



هيئة الأوراق المالية والسلع
SECURITIES & COMMODITIES AUTHORITY

ملخص تقرير

Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes

إعداد:

قسم العلاقات الدولية والمنظمات

ملخص تنفيذي:

لا شك أنه من الصعوبة بمكان أن تقوم خطط الاستثمار الجماعي (المقصود بهذه الخطط صناديق الاستثمار المفتوحة) بتقييم أو تسعير الأصول التي تديرها في محافظها الاستثمارية بشكل دقيق، وخاصة الأدوات المالية التي لا تتوفر لها أسعار سوقية مثل (الأوراق المالية المقيدة¹ Restricted securities وعدد من المشتقات). تعتبر عملية التقييم في الصناديق الاستثمارية المفتوحة على درجة كبيرة من الأهمية لكونها تحدد السعر الذي يتم بناء عليه بيع أو استرداد قيمة الحصص في هذه الصناديق (تحديد قيم الأوراق المالية المستثمرة في المحفظة وكذلك قيم سائر الأصول الأخرى مخصوصا منها الالتزامات). وعليه ففي حالة التقييم الخاطئ للأوراق المالية والأصول المكونة للمحفظة، فقد يطال المستثمرين غبنا من جراء هذا التقييم وبالتالي يدفعون مبالغ أكثر من القيمة الحقيقية لهذه الأوراق والأصول، ومن جانب آخر، قد يجر التقييم الخاطئ غبنا من نوع آخر، حيث أنهم قد يستحقون مبالغ أكثر مما تسلموها عند عملية الاسترداد النهائي للقيمة. بل إن المستثمرين الذين قد يستمرون في عملية الاستثمار في المحفظة قد ينالهم أيضا الغبن على المدى الطويل.

قامت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (الايوسكو) بدراسة عملية التقييم في الصناديق الاستثمارية المفتوحة وأصدرت تقريراً بهذا الخصوص في العام 1999 والذي كان تحت عنوان "**الدور الرقابي في عملية تقييم خطط الاستثمار الجماعي**" (ورقة التقييم). وتضمنت ورقة التقييم المشار إليها عددا من الارشادات والمبادئ التي تخدم عملية تسعير وتقييم أصول المحافظ الاستثمارية في صناديق الاستثمار المفتوحة. وفي العام 2007 قامت منظمة الايوسكو بنشر مبادئ التقييم المتعلقة بالمحافظ الاستثمارية بصناديق التحوط، وتكونت هذه المبادئ من تسعة مبادئ تم وضعها بعناية بهدف ضمان عدم إلحاق الضرر بالمستثمرين في المحافظ الاستثمارية. هذا من جانب، أما الجانب الآخر فهو ضمان التقييم والتسعير السليم للمنتجات والأدوات الاستثمارية المشتملة عليها المحافظ الاستثمارية لصناديق التحوط. وتجدر الإشارة إلي أن اللجنة (5) المنبثقة عن منظمة الايوسكو والمنوط

¹ الأوراق المالية المقيدة هي عبارة عن الأوراق المالية التي يتم الاستحواذ عليه وامتلاكها اما من الشركات المصدرة مباشرة أو احدى شركاتها وتكون غير مسجلة. حامل هذه الورقة لا يستطيع تداولها والتصرف فيها مثل باقي الأوراق المالية بالبورصات والأسواق المالية لذا فهي تحمل صفة "المقيدة". لكن البند رقم 144 من قانون الأوراق المالية الأمريكي لعام 1933 قد وضع شروطا لتداول هذا النوع من الأوراق وفك القيد عنها. من هذه الشروط أولا موافقة هيئة الأوراق المالية الأمريكية على تداولها، ومن ضمن الشروط أيضا الالتزام بمدة معينة لمليتها قبل التصرف والتي تتراوح من 6 إلى 12 شهرا وغيرها من الشروط.

بها دراسة كافة الامور المتعلقة بإدارة الاستثمارات قد قامت بتناول ودراسة مواضيع ذات صلة بعملية التقييم.

من الملاحظ أنه منذ قيام منظمة الايوسكو بدراسة عملية تقييم الاستثمارات والأصول في الصناديق الاستثمارية المفتوحة، فقد شهدت عملية التقييم تطورات هامة كان لها الأثر على عملية التقييم، فعلى سبيل المثال اصبحت الأصول المعقدة وصعبة التقييم متاحة للاستثمار من قبل هذه الصناديق، ومنها منتجات لم تكن موجودة من قبل إبان العقد الماضي مثل المنتجات والأدوات المالية المهيكلة، وكذلك عمليات تداول المشتقات خارج القواعد المنظمة للأسواق.

فمن المسلم به أن مثل هذه الأصول لا يمكن تسعيرها وفقا لآليات التسعير التي تعتمد على سعر السوق (التسعير عن طريق سعر السوق)، ولكن يمكن للإدارة عن هذه الصناديق الاعتماد على تقنيات داخلية لديها والتي تتضمن قرارات الادارة (التسعير عن طريق النماذج). إن الصعوبة والموضوعية التي تكتنف عملية التقييم تزيد من المخاطر وبالتالي تتطلب مبادئ عامه مدعمة بتحديد السياسات والاجراءات المنظمة والتي تهدف إلى التقييم الملائم والمناسب لأصول الصناديق الاستثمارية المفتوحة. في الواقع ، تهدف هذه الورقة الارتقاء وتحديث المبادئ المطبقة لتقييم أصول الصناديق الاستثمارية المفتوحة آخذة بعين الاعتبار ما تم تنفيذه من أعمال وكذلك تطورات الأسواق الحالية المؤثرة في عملية التقييم.

وفي سبيل اعداد هذه المبادئ، فقد قامت منظمة الايوسكو بأخذ التعليقات الواردة إليها في مرحلة الاعداد بعين الاعتبار. علي أية حال، توفر المبادئ صيغة من شأنها أن تخدم كل من الصناعة والجهات الرقابية، حيث من شأنهما معا تقييم نوعية النظم الرقابية من جانب، وكذلك الممارسات المتعلقة بعملية تقييم الصناديق الاستثمارية المفتوحة. وبصفة عامة فان هذه المبادئ تعكس التوجه العام فيما يتعلق بالتقييم، كما أنها تمثل في الوقت نفسه إرشادا عمليا لكل من الجهات الرقابية وممارسي صناعة الخدمات المالية. تبقى نقطه هامة، هي أن تطبيق هذه المبادئ قد يتراوح من حيث نسب التطبيق والالتزام بهذه المبادئ من نظام إلى آخر تبعا للظروف المحلية.

مقدمة:

لقد قامت اللجنة الخامسة والمنبثقة عن منظمة الايوسكو بتحرير هذه الورقة عقب توجيه من مجلس الايوسكو. لقد تطلب هذا التوجيه أن يتم الارتقاء بمبادئ التقييم

الخاصة بالأصول المستثمرة بخطط الاستثمار الجماعي مع تركيز الاهتمام على عاملين مهمين هما: الاجراءات والسياسات المتعلقة بعملية التقييم وذلك لضمان أن تقييمات الأصول لا تحمل في طياتها غبنا لمستثمري خطط الاستثمار الجماعي. وفي هذا السياق فإن مصطلح الاستثمار الجماعي هنا إنما ينصب بالكامل على صناديق الاستثمار المفتوحة وتلك التي تقوم باسترداد الوحدات الاستثمارية فيها بناء على طلب المستثمرين وفقاً لصافي قيمة الوحدة الاستثمارية Net Asset Value (NAV) (القيمة الحالية للورقة المالية للمحفظة والأصول الأخرى منقوصاً منها الالتزامات).

كما أن هذه الورقة تحدد كيفية تطبيق السياسات المتكاملة والشاملة والاجراءات المتعلقة بعملية تقييم أصول صناديق الاستثمار المفتوحة باعتبارها مبدأ مركزياً ومحورياً. كما أنها توصي بعدد من المبادئ العامة التي يجب أن تطبق على تطورات وانجاز مثل هذه السياسات والاجراءات. بل وتمضي الورقة إلى أكثر من ذلك حيث تقتضي أن يتم تطبيق هذه السياسات والاجراءات متزامنة مع بعضها البعض، إضافة لذلك، فقد أكدت على أن أهداف الرقابة المستقلة على هذه الصناديق هو وضع أسس وتطبيق السياسات والاجراءات من أجل التعامل مع قضية تضارب المصالح والتي غالباً ما يواجهها مشغلو هذه الصناديق. ويتلخص الهدف الرئيس من وراء المبادئ أدناه هو أنها تحقق التقييم السليم بغرض معاملة المستثمرين بصورة عادلة ونزيهة.

مبادئ تقييم منتجات خطط الاستثمار الجماعي :

المبدأ الأول : على الجهة الرقابية المختصة أن تضع أسس متكاملة وسياسات موثقة واجراءات بهدف رقابة وتنظيم عملية تقييم الأصول المستثمرة في خطط الاستثمار الجماعي.

من المسلم به أن يضطلع مدير الاستثمار في صناديق الاستثمار المفتوحة في وضع السياسات والاجراءات، إلا أنه ينبغي على الجهة الرقابية المختصة أن تتأكد من أن هذه السياسات والاجراءات المطبقة في تنفيذ هذه السياسات أن تكون مكتوبة وموثقة وان يتم وضعها وتطبيقها بهدف ضمان النزاهة في عملية التقييم.

المبدأ الثاني : يجب أن تحدد السياسات والاجراءات الأسس والآليات التي سيتم استخدامها في عملية تقييم لكل نوع من أنواع الأصول المستثمرة في خطط الاستثمار الجماعي أو تلك المستخدمة والموظفة من قبلها

من المهم أن تتضمن تلك السياسات والاجراءات الأسس والآليات التي سيتم استخدامها في عملية تقييم لكل نوع من أنواع الأصول المستثمرة في صناديق الاستثمار، من حيث المدخلات، والنماذج، والمعايير التي يتم تطبيقها في اختيار مصادر البيانات الخاصة بالأسعار والبيانات اللازمة عن هذه الأصول في الأسواق، ويجب التأكد من دقة المعلومات والبيانات ذات العلاقة ومصادرها الموثوقة.

فما تجدر الإشارة إليه أن الأصول تتنوع وتتعدد في صناديق الاستثمار طبقاً لأغراض الاستثمار التي تطبقها هذه الصناديق والنظم الرقابية ذات العلاقة. وعليه، فإن السياسات والاجراءات المتبعة في عملية التقييم يجب أن تكون متناسبة تماماً مع طبيعة هذه الأصول ومع طبيعتها المعقدة ومتوافقة أيضاً مع الشروط والظروف السائدة في السوق والمتعلقة بهذه الأصول. فعلى سبيل المثال إذا كانت استثمارات احدى الصناديق الاستثمارية يتم التداول بها بشكل كبير ومتكرر في الاسواق المالية والبورصات ففهي هذه الحالة تكون الاجراءات المتبعة في عملية التقييم عامة ومعروفة.

وبطبيعة الحال فإن كل نظام رقابي لديه آليات وأدوات في التقييم ، إلا أن اللجنة (5) المشكلة من منظمة الايوسكو قد وضعت معايير تقييم عامة يمكن أخذها بعين الاعتبار كأسس استرشادية لجميع النظم الرقابية المختلفة. ويجب أن تتم عملية التقييم وفقاً لمبدأ حسن النية. كما يجب ان يتم تقييم الأصول وفقاً لأسعار السوق (إن أمكن) بحيث تكون هذه الأسعار صحيحة ويمكن الاعتماد عليها ويتم تحديثها.

ومع ذلك فإن بعض الحالات تستدعي ان يتم تقييم الاصول باستخدام طرق تقنيات مناسبة وذلك في حال ان استخدام آخر اسعار سوقية متوفرة لهذه الاصول يعتبر غير ملائم. وهذا ينطبق على التي لا يتم تداولها بصفة متكررة أو تلك صعبة التسييل أو صعبة التقييم، بما لا يتيح فرصة توفر أسعار وتقييم متاح لهذه الأصول. بالتالي، يجب أن تتوفر آليات وأدوات تقييم مناسبة لهذه الأصول. كما أنه من المهم أيضاً أن تأخذ صناديق الاستثمار بعين الاعتبار فيما لو كانت هناك مهارات بعينها يجب توفرها ونظم ذات طبيعة خاصة يجب تطبيقها في حالات تقييم الأصول صعبة التقييم فهي ولا شك من القضايا الجديرة بالاهتمام .

المبدأ الثالث : يجب أن تتناول السياسات والاجراءات المتعلقة بعملية التقييم قضايا تضارب المصالح

إن قضية تعارض المصالح في عملية تقييم أصول الصناديق الاستثمارية قد تنشأ بعدة طرق. فاذا كنا نجد أن الجهات الرقابية والمسئولة عن تنظيم نشاط صناديق الاستثمار تقوم بمتابعة وتدقيق تنفيذ السياسات والاجراءات المتعلقة بالتقييم، فما يجب أيضا الانتباه إليه أن بعض مشغلي هذه الصناديق الاستثمارية قد يعتمدون إلي مدخلات معينة من شأنها خدمة جانب من الأصول على حساب جانب آخر بما يؤثر في عملية التقييم. ولا شك أنه في حالات الأصول المركبة وصعوبة التسجيل والتي تكون صعبة التقييم، فإن المصدر الوحيد لأسعارها المعتمدة هم مشغلو صناديق الاستثمار المفتوحة. وهنا يجب الاشارة إلي أن احتمالات حدوث تضارب المصالح كبيرة إلي حد ما، حيث أن الرسوم التي يتقاضاها مشغلو الصناديق الاستثمارية يتم احتسابها بناء على قيمة الاصول في الصندوق، وبالتالي فإن هذا يشكل حافز لمشغلو هذه الصناديق إلى المبالغة في تقييم الاصول وبالتالي زيادة رسوم إدارة هذه الأصول. لا شك أن هناك طرق عديدة لتجنب وتفادي عملية تضارب المصالح من أولها وأهمها المراجعات المستقلة لهذه التقييمات خارج نطاق صناديق الاستثمار بما يكفل التقييم العادل من جانب وحماية المستثمرين من جانب آخر.

المبدأ الرابع: يجب أن يكون هناك تقييم وبشكل مستمر للأصول المستثمرة في خطط الاستثمار الجماعي أو تلك المستخدمة والموظفة من قبلها وفقاً للسياسات والاجراءات المتبعة

يجب أن تنص السياسات والاجراءات المتبعة من قبل صناديق الاستثمار المفتوحة وبكل وضوح على ضرورة القيام بتقييم للأصول المستثمرة في هذه الصناديق أو تلك المستخدمة والموظفة من قبلها وذلك وفقاً للطرق المتبعة في عمليات التقييم. ويجب ان يكون هناك اتساق في الاجراءات متبعة بتقييم تلك الأصول ذات الصفات المشتركة من الناحية الاقتصادية، وأيضا على مستوى كافة الصناديق الاستثمارية المدارة من قبل مشغل واحد.

المبدأ الخامس : على كافة الجهات الرقابية المنظمة لخطط الاستثمار الجماعي أن يكون لديها سياسات واجراءات لكشف ومنع وتصحيح الاخطاء في تسعير الاصول. أن التسعير الخاطئ والذي يلحق ضررا كبيرا في المستثمرين بهذه الصناديق يجب التعامل معه بشكل فوري والعمل على تعويض المستثمرين المتضررين من هذه التقييمات الخاطئة.

إن خطأ التقييم والتسعير من قبل صناديق الاستثمار يحدث عند قيام ادارة هذه الصناديق بإعطاء سعر غير صحيح لوحداتها الاستثمارية (سعر الوحدة لا يعبر بدقة عن نتيجة تقييم اصول الصندوق الاستثماري) ومن الآثار المترتبة على خطأ التسعير أن يقوم المستثمر بشراء او استرداد الوحدات الاستثمارية في الصناديق بسعر غير صحيح. وقد يؤثر التسعير الخاطئ على كثير من الامور ومنها رسوم مزودي الخدمات لهذه الصناديق والرسوم التي يتقاضها مشغلو هذه الصناديق.

أما أهم ما يجب التعويض عنه هو الخطأ في التسعير الذي يتسبب في حدوث أضرار جوهرية للمستثمر، حيث يجب أن يعرض المستثمر بشكل كامل عن هذا الخطأ وبما يكفل تصحيح الخطأ بصورة عاجلة واتخاذ ما يلزم من اجراءات وفقا للنظام الرقابي المتبع. وفي حال الاخطاء المتكررة أو حالات تزايد وتساعد وتيرة أخطاء التسعير من قبل مشغلو الصناديق سواء كانت جوهرية او غير جوهرية، يجب على الجهات الرقابية في هذه الحالة مراجعة السياسات والاجراءات المتبعة في هذه الصناديق وتعديلها بصورة ملائمة بما يكفل تقليل أو الحد من حالات اخطاء التسعير والتقييم.

المبدأ السادس: على الجهات الرقابية والمنظمة لخطط الاستثمار الجماعي متابعة ومراجعة السياسات والاجراءات المتبعة في تقييم الأصول المستثمرة في هذه الصناديق للتأكد من ملائمتها بصفة دائمة وأيضا لمتابعة تطبيقها الفعال، كما يجب ان تتم مراجعة هذه السياسات والاجراءات على الأقل مرة سنويا من قبل طرف ثالث

يجب أن تكون هناك موازنة بين الرغبة في وجود اتساق في تطبيق السياسات والاجراءات المتبعة في تقييم الأصول المستثمرة في هذه الصناديق عبر الزمن وبين المراجعة الدورية لهذه السياسات والاجراءات وتعديلها اذا دعت الحاجة لذلك. كما يجب أن تسمح السياسات للجهات الرقابية من مراجعة وإجراء أي تعديلات على السياسات والاجراءات المطبقة بشكل دوري وكذلك في حالات وجود شكل في الاسواق يتعلق بفاعلية هذه الاجراءات. ومن ثم فان صناديق الاستثمار يجب أن تعمل وفق آليات ديناميكية ومعايير تداول واستراتيجيات قابلة للتعامل مع المتغيرات بكافة آلياتها وسياساتها واجراءاتها.

من المهم أن تمكن صناديق الاستثمار الجماعي الأطراف المعنية وذات العلاقة (المدقق الخارجي المستقل من تدقيق القوائم المالية وكذلك جهات الايداع والحفظ) من القيام بالمراجعة السنوية لعملية التقييم. ويمكن أن تكون هذه المراجعة لفترات

أقل من سنة. وتكمن أهمية الطرف الثالث أنه يقدم عملية تقييم للإجراءات المتبعة من قبل الصندوق في تقييم أصوله ومدى انسجام هذه الإجراءات مع التشريعات النافذة. وبشكل أدق فإن التدقيق الذي يقوم به الطرف الثالث يساعد في التأكد من وجود اتساق في تطبيق السياسات والإجراءات المتبعة في تقييم الأصول المستثمرة في هذه الصناديق بالإضافة إلى التأكد من فعالية إجراءات التقييم المتبعة للأصول.

المبدأ السابع: على الجهات الرقابية المنظمة لنشاطات خطط الاستثمار الجماعي أن تقوم بإجراءات العناية الواجبة على الأطراف الأخرى المعنية المعينة بتقديم خدمات التقييم

تختص الجهات الرقابية المنظمة لنشاطات خطط الاستثمار الجماعي بتعيين الأطراف الأخرى (طرف ثالث) بتقديم خدمات التقييم لوحدات الاستثمار الجماعي. إن مثل هذه الأطراف قد تضم فيمن تضم وكلاء التقييم. وبالتالي إذا ما قررت الجهة الرقابية في تعيين طرف ثالث فإن عليها التأكد من أن مزود الخدمة يحافظ على النظام الملائم والرقابة وإجراءات التقييم كما أن الأفراد على درجة كافية من المعرفة والخبرة والتدريب المناسبة لاحتياجات ومتطلبات التقييم. إضافة إلى ما تقدم، فإن اسناد عملية التقييم لأحد هذه الأطراف يتطلب من الجهة الرقابية أن تقوم بمتابعة ومراجعة هذا الطرف بصفة مستمرة. ولا ينفي اسناد عملية التقييم لطرف ثالث اضطلاع الجهة الرقابية باختصاصات المسؤولية عن مراجعة تقييم أصول وحدات الاستثمار الجماعي.

المبدأ الثامن: على الجهة الرقابية المختصة أن تعمل على ضمانة توفر الترتيبات اللازمة الخاصة بتقييم أصول المحافظ الاستثمارية لوحدات الاستثمار الجماعي بما يضمن الإفصاح اللازم والمناسب للمستثمرين من خلال وثائق طرح الوحدات للاكتتاب أو توفيرها بشفافية للمستثمرين

تقتضي متطلبات الإفصاح والشفافية أن توضح السياسات والإجراءات المتبعة في تقييم الأصول المستثمرة في هذه الصناديق وكذلك المراجعة الدورية لها، مع مراعاة أهمية تحديث هذه المعلومات وإتاحتها للمستثمرين وبخاصة عند حدوث تغييرات جوهرية في السياسات والإجراءات.

المبدأ التاسع: يجب ألا يتأثر شراء واسترداد قيمة الوحدات الاستثمارية في خطط الاستثمار الجماعي بالقيم التاريخية لصافي الوحدة الاستثمارية
بشكل عام يتم وضع اوقات معينة Cut-off-times والتي يتم احتساب صافي القيمة للوحدة الاستثمارية في الصناديق NAV بحيث يقوم المستثمرون بالشراء والبيع بناء على هذه القيمة مما يحقق العدالة لهم. ويمكن للمستثمرين وضع اوامر لشراء و/او استرداد قيمة الوحدات الاستثمارية قبل تاريخ Cut-off-times وبالتالي لا يكون السعر الذي سيتم التنفيذ عليه معروفا بالنسبة لهم. وبالتالي سيتم معاملة الاوامر التي يضعها كافة المستثمرين بالتساوي (نفس صافي القيمة للوحدة الاستثمارية في الصناديق NAV).

المبدأ العاشر: ان المحفظة الاستثمارية لخطط الاستثمار الجماعي يجب أن يتم تقييمها في أي يوم يتم فيه شراء / استرداد قيمة الوحدات الاستثمارية
يجب أن يقوم المستثمرون بشراء و/او استرداد قيمة الوحدات الاستثمارية في خطط الاستثمار الجماعي بسعر يعكس القيمة العادلة لهذه الوحدات. وما يجب ملاحظته أنه في حالة عدم تقييم وتسعير هذه الوحدات في نفس تاريخ الشراء و/او الاسترداد قيمة، فقد يؤدي ذلك إلى قيام المستثمر بشراء و/او استرداد قيمة الوحدات الاستثمارية بسعر أعلى أو بسعر أقل وهذا قد يؤثر على امور كثيرة منها مدفوعات هذه الصناديق لمزودي الخدمة ولمشغلي هذه الصناديق.

المبدأ الحادي عشر: إتاحة صافي القيمة للوحدة الاستثمارية في الصناديق NAV للمستثمرين دون أي رسوم
من المهم جدا ان تقوم صناديق الاستثمار بتوفير صافي القيمة للوحدة الاستثمارية في الصناديق NAV للمستثمرين دون أي رسوم. حيث أن بعض النظم الرقابية لا تشترط على صناديق الاستثمار الافصاح او نشر عن صافي القيمة للوحدة الاستثمارية في الصناديق NAV ولكن هذا القيمة تكون متاحة بشكل عام يومياً في المنشورات المالية المتخصصة ويمكن ان تكون متاحة من خلال الموقع الالكتروني لهذه الصناديق.