ثمنٌ لم تدفعه الأسواق: «الصكوك» حين تتحوّل من أدوات إلى أعباء

انبعاث صكوك «الأندلس» بعد تعثّر مدفوعات ٥ أشهر يُعيد فتح ملف الثقة في أدوات التمويل الإسلامي

تحقيق — أ. د. عبد الرحمن الفضلي

الدوحة – الأربعاء ٢٤ تشرين الثاني 2024 – ٤٠ صفحة – تحقيق استقصائي

تُصدر شركة «الأندلس للتمويل الإسلامي» صكوكاً بقيمة 1.4 مليار ريال لتمويل مشاريع عقارية وصناعية، وتعد أكبر إصدار من نوعه منذ عشر سنوات. غير أن تأخر سداد كوبون الصك الثالث بأكثر من ٥ أشهر أعاد إلى الأسواق أسئلة كان كثيرون يظنونها محسومة: هل الصكوك أدوات استثمار أم أشكال مقنّعة للديون؟ وهل يملك حاملوها حقاً حقيقياً في الأصول أم مجرد وعد بالسداد؟ هذا التحقيق يتتبع مسار الصفقة من لحظة إطلاقها حتى اليوم، ويسأل ما الذي تغيّر في السوق وما الذي لم يتغيّر.

(المصدر: أرشيف مركز المعلومات)

تأسست الشركة عام 2011 وبدأت بإدارة محفظة صغيرة من العقارات التجارية في ضواحي المدينة. وفي عام 2018 حصلت على ترخيص من هيئة الأسواق لإصدار صكوك بقيمة 300 مليون ريال، وكان الإصدار يُعامَل آنذاك كنموذج يُحتذى به في الشفافية. غير أن التوسع السريع بعد ذلك، وارتفاع أسعار الفائدة، وتراجع قيمة العقارات في بعض المناطق، جعلت الصفقة الحالية أكثر تعقيداً بكثير مما كان يُظن في البداية.

وبحسب وثائق الإصدار، فإن الصكوك تُصنَّف على أساس أنها «صكوك ملكية» تمثل حصصاً شائعة في أصول محددة، وليست صكوك دين. غير أن الشرط الجزائي المرتبط بالتأخر في السداد يشبه إلى حد كبير فائدة التأخير المعمول بها في القروض التقليدية، الأمر الذي فتح باباً واسعاً للنقاش بين هيئات الرقابة الشرعية في ثلاث جلسات علنية متتالية.

كيف تُقيَّم الأصول التي يملكها حاملو الصكوك؟

تقوم الشركة بتقييم أصولها مرتين سنوياً بمعايير لجنة التقييم المعتمدة، وتُعلن أن القيمة السوقية للأصول تغطي قيمة الصكوك بنسبة 1.6 مرة. غير أن هذا الرقم يعتمد على افتراضات بشأن معدلات الإشغال وأسعار الإيجار لا يُراجَعها طرف مستقل بالكامل في كل ربع سنة. وقد أشار تقرير داخلي اطّلع عليه فريق التحقيق إلى أن ثلاثة من أصل سبعة عقارات لم تُحدَّث قيمتها منذ ١٨ شهراً رغم تغيّر أسعار السوق المحلية.

وفي المقابل، يرى مدافعون عن الصكوك أن الأزمة الحالية اختبار طبيعي لمتانة الأدوات، وأن تأخر سداد كوبون واحد لا يُلغي حق حامليها في الأصول إذا أُحسن تنظيم الإفلاس. غير أن هذا الطرح يصطدم بواقع أن أغلب الحاملين أفراد صغار اشتروا الصكوك بثقة أنها تشبه السندات، وليس لديهم الخبرة أو الموارد للمطالبة بحقوقهم في محاكم بعيدة.

ماذا يقول حاملو الصكوك؟

التقينا بثلاثة من حاملي الصكوك، اثنان منهم متقاعدان استثمرا مدخرات عائلية في الصكوك ظناً أنها بديل آمن عن الودائع. قال أحدهم إن خسارة 6.17% من قيمة استثماره تعني له تأجيل رحلة العلاج لسنة كاملة. وقال آخر إن الشركة لم تتواصل معه شخصياً إلا بعد أسبوعين من التأخر، وإن الرد جاء في رسالة نصية عامة لا تذكر حتى موعداً للسداد.

في المقابل، أكد مصدر مطلع داخل الشركة أن فريقاً من ٤ أشخاص يعمل الآن على تسوية الحالات الفردية، وأن الشركة تدرس بيع أصل واحد من محفظتها لسداد الكوبون المتأخر. غير أن هذا الحل يثير سؤالاً آخر: إذا بيعت الأصول لسداد الصكوك، فما الذي يبقى للحامل؟ الإجابة الفنية أن الحامل يملك حصة شائعة، لكن الواقع أن حصة شائعة في عقار واحد لا تُباع بسهولة في سوق صغيرة.

٥ أشهر تأخير تكفي لإعادة فتح ملف الثقة في الصكوك

الأزمة الحالية اختبار عملي لمتانة أدوات التمويل الإسلامي، وسط تساؤلات عن حقوق حاملي الصكوك وحدود الضمان

تحقيق استقصائي – الأحد ١٢ تشرين الثاني 2024 – ٤٠ صفحة

تُصدر إحدى كبرى شركات التمويل العقاري