر ماهوی، فعالیتی که صندوق سرمایه‌گذاری انجام می‌دهد منطبق بر کدام یک 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 غیرتجاری و ۳. شخصیت حقوقی جدید.

صندوق سرمایه‌گذاری شباهت‌های قابل توجهی با شرکت‌های تجاری دارد و بعضی از نظر ماهوی، صندوق را نوعی «شرکت» دانسته‌اند (پیری، ۱۴۰۰، ص ۴۳)؛ از جمله شباهت‌ها اینکه هر یک از سرمایه‌گذاران به نسبت آورده خود در دارایی صندوق شریک است و مانند شرکا شرکت تجاری از نفع و ضرر صندوق، منتفع یا متضرر می‌شود (بند ۲۰ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار). 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 در موارد اختلاف، ابهام یا سکوت قانون می‌توان مقررات شرکت‌ها را 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 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 دارنده واحدهای عادی هستند حق شرکت در مجمع را ندارند و ثانیاً نصاب برگزاری مجمع صندوق با شرکت‌های تجاری متفاوت است.

۱۰۱ صندوق سرمایه‌گذاری را مؤسسه 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 مؤسسه 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؛ 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 غیر این صورت، باید صندوق را مشمول ماده ۱۰ قانون مدنی\* دانست و ناگزیر از بیان جزئیات آثار و احکام خواهیم بود.

\*. 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».

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 به موجب آن احد متعاملین سرمایه می‌دهد با قید اینکه طرف دیگر با آن تجارت کرده و در سود آن شریک باشند. صاحب سرمایه مالک و 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 به‌دست‌آوردن 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؛ درحالی‌که چنین حکمی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری وجود ندارد و فوت یا حجر سرمایه‌گذاران خللی به کار صندوق وارد نمی‌آورد. در نتیجه، 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 به‌نحو

اشاعه» و ماده ۵۷۵ همان قانون، نحوه تقسیم سود و زیان را به نسبت سهم هریک از شرکا 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 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 شریک‌اند».

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).

در مقام داوری 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 محجورشدن یکی از شرکا، سایر شرکا 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 شرکا به نسبت سهم خود در نفع و ضرر سهیم‌اند؛ درحالی‌که مطابق ماده ۳ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، مسئولیت سرمایه‌گذاران در صندوق‌ها محدود به میزان مبلغ سرمایه‌گذاری آنهاست.

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

(سلطانی، ۱۳۹۶، ص ۱۳۵-۱۳۶). 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 صندوق‌هاست (عالی‌پناه و وفائی‌نیا، ۱۳۹۳، ص ۶۴-۶۷).

### ۳. نهادی مستقل با ویژگی‌های اختصاصی

از آنچه بیان شد می‌توان فهمید، ماهیت صندوق سرمایه‌گذاری را نباید در قالب نهادهای شناخته‌شده جست‌وجو کرد؛ بلکه با توجه به اراده قانون‌گذار مبنی بر وجود شخصیت حقوقی برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری (ماده ۲ قانون توسعه ابزارها) و همچنین محدودبودن مسئولیت سرمایه‌گذاران به آورده ایشان (ماده ۳ قانون توسعه ابزارها)، می‌بایست صندوق را نهادی 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 به عنوان 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، لازم‌الاجراست.

### تحلیل فقهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری اهرمی

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 غیر قابل ابطال و قابل انتقال (قابل معامله در بازار)؛
- واحدهای عادی حداقل و حداکثر (کف و سقف) سود معین و تضمین‌شده‌ای 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 غیر قابل ابطال و لیکن قابل نقل و انتقال هستند. این نوع 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 بازده 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.
- 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 می‌شود.

برای تحلیل فقهی صندوقی با این ویژگی‌ها ابتدا به عقد شرکت در تعبیر فقهی توجه و سپس به مقایسه آن با صندوق موضوع بحث، پرداخته می‌شود.

بعضی از فقها بیان کرده‌اند: «شرکت در لغت عبارت است از مخلوط و ممزوج شدن به صورت مشاع یا در مجاورت هم قرارگرفتن اموال و در شرع عبارت است از اجتماع حقوق

مالکین در شیئی واحد به صورت مشاع» (نجفی، ۱۴۰۴م، ج ۲۶، ص ۲۸۶). با این تعریف، دو نوع شرکت قابل تصور است: الف) شرکت قهری که بدون اراده شرکا ایجاد می‌شود؛ مانند شرکت وراثت در ماترک متوفی و ب) شرکت اختیاری که گاهی از آن به شرکت عقدی یا اکتسابی هم تعبیر می‌شود. بدیهی است موضوع بحث ما نوع اخیر است. در تعریف شرکت عقدی آورده‌اند «عقدی که ثمره آن جواز تصرف مالکان در مال مشترک و تجارت با آن است»\* (عاملی، ۱۴۱۳ق، ج ۱۵، ص ۳۰۱/سبزواری، ۱۴۲۳ق، ج ۲، ص ۶۱). بر این اساس، می‌توان فعالیت صندوق سرمایه‌گذاری را منطبق بر شرکت عقدی دانست؛ اگرچه بر جایز بودن عقد شرکت، ادعای اجماع شده است (حلی، ۱۴۱۴ق، ج ۱۴، ص ۳) و هر یک از شرکا هر زمان بخواهد می‌تواند آن را بر هم زند، اما حکم جواز شرکت، مقتضای ذات عقد شرکت نیست، بلکه مقتضای اطلاق عقد است و با دو روش می‌توان جواز را به لزوم تبدیل کرد: نخست با اشتراط عدم فسخ عقد تا زمان معین که البته این شرط به دلیل جایز بودن عقد شرکت، غیر لازم خواهد بود (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۶، ص ۳۰۸) و دوم شرط عدم فسخ در ضمن عقد لازم دیگری که منجر به لزوم شرط مذکور خواهد شد (سبزواری، ۱۴۱۳ق، ج ۲۰، ص ۲۸)؛ بنابراین صندوق سرمایه‌گذاری می‌تواند مصداق شرکت عقدی باشد. رابطه اشخاص دخیل در صندوق به دو صورت زیر قابل تصویر است:

الف) طرفین قرارداد سرمایه‌گذاری عبارت‌اند از: سرمایه‌گذاران عادی از یک طرف و سرمایه‌گذاران ممتاز از طرف دیگر؛

ب) طرفین قرارداد سرمایه‌گذاری عبارت‌اند از: سرمایه‌گذاران (اعم از عادی و ممتاز) از یک طرف و صندوق - به عنوان یک شخص حقوقی - از طرف دیگر.

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 هر یک از سرمایه‌گذاران، دیگر سرمایه‌گذاران هستند؛ به عبارت دیگر ماهیت قرارداد فی‌مابین، نوعی عقد شرکت اختیاری است که بیش

\*. عقد ثمرته جواز تصرف المملک للشیء الواحد علی سبیل الشیاع فیه.

از دو طرف در آن دخیل‌اند و بر اساس آن اطراف قرارداد، دارایی خود را به شراکت می‌گذارند؛ به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران در صندوق با یکدیگر شریک می‌شوند.

در فرض دوم، صندوق به عنوان اصیل، یک طرف قرارداد بوده و دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری طرف دیگر قرارداد هستند و با صندوق، قرارداد شرکت منعقد می‌کنند. در این فرض نیز عقد شرکت منعقد می‌شود؛ با این تفاوت که این عقد دارای دو طرف است و هر یک از سرمایه‌گذاران به‌طور مستقل، وارد توافقی دوجانبه و جدا از سایرین می‌شوند. به نظر می‌رسد آنچه در عمل واقع می‌شود و قصد متعاملین به آن تعلق می‌گیرد تصویر دوم است. در هر دو فرض فوق‌الذکر به لحاظ فقهی، مانعی برای فعالیت صندوق وجود ندارد و می‌توان با استفاده از شرط ضمان در تأدیه به‌نحو 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 (به‌نحو شرط فعل) که چنانچه سود به‌دست‌آمده 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 تعیین‌شده، صلح (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 تعیین‌شده را به هر میزان که باشد - ولو چند برابر اصل سرمایه - به شرکای «ممتاز» صلح (هبه) نمایند. برای اجرای توافقات حاصله، هر دو گروه شرکا در ضمن عقد، به مدیر صندوق، وکالت در تصرف و جابه‌جایی دارایی‌ها را مطابق قرارداد اعطا می‌کنند تا مدیر صندوق به وکالت از ایشان به مفاد عقد و شروط آن عمل نماید.

در فرض دوم، شرکای «عادی» با صندوق، قرارداد مشارکت منعقد می‌کنند و در ضمن عقد شرط می‌کنند (به‌نحو شرط فعل) تا چنانچه سود به‌دست‌آمده از حد معینی (پیش‌بینی مورد نظر) کمتر شد، صندوق ملزم به جبران به اندازه پیش‌بینی‌شده 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 (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 به‌دست‌آمده 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 شرکای ممتاز، صلح (هبه) نماید. همچنین هر دو گروه از شرکا در ضمن عقد مشارکت به مدیر صندوق وکالت می‌دهند مدیریت سرمایه‌گذاری و تصرف در اموال و دارایی‌ها را مطابق عقد و شروط توافق‌شده انجام دهد.

گفتنی است در هر دو فرض پیش‌گفته وجود دو توافق، مشترک است: الف) تضمین اصل سرمایه و ب) تعهد به پرداخت سود انتظاری که هر کدام از این دو توافق، به لحاظ فقهی محل گفت‌وگوست. در خصوص تضمین اصل سرمایه در عقد شرکت، اختلاف نظر وجود دارد؛ اما بر اساس قول مشهور که برگرفته از روایات است، چنین شرطی مشروع و صحیح است (طوسی، ۱۴۰۰ق، ص ۴۱/حلی، ۱۴۰۸ق، ج ۲، ص ۵۰/حلی، ۱۴۱۴ق، ج ۱۰، ص ۳/حلی، ۱۴۱۳ق، ج ۵، ص ۲/یزدی، ۱۴۱۹ق، ج ۲، ص ۷۰)؛ همچنین در خصوص توافق بر شرط پرداخت سود انتظاری نیز که همان شرط هبه از مال خود یا جبران (تدارک) از مال خود (به‌نحو شرط فعل) نیز مطابق عموماً بوده و در استفتائات صورت گرفته از مراجع صحیح شمرده شده است.

باید به این نکته توجه داشت که در فرایند اجرایی این صندوق، لازم است دستورالعمل و قراردادهای مربوط به تأسیس این نوع صندوق به‌گونه‌ای تنظیم گردد که غبطه و مصلحت هر دو گروه از شرکا به‌طور حداکثر رعایت شود؛ برای مثال کف و سقف سود تعیین‌شده برای شرکای عادی، باید نزدیک به هم نبوده و دامنه وسیعی داشته باشد تا اگر وضعیت بازار سرمایه به‌شدت مثبت یا منفی گردید هر دو گروه کمتر متحمل ضرر یا عدم‌النفع گردند. همچنین می‌بایست شرایط مشارکت و تعهداتی که پذیرفته می‌شود به‌طور صریح در آگهی‌ها و اعلامیه‌های پذیره‌نویسی به‌طور واضح و شفاف اطلاع‌رسانی گردد تا سرمایه‌گذاران با دید کامل و رضایت خاطر اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند.

## احکام و الزامات عقد شرکت در صندوق‌های سرمایه‌گذاری

ممکن است گفته شود با فرض انعقاد عقد شرکت، احکام شرکت عقدی جاری خواهد بود که در مواردی با آنچه که در صندوق‌ها وجود دارد متفاوت است. از جمله این احکام عبارت‌اند از: جواز عقد شرکت، منوط بودن تصرف مادی در اموال شرکت به اذن و رضایت کلیه شرکا، تقسیم سود حاصله به نسبت سهم‌الشرکه هر شریک و ... (بنی‌هاشمی خمینی،

۱۳۸۸، ص ۲۵۷-۲۶۲)؛ حال آنکه صندوق‌های سرمایه‌گذاری جایز نبوده و با اراده یک یا چند نفر از سرمایه‌گذاران (شرکا) منحل نمی‌شوند. همچنین تصرف در اموال و دارایی‌های صندوق با مدیر صندوق بوده که بر اساس ضوابطی که در مقررات مربوطه آمده اقدام به سرمایه‌گذاری وجوه می‌کند و برای هر تصرفی اقدام به اخذ اذن از همه سرمایه‌گذاران نمی‌کند و اصولاً با وجود هزاران سرمایه‌گذار چنین امری ممکن نیست یا در صندوق‌های اهرمی که موضوع بحث این مقاله است سود حاصل از سرمایه‌گذاری بر اساس ضوابطی که بیان شد تقسیم می‌شود و در غالب موارد منطبق بر نسبت آورده سرمایه‌گذاران به کل سرمایه صندوق (سهم‌الشرکه) نیست.

پاسخ آن است که غیر از جایز بودن عقد شرکت، سایر احکام شرعی بیان شده در این عقد، مربوط به حالت اطلاق عقد است و با توافق و به صورت شرط ضمن عقد می‌توان از این احکام صرف نظر کرد؛ به عبارت دیگر این احکام، مقتضای ذات عقد شرکت نیستند تا نتوان برخلاف آن توافق نمود.

در خصوص جواز عقد شرکت دو راه حل وجود دارد: ۱. سرمایه‌گذاران در ضمن عقد لازمی متعهد شوند هیچ‌گاه تقاضای فسخ (انحلال) صندوق نمی‌کنند و چنانچه قصد خروج از صندوق را داشته باشند، اقدام به ابطال گواهی خود یا فروش آن به فرد دیگری می‌کنند (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۳۹۴)؛ ۲. بر اساس فتاوی فقهی چنانچه تقاضای فسخ (انحلال) شرکت (صندوق سرمایه‌گذاری) موجب ضرر شرکای دیگر شود، چنین تقاضایی پذیرفته نیست (بنی‌هاشمی خمینی، ۱۳۸۸، ص ۲۶۱). از آنجاکه قطعاً انحلال صندوق به اراده یک یا چند نفر از سرمایه‌گذاران موجب ورود ضرر به سایرین می‌شود، مشمول این فتوای فقهی بوده و این حکم، قابل اجرا نخواهد بود.

در خصوص سایر احکام شرکت نیز با توجه به اینکه نحوه اداره صندوق و همچنین نحوه تقسیم سود حاصله، به طور کامل و دقیق و با ذکر جزئیات در اساسنامه و امیدنامه صندوق - که به منزله قرارداد فی مابین شرکا است - بیان می‌شود، اقدام به سرمایه‌گذاری به معنای انعقاد عقد شرکت و قبول شرایط مندرج در اساسنامه و امیدنامه و علم و رضایت به آن است؛ بنابراین با وجود پذیرفتن شرایط اعلام شده، مانع شرعی و فقهی وجود نخواهد داشت.

### مصوبه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران

کمیته تخصصی فقهی در جلسه مورخ ۱۳۹۹/۱۰/۳۰ 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 تجمیع 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 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.

۱۱۱

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.

## جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی در پاسخ به سلیقه سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر طراحی و اجرا شده است و از سوی دیگر به سلیقه سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز نیز پاسخ می‌دهد. این صندوق دارای دو نوع واحد سرمایه‌گذاری است: واحد ممتاز (برای سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر) و واحد عادی (برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز). دارندگان واحدهای ممتاز در قبال تضمین یک کریدور بازدهی (دارای کف و سقف مشخص) برای دارندگان واحدهای عادی، بازدهی مازاد نسبت به سقف تعیین‌شده را از دارندگان واحدهای عادی به عنوان پاداش دریافت می‌کنند.

کارکرد مثبت این صندوق‌ها در سطح کلان بازار سهام به این شرح است که این صندوق با ویژگی‌هایی که دارد، نرخ سود حداقلی را برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز تضمین کرده و وجوه ایشان را در سهام سرمایه‌گذاری می‌کند. در نتیجه وجوه اشخاصی که تمایلی به سرمایه‌گذاری در سهام ندارند - به دلایل گوناگون مانند شرایط رکود بازار، ویژگی شخصیتی ریسک‌گریزی و ... - به سمت سرمایه‌گذاری در سهام جریان خواهد یافت.

این نوع صندوق سرمایه‌گذاری ابداع بازار سرمایه ایران است و در اقتصادهای دیگر، سابقه تجربی ندارد. صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی با آنچه در اقتصادهای دیگر دنیا با نام (Leveraged Funds) شناخته می‌شود، در عین تشابه اسمی، تفاوت ماهوی دارند. در حال حاضر سه صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی در بازار سرمایه ایران فعالیت دارند. تعداد این صندوق‌ها در حال توسعه است.

ماهیت حقوقی این صندوق‌ها را می‌توان به دو شکل تصویر کرد: ۱. طرفین قرارداد سرمایه‌گذاری عبارت‌اند از سرمایه‌گذاران عادی و سرمایه‌گذاران ممتاز و ۲. طرفین قرارداد سرمایه‌گذاری عبارت‌اند از سرمایه‌گذاران (اعم از عادی و ممتاز) و صندوق (به عنوان یک شخص حقوقی). در هر دو صورت، فعالیت و معامله واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق مذکور، در چارچوب فقه امامیه اشکال شرعی ندارد. همچنین کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در مصوبه مورخ ۱۳۹۹/۱۰/۳۰ تشکیل این صندوق را بر اساس صلح منافع و دارایی توسط شرکا (دارندگان واحدهای عادی و واحدهای ممتاز) به صورت شرط ضمن عقد بلامانع دانسته است.



## منابع و مأخذ

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. بنی‌هاشمی خمینی، محمدحسن (۱۳۸۸). توضیح المسائل مراجع. ج ۲، چ ۱۶، قم، دفتر انتشارات اسلامی.
۳. پایگاه اینترنتی صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی کاریزما (اهرم).
۴. پایگاه اینترنتی صندوق سرمایه‌گذاری سهامی اهرمی مفید (توان).
۵. پایگاه اینترنتی مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران (فیپ‌ایران)، شرکت مدیریت فناوری بورس تهران ([www.fipiran.ir](http://www.fipiran.ir)).
۶. پیری، فرهاد (۱۴۰۰). حقوق بورس و اوراق بهادار: با تأکید بر قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، تهران، انتشارات جنگل.
۷. حلی، علامه حسن‌بن‌یوسف (۱۴۱۳ق). قواعد الأحكام فی معرفة الحلال و الحرام. قم، دفتر انتشارات اسلامی.
۸. \_\_\_\_\_ (۱۴۱۴ق). تذکرة الفقهاء (ط - الحدیثه). قم، مؤسسه آل‌البیت.
۹. حلی، نجم‌الدین (۱۴۰۸ق). شرائع الإسلام فی مسائل الحلال و الحرام، قم، مؤسسه اسماعیلیان.
۱۰. سبزواری، سیدعبدالأعلى (۱۴۱۳ق). مهذب الأحكام (للسبزواری). قم، مؤسسه المنار.
۱۱. سبزواری، محمدباقر بن محمد (۱۴۲۳ق). کفایة الأحكام. قم، دفتر انتشارات اسلامی.
۱۲. 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.
۱۳. طوسی، ابوجعفر محمد بن حسن (۱۴۰۰ق). النهایة فی مجرد الفقه و الفتاوی. بیروت، دارالکتب العربی.
۱۴. عالی‌پناه، علیرضا و وفائی‌نیا، امیرحسین (۱۳۹۳). ماهیت فقهی - حقوقی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با درآمد ثابت. پژوهشنامه فقهی، ۲ (۲)، ۵۱-۷۰.
۱۵. عاملی (شهید ثانی)، زین‌الدین بن علی (۱۴۱۳ق). مسالک الأفهام إلی تنقیح شرائع الإسلام. قم، مؤسسه المعارف الإسلامية.
۱۶. کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۳). حقوق مدنی: عقود معین (مشارکت‌ها و صلح). تهران، گنج دانش.

۱۷. مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار (۱۴۰۱). مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار. ویراست دوم، تهران، انتشارات بورس.
۱۸. 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).
۱۹. موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱). *بازار سرمایه اسلامی (۱)*. تهران، انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۲۰. نجفی، محمدحسن (۱۴۰۴). *جواهر الکلام فی شرح شرائع الإسلام*. بیروت، دار إحياء التراث العربی.
۲۱. نمونه اساسنامه صندوق سهامی اهرمی، سایت سازمان بورس و اوراق بهادار (seo.ir).
۲۲. نمونه امیدنامه صندوق سهامی اهرمی، سایت سازمان بورس و اوراق بهادار (seo.ir).
۲۳. یزدی، سیدمحمدکاظم (۱۴۱۹ق). *العروة الوثقی (المحشی)*. قم، دفتر انتشارات اسلامی.
24. International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2019). *Recommendations for a Framework Assessing Leverage in Investment Funds*.
25. S. Burcu Avci (2022). Leveraged Funds: Funds Designed for Commodity Markets. *Rutgers Business Law Review*, 17(2), 2-37.