



Dubai
International
Financial
Centre

Islamic Financing for Infrastructure Projects

Table of Contents

Author:

Habib Ahmed, PhD
Professor and Sharjah Chair in Islamic Law & Finance
Institute of Middle Eastern & Islamic Studies
School of Government & International Affairs
Durham University
The Al-Qasimi Building, Elvet Hill Road
Durham DH1 3TU, UK

DIFC Islamic Finance Unit

- Farhan Al Bastaki, Executive Director
Email: farhan.albastaki@difc.ae
Tel: +971 4 401 0077
- Ghanim Al Shamsi, Director
Email: ghanim.alshamsi@difc.ae
Tel: +971 4 362 2274
- Shahruladeri Mohamad Adnan, Director
Email: shahruladeri.adnan@difc.ae
Tel: +971 4 401 0065
- Mohamed Al Borno, Assistant Manager
Email: mohamed.alborno@difc.ae
Tel: +971 4 362 2254
- Ahmed Al Aulaqi, Business Development Officer
Email: ahmed.alaulaqi@difc.ae
Tel: +971 4 362 2648

Disclaimer

This article should not be reported as representing the views of the DIFC or the Government of Dubai. The views expressed in this paper are those of the author(s) and do not necessarily represent those of the DIFC Authority or the Government of Dubai. This Paper is published to elicit comments and to promote further debate.

1. Introduction	1
1.1. Estimates of Infrastructure Financing Needs	1
1.2. Objectives of the Paper	2
2. Features of Infrastructure Projects	3
2.1. Project Lifecycle and Risks	3
2.2. Special Characteristics of Infrastructure Finance	3
2.3. Stakeholders in Infrastructure Development	4
2.4. Private Sector Financing of Infrastructure	7
3. Sources of Infrastructure Financing	9
3.1. Financing Structures	9
4. Islamic Finance for Infrastructure Projects	11
4.1. Islamic Modes of Financing Infrastructure Projects	11
4.2. Capital Structures and Islamic Finance	18
4.3. Islamic Syndications	19
4.4. Sukuk Structures for Infrastructure Finance	19
4.5. Financing Tranches in Projects	23
5. Constraints and Challenges Regarding Islamic Financing	25
5.1. Project and Structuring Issues	25
5.2. Legal Issues	26
5.3. Shari'ah Issues	27
5.4. Issues related to Market Participants	28
6. Prospects and the Way Forward	
6.1. Government Support	30
6.2. Privatisation	31
6.3. Public Sukuk for Infrastructure Financing	31
6.4. Revival of the Sukuk Market	32
6.5. Levelling Playing Field /Standardisation	33
7. Conclusion	35
8. References	36

1. Introduction

Infrastructure facilities provide the basic foundations for commerce and trade; they enhance competitiveness and are important determinants of long-term economic growth. The broad categories of the infrastructure sector include energy (gas and electricity generation and transmission), telecommunications (telephone, television, cable, internet, etc.), transport (urban transport, railways, waterways, ports, and airports), water and sewerage (water treatment and distribution along with sewage collection and treatment) and public works (dams, canal and drainage, etc).

Infrastructure investment is vital for economic growth and poverty reduction as it provides essential products and services like power, water, sanitation, etc., to the citizens and also expands capital stock (such as roads, ports, and railways) that reduces the costs of production in other sectors. Countries with the highest growth rates tend to have made substantial investments in infrastructure, while countries with low investments in infrastructure lag behind. For example, access to electricity in Tanzania increased non-farm income by 61%¹. At the macro level, it is estimated that per capita economic growth in African countries could increase by 2.6% per year if the infrastructure levels could match those of South Korea².

1.1. Estimates of Infrastructure Financing Needs

The investment needs of infrastructure projects worldwide are very large. The huge demand for funds in the sector is not only because these projects need large bulky investment but also because there has been under-investment in the sector. The World Bank estimates that, whereas the optimal amount of infrastructure investment should have been around 7-9% of GDP in developing countries, the actual investments were only 3-4%³. Countries like China and Vietnam are investing around 10% of their GDP in infrastructure and even then they are unable to keep up with the demand for telephones and electricity⁴.

The Organisation of Economic Cooperation and Development (OECD) estimates that approximately USD 71 trillion in investments would be needed globally by 2030, just in road, rail, telecoms, electricity and water infrastructure⁵. In the decade starting 2008, emerging markets would need a total of USD 21 trillion in infrastructure investments⁶. While investment in the infrastructure of the Gulf Cooperation Council (GCC) region has increased in the last two years, it was relatively low during the decade preceding 2007⁷. The total infrastructure investment in the GCC was USD 206.33 billion during 2007⁸. However, the growing population and high economic growth will further increase the demand for infrastructure in the coming years. In particular, there will be a need for large infrastructure investments in water, petroleum and power sectors. The estimate of infrastructure investments for the GCC region varies from USD 535 billion over the next decade to about USD 2 trillion by 2020⁹.

1.2. Objectives of the Paper

Traditionally, governments have been responsible for providing infrastructure facilities. The public sector, however, has been criticised for providing low-quality services at relatively high costs. Furthermore, many states are overburdened with large deficits and debt. As a result, governments have turned to the private sector to deliver infrastructure-related goods and services. The contribution of the private sector in providing infrastructure financing, however, is still small. The World Bank estimates that 70-75% of total infrastructure financing in developing countries came from the public sector, while the private sector contribution was only 15-20% (the remaining 10% came from official development assistance)¹⁰. To meet the huge demand and fill the gap in the future there is a need to search for new operators and financiers so that the development of infrastructure and growth in economies are not seriously compromised.

A key untapped source of infrastructure financing is Islamic finance. Given the focus on asset-backed and equity-based financing and ideological preferences for social investments, the infrastructure sector provides an ideal business opportunity for Islamic finance. The Islamic finance industry, however, has not been forthcoming in financing the infrastructure sector. For example, out of a total USD 40 billion Shari'ah-compatible financing in the GCC, only USD 9 billion (22% of the total) went into infrastructure financing¹¹. Similarly, out of a total of USD 14.9 billion in sukuk issues during 2008, only USD 1.6 billion was used for infrastructure¹². The objective of this paper is to explore the issues related to using Islamic finance for the development of infrastructure projects. Though the paper will discuss the modes, structures and constraints of using Islamic finance for infrastructure finance, it is not an exhaustive study on the subject.

The paper is organised as follows: Section 2 provides background material for the study by identifying the different features of infrastructure projects, while Section 3 discusses the sources of infrastructure financing. In Section 4 various issues related to using Islamic finance in infrastructure projects are presented. In addition to identifying the modes of financing, the section also outlines use of syndications and sukuk to finance projects. Section 5 discusses the structuring, regulatory/legal, and Shari'ah issues associated with using Islamic finance in infrastructure financing. The concluding section provides suggestions that can enhance the role of Islamic finance in this important sector. Other than providing supportive legal and regulatory frameworks to level the playing field for Islamic finance, there is a need for government participation and support to strengthen the sukuk market.

¹ World Bank (2008) ² Foster (2008) ³ World Bank (2008) ⁴ Straub et. al. (2008)

⁵ Reported in PricewaterhouseCoopers (2008). This figure excludes investment in airports, seaports and social infrastructure.

⁶ IFC (2008) and Haruni (2008)

⁷ Zawya (2008) reports that during 1998-2007 the GCC invested 20% of its combined GDP in infrastructure, compared to 39% in China and 30% in South Korea

⁸ Ernst & Young (2008) ⁹ Zawya (2008) for the first estimate and S&P (2009) for the second figure

¹⁰ World Bank (2008).

¹¹ Ernst & Young (2008)

¹² S&P (2009)

2. Features of Infrastructure Projects

Infrastructure projects are usually established as legally independent companies that are 'financed with non-recourse debt for the purpose of investing in a capital asset, usually with a single purpose and limited life'¹³. The enormity of infrastructure projects with forward and backward linkages usually requires complex contractual structures involving many parties. Due to the web of contracts used in infrastructure financing, it is sometimes called 'contract finance'¹⁴. The four important categories of contracts in infrastructure projects relate to inputs supply, output purchases, construction, and operations¹⁵.

2.1. Project Lifecycle and Risks

The lifecycle of a typical infrastructure project would be design, construction, operations, and maintenance. For the purposes of this paper, the development of infrastructure projects is collapsed to two broad phases: construction and operations. The risks faced at different phases of the project life are identified below¹⁶:

Construction: As infrastructure projects are large and complex, there is a need to have a well planned and coherent design. Failure of design and engineering features can lead to technical risks. There may be risks related to the project site, and construction risk can arise due to delays in construction, increases in raw material prices, and using defective building procedures.

Operations: Risks related to operations can arise from different sources. Operating risks can arise due to mismanagement that leads to higher operating costs. Revenue risks arise due to changes in the demand and prices of the output. Financial risks occur when a downturn in revenue streams impacts the project company's ability to fulfil its financial obligations.

Other than the risks arising during the construction and operations phases, attention has to be paid to some general risks that infrastructure projects may face¹⁷. These risks include political risks arising from political issues (like change in governments) or changes in law. There may also be risks of termination of the concession contract. Risks can also arise due to changes in the economy, such as higher inflation or interest rates.

2.2. Special Characteristics of Infrastructure Finance

While large investments are required in the construction phase, working capital finance is needed during the operational stage. Special features of financing infrastructure projects are identified below:

Investments: Given the capital intensive nature of infrastructure projects, the investment amounts are usually lumpy, large, and incurred during the initial stages of the project. Due to high sunk costs, these projects usually enjoy economies

of scale. Infrastructure projects being lumpy and indivisible are illiquid and may not be easily traded in the secondary market¹⁸.

Maturity: Infrastructure projects usually have long operational lives and, as such, financing requires longer tenures. Even the construction phase of some projects can take several years. The maturities of projects can vary from five to 40 years¹⁹.

Costs and Returns: The payback period commensurate with the long lives of infrastructure projects usually yields low and stable rates of return. In some cases, the output/service of the project is fixed and excess cannot be stored or traded. Due to higher risks involved and non-recourse financing, cost of credit is usually higher than that of corporate debt²⁰. Uncertainty in the longer-run and higher costs of funds can make some viable infrastructure projects unprofitable.

Risks: Projects that tie up large amounts of capital for a long period of time entail various types of risks. Two major categories of risks in infrastructure financing are institutional risks and commercial risks. Institutional risks arise due to adverse changes in the institutional environment in the form of political, legal, and regulatory regimes. Political risks include regulatory risk, devaluation risk, currency inconvertibility and transfer restrictions, expropriation by host governments, and breach of contract²¹. In addition, force majeure risks can arise from unexpected events like wars and natural calamities, and environmental risks can occur from harmful effects on the environment. The main commercial risks relate to uncertainty regarding returns on investments. The risks can include technical, construction, operating, revenue, and financial risks identified above.

2.3. Stakeholders in Infrastructure Development

Traditionally, infrastructure development was carried out by governments or specialised government bodies or agencies. However, there are limits to the ability of governments in providing infrastructure facilities. Allocation of resources for infrastructure is not done according to needs, and there are risk-return factors. Due to these reasons, government-run projects often lack efficiency in terms of completion time and costs. To cope with the increasing demand and future needs, there is a need not only to increase the quantity of infrastructure stock, but also to improve the quality of the infrastructure services²². To resolve the financing and operational issues, governments are using several approaches to encourage the private sector to play an increasingly important role. Greater private sector involvement in infrastructure projects can also reduce government budget deficits and debt, and enable them to use funds in other more important social sectors²³.

¹³ Esty (2003, pp. 5-6) ¹⁴ Khan (2002, p. 6)

¹⁵ Esty (2003) maintains that a typical project may have 15 parties tied with 40 or more contracts. He gives an example of the A\$2 billion Melbourne City Link Project that had more than 4000 contracts and suppliers

¹⁶ The risks identified in this section are discussed in Grimsey and Lewis (2002) and Yescombe (2007)

¹⁷ Yescombe (2007)

¹⁸ Grimsey and Lewis (2002)

¹⁹ Mor and Sehwat (2006)

²⁰ Esty (2003) maintains that project debt can be 50 to 400 basis points higher than corporate debt

²¹ Matsukawa and Habeck (2007)

²² It is estimated that India's economic growth could have been 2.5% higher if the public sector projects were managed efficiently (Mor and Sehwat 2006, p.1).

²³ Vives and Chrisney (undated)

While in some cases private sector initiatives in infrastructure projects can be undertaken purely on a commercial basis, in other cases the private sector capital may not be forthcoming due to risk-return/maturity profiles. In these later cases, governments have to provide the right institutional environment and create the appropriate incentives to attract private sector participants.

One way the private sector gets involved in infrastructure development is through public-private partnerships (PPP). PPP is defined as “the transfer to the private sector of investment projects that traditionally have been executed or financed by the public sector”²⁴. Under PPP, the ownership of a public asset is temporarily transferred to the private sector through a concession arrangement. Two key elements that determine the roles of the public and private sectors under PPP are the ownership and the control of the projects during the concession period²⁵. Private sector participation in these projects requires supporting laws and regulations that protect property rights during the concession period. There are different ways in which the private participation can take place in infrastructure projects. The World Bank identifies the following types of arrangements²⁶:

1. **Management and Lease Contracts:** The government retains ownership and investment decisions and the private sector provides management services. In these contracts, the private sector does not have any ownership of the assets and the assets revert back to the government after the contract period.
2. **Concessions:** An arrangement by which the private entity gets the ownership of the asset for a limited period of time (25-30 years) to enhance and maintain it and bear all the risks of the project during the contract period. The private entity becomes responsible for financing and managing investments and operating and maintaining the assets. Some common concession arrangements include ‘rehabilitate, operate, and transfer’; ‘rehabilitate, lease or rent, and transfer’; and ‘build, rehabilitate, operate, and transfer’²⁷.
3. **Greenfield Projects**²⁸: A private firm builds and operates a new facility for a limited period of time, either independently or jointly with the public sector, and bears the risks of its ownership and operations. The project reverts to the government after the contract period. Greenfield projects may take the form of ‘build, lease, and own’; ‘build, own, transfer’; ‘build, own, operate, transfer’; and ‘build, own, and operate’.
4. **Divesture:** This is Privatisation arrangement whereby a private firm buys an equity stake in a public project. With the transfer of ownership the firm takes the responsibility of investment, operations and maintenance, and all associated risks. Divestures can be full or partial. In the latter case, management or ownership can be retained by the public sector.
5. **Merchant:** Projects in which the private sector initiates the project on its own, bearing all the operational and commercial risks with any revenue or payment guarantees from the government.

The private sponsors of the project establish a special purpose vehicle (SPV) as a Project Company, which acts as a separate bankrupt remote legal entity. The investors finance the project through a Funding Company or an agent. Note that the Funding Company may be established as a separate SPV (when funds are raised by selling securities) or contractually act as an Agent for financiers (in case of syndicated finance). The investors provide funds to the Funding Company that finances the Project Company. During the construction phase, the Project Company undertakes the construction of the project by using the services of a construction arranger or an Engineering, Procurement and Construction (EPC) Company. The EPC Company in turn deals with suppliers of inputs and contractors to construct the project²⁹. After the project is complete, the Project Company may use the services of an Operations and Management (OM) Company. The OM Company operates and manages the project by selling the services to the ultimate customers.

In order to encourage the private sector to invest in infrastructure projects, the government has to provide some incentives. This can be done by providing price support and/or guarantees to minimise risks and ensure a stable revenue stream. Specifically, this may require guarantees of supply of inputs and purchase of output at certain fixed prices. Price support of output can also be guaranteed by providing subsidies. This is usually done by establishing an SPV that buys the good or service of the project at pre-determined contracted prices. The SPV then resells the goods/services to the ultimate buyers or consumers³⁰.

Bilateral and multilateral development agencies also provide partial credit guarantees (PCGs) and partial risk guarantees (PRGs) to financial institutions providing financing to infrastructure projects. Multilateral insurance agencies like the Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA) of the World Bank Group provide political risk insurance (PRI) for both debt and equity³¹. Some public national bodies provide additional guarantees and insurance to cover equity and debt investments and trade.

Other than guarantees and price support, Project Companies need to manage many other commercial risks associated with the infrastructure projects identified above. Like other enterprises, the Project Company will use different mechanisms and instruments to mitigate these risks. Doing this may require the services of private financial institutions and insurers that can provide coverage for various commercial and political risks. Note that provision of guarantees and insurance can improve the credit rating, which in turn can lead to lower borrowing costs and enable securitisation of assets. The relationships between the different stakeholders in infrastructure project finance are shown in Figure 1³². Arrow 1 indicates the link between the external investors/financiers and the Funding Company and Arrow 2 shows the relationship of Funding Company and Project Company.

²⁴ European Commission (2003, p. 128) ²⁵ Lienert (2009) ²⁶ World Bank (2007).

²⁷ For definitions of various transactions see Appendix 1.

²⁸ Note that while greenfield entails building a new project, a brownfield project involves rehabilitating an existing asset (UN 2008, p. 98). Even though a feature of concessions is that at the end of the contract period the asset reverts back to the state (UN 2008), the World Bank distinguishes these transactions as concessions and greenfield projects.

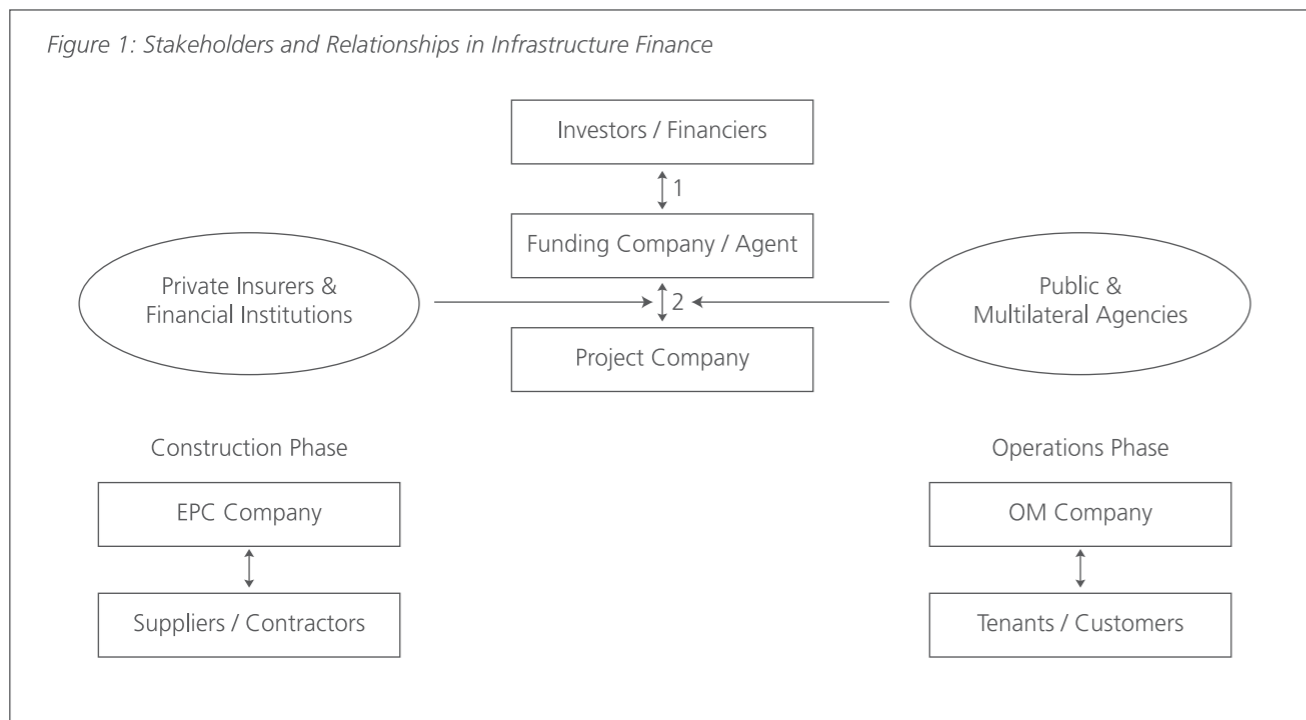
²⁹ Note that in some cases the Project Company may take the role of EPC Company and undertake the construction itself

³⁰ Ernst & Young (2008)

³¹ Matsukawa and Habeck (2007)

³² The basic structure of the figure is adapted from Miller and Morris (2008)

Figure 1: Stakeholders and Relationships in Infrastructure Finance



2.4. Private Sector Financing of Infrastructure

The private sector participation models considered in this paper are Concessions and Greenfield projects, whereby the ownership of the projects stays with the private operators and then reverts back to the government after the contract period. When the private sector is involved in infrastructure projects via Concession contracts, the private operator does not own the project but does claim its revenues³³. As pointed out, financing is needed for capital expenditure during the construction phase and working capital during the operating phase. To use the resources within the economy, the projects need to be made attractive to private sector investors by providing attractive risk-return profiles. This can be done by introducing markets, organisations, and instruments that can match the expected return and risk preferences of investors.

As each infrastructure project is unique, it lacks a history and a track record to attract finance on its own credentials. The providers of funds have limited recourse to sponsors and take into account the cash flows of the project for repayment. Key constraints that inhibit the involvement of the private sector are the risks involved in infrastructure financing. As pointed out, risks include institutional (legal, regulatory, etc.) and commercial risks linked to the project itself (uncertainty in demand for output, supply of inputs, operational, technological, etc.). Due to these risks involved

in infrastructure projects, the private sector will be reluctant to get involved in the sector, as the risk-return profile of the projects may not fit their commercial objectives.

Private investors will invest in infrastructure projects if the risks can be mitigated. One way to attract funds from private sources is to transfer some of the risks to third parties³⁴. Risk mitigation instruments that can encourage private sector participation include guarantees and insurance provided by governments, multilateral agencies, and private firms. While guarantees provide protection to creditors, insurance can assure payments to investors (debt and equity) against certain specified negative shocks. Given the limited recourse financing of infrastructure projects, there is a need to ensure a stable revenue stream over the longer term³⁵. Furthermore, the private entity can use other risk mitigation techniques, such as derivatives, to protect against other commercial risks arising from adverse movements in prices (such as currency risks).

The private sector will not participate in projects that have high commercial and political risks with low or even higher returns. If the political risks can be reduced by having better legal and regulatory regimes and or insurance/guarantees, the projects may become attractive to some private investors. Some sectors with higher commercial risks may provide higher returns to induce the private sector to participate without additional incentives. Some other sectors may require further reductions in commercial risks by guarantees and other schemes that reduce commercial risks. Private sector interest can be generated if the government provides schemes through which commercial risks can be reduced further.

Data on private sector involvement generally support the above assertions as witnessed by high private participation in the telecommunications and transport sectors, followed by the energy sector, with relatively little interest shown in investments in the water and sewerage sectors³⁶. In 2006, private sector investments in telecommunications were 55% of the total of USD 114 billion, followed by the transport sector standing at 26%, and energy at 18%³⁷. While some of the telecommunications investments included divestures and merchant projects, private entities placed emphasis on low political and regulatory risks. Private enterprise prefers sectors in which political interference is rare and prices of output are set at levels to cover the costs³⁸. Note that within each sector there may be some segments that can be attractive to the private sector while others are not. For example, electricity generation and supply to final consumers may be competitive segments, while transmission and distribution may not be attractive. Similarly, railway construction and maintenance of tracks, stations, and signalling infrastructure may not be competitive, while train operations and maintenance can be of interest to private entities.

³³ Khan (2002)

³⁴ Matsukawa and Habbeck (2007)

³⁵ Grimsey and Lewis (2002)

³⁶ Kerf and Izaguirre (2007)

³⁷ De Mastle and Izaguirre (2008)

³⁸ Kerf and Izaguirre (2007)

3. Sources of Infrastructure Financing

Sources for infrastructure projects financing can be broadly classified as public and private. The public sources include budgets of governments at different levels. Part of the development budget of many developing countries comes from official development assistance either from individual countries or from multilateral development institutions. Governments also have specialised public bodies and development banks that finance infrastructure projects. An additional source of public funds comes from sovereign wealth funds.

In the private sector, infrastructure finance can come from different financial institutions and funds. While banks and financial institutions can finance projects through syndication, they can also create specialised infrastructure funds. For example, Deutsche Bank, Ithmaar Bank, and Abraaj Capital formed the USD 2 billion Abraaj Infrastructure Capital and Growth Fund, which is one of the largest funds in the Middle East investing in infrastructure projects³⁹. Investments in infrastructure projects also come from private equity funds and institutional investors, including pension and provident funds. Another option is to raise funds from capital market by issuing bonds or securities. If appropriate environment and incentive structures exist, a significant part of private sector involvement can come in the form of foreign direct investment (FDI).

3.1. Financing Structures

Financing infrastructure projects can take the form of equity, debt, or hybrid structures. Equity can take the form of initial capital and the sale of equity rights in the stock market at a later stage. Debt includes financing from banks (including syndicated finance), specialised institutions (domestic and international). Other than getting financing from financial institutions, funds can be raised from investors from the capital market by issuing different kinds of securities, including bonds. With no entities acting as financial intermediaries, a special purpose vehicle (SPV) or a Funding Company that protects the rights of the investors must be created. Types of securities that can be used to raise funds from the capital market can either be secured or unsecured. The former type of securities would be asset-backed, and investors would examine the intrinsic risks of the assets in making investment decisions. For unsecured securities, investors would analyse the inherent risks of the sponsors or the project fundamentals.

As the price of securities and returns that have to be paid to the investors depend on the associated risks, the issuers of securities can use various credit enhancers to reduce risks and improve ratings of securities. Credit enhancements can be done by the originator by providing cash collateral, over-collateralisation, reserve accounts, etc. Structural credit enhancements can be done by structuring the securities in such a way that it provides protection to the security holders. For example, one way to do this would be to make security holders senior in claims in case of bankruptcy.

The third-way of getting higher ratings is to get third-party credit enhancements in the form of guarantees.

The capital structure of infrastructure projects is highly leveraged. In these projects, capital is usually a small portion, with debt being the dominant mode of financing. For example, a study found the debt-to-total-capitalisation ratio of 1050 projects companies to be 70%⁴⁰. In another study on 238 projects in Asia, the average leverage was around 75%⁴¹. Furthermore, the ownership structure in infrastructure projects of both equity and debt appears to be highly concentrated. While there are typically one to three equity owners of a project company, the bulk of the credit comes in the form of syndicated loans from several banks.

³⁹ Ernst & Young (2008)

⁴⁰ Esty (2003)

⁴¹ Vaaler et. al. (2008)

4. Islamic Finance for Infrastructure Projects

Islamic finance has great potential for use in developing infrastructure projects. Given its preference for equity-based and asset-backed projects, Islamic finance can play an important role in the vital project finance sector. Furthermore, as many infrastructure projects benefit the community at large, they would sit well with the ideological underpinnings of Islamic finance⁴².

As mentioned, the sponsors undertake the construction and operation of the project by using a Project Company. The Project Company will seek funds in the construction phase and working capital in the operational phase. While the equity component of the Project Company will come in the form of share capital of the sponsors, there will be need to raise additional Shari'ah-compliant funds for completion of the project. As in the conventional case, the services of an EPC Company would be needed during the construction phase and that of an OM Company during the operations phase. Islamic finance for infrastructure projects would also require a security package. In particular, the government plays an important role in credit enhancement of infrastructure projects by providing various types of guarantees and/or price support.

The relationships and contracts used among the different stakeholders in an infrastructure development financed in a Shari'ah-compliant way will depend on the specific project type and financing modes used. Using the framework shown in Figure 1, the Islamic financing of infrastructure projects can be discussed under the relationships between the investors/financiers and the Funding Company (shown by Arrow 1) and that of the Funding Company and the Project Company (shown by Arrow 2). The former identifies different funding sources and the modes of financing used. The financiers can be banks providing financing in the form of syndicated finance or sukuk holders providing funds by purchasing the securities. Arrow 2 shows the relationship of the Funding Company and the Project Company. In case of Islamic finance, the modes used will depend on the features of the project and preferences of the sponsors and financiers. For example, *istisna*, *ijarah*, *musharakah*, etc., can be used to finance the project. The modes of financing used will determine the capital structure of the project.

The Islamic modes of financing used between the Funding Company and the Project Company are discussed next, followed by a discussion on institutional arrangements and the contracts used between investors/financiers and the Funding Company.

4.1. Islamic Modes of Financing Infrastructure Projects

Traditional Islamic modes of financing can be broadly classified into equity and debt instruments. While equity

instruments are *mudarabah* and *musharakah*, debt-instruments arise from sale transactions. These fixed-income instruments include *murabahah* (cost-plus or mark-up sale), *bai-muajjal* (price-deferred sale), *istisna/salam* (object deferred sale or pre-paid sale) and *ijarah* (leasing)⁴³. Different modes of financing entail different risks, and the specifications of each project will dictate the most appropriate contract that can be used.

Financing infrastructure projects involves two main stages. The first stage provides funds for the construction of the project, and the second stage deals with the recovery or repayment of the capital and returns during the operational phase. Furthermore, while financing infrastructure project will use one main contract, it will be associated with many supporting contracts. For example, a leasing (*ijarah*) contract would also include undertaking to purchase (that enables the Funding Company to cause the Project Company to purchase the project assets), undertaking to sell (that permits the Project Company to initiate sale of project assets), managing contractor agreement (in which the Funding Company hires Project Company to perform structural maintenance) and collateral security (that identifies the security used to back the financing)⁴⁴. As the supporting documents will depend on the nature of the specific project, the details of the main contracts used for project financing are discussed below.

Istisna

Istisna is a pre-production sale contract used when a project needs to be constructed according to specification. The price and various features of the project should be known fully at the time of the contract. The price of the project can be paid at the time of the contract, at the time of delivery, or at any time afterwards in a lump sum or in instalments. The project can either be constructed by the seller or be subcontracted to an EPC Company. The latter arrangement would take the form of parallel *istisna*. *Istisna* is usually a medium- to long-term contract.

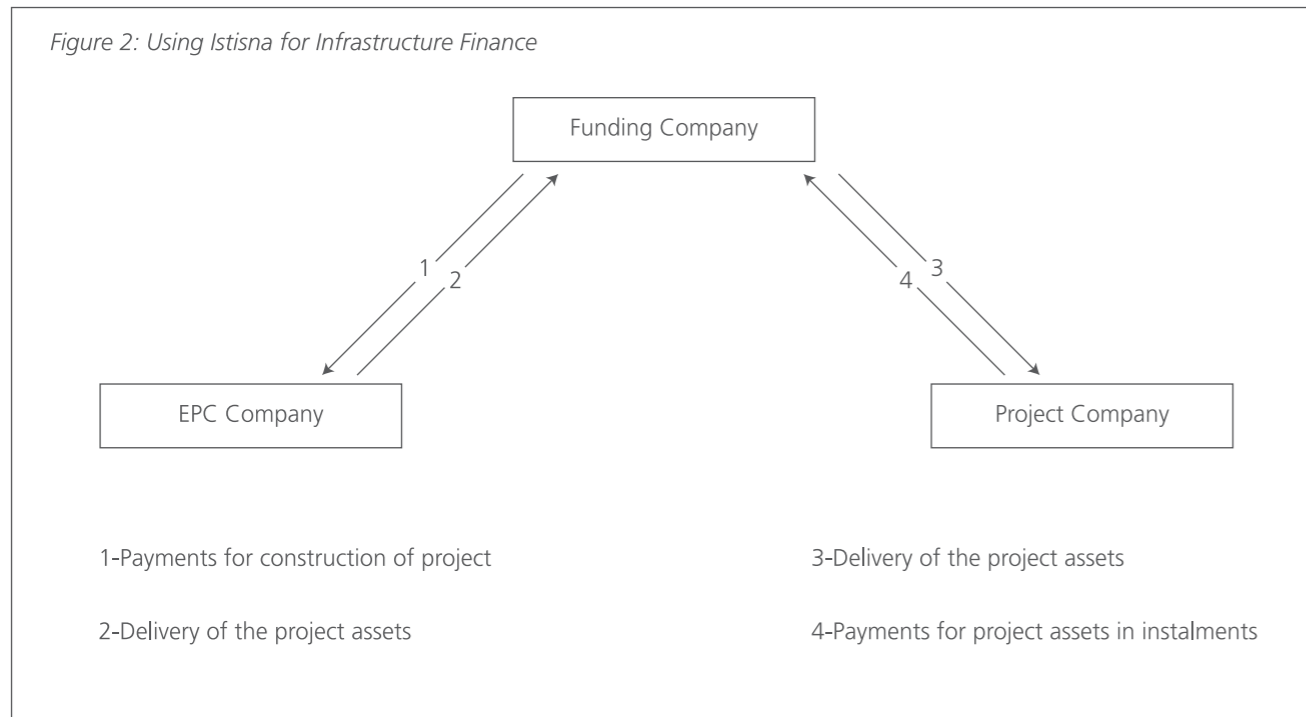
In infrastructure financing using an *istisna* contract, the Funding Company sells the project assets to the Project Company and takes the responsibility to construct the project. It then signs a parallel *istisna* contract with an EPC company to construct the project assets. Note that the payments made to the EPC Company can be staged and made when certain milestones of the project are reached. The project specifications in the original *istisna* and the parallel *istisna* contracts will be exactly the same, the only difference will be that the price paid to the EPC company will be lower than the price received from the Project Company. The difference in the prices shows the profit generated from financing. The Project Company pays the price of the asset to the Funding Company in instalments over the tenure of the contract.

⁴² Miller and Morris (2008)

⁴³ For a discussion on these modes of financing see Ahmad (1993), Kahf and Khan (1992) and Usmani (1999)

⁴⁴ For a description of these contracts see McMillen (2007a and 2008)

Being the seller of the project assets, the Funding Company is liable if the construction and delivery of the project are not according to specifications or has hidden defects. The contract may, however, specify that such claims may be made against the EPC Company, but the Funding Company must remain guarantor in case of nonconformity. The basic structure of financing using the istisna mode is shown in Figure 2.



The problem in the parallel istisna arrangement is that financing is done at fixed rates of return. For longer-term projects, this can expose the Funding Company to rate-of-return risks, as the returns cannot adjust to the changes in the market benchmark rates. Another problem of using the parallel istisna is that being debt receivables, the IOUs cannot be traded in the market, making the istisna financing receivables illiquid. To resolve these problems, istisna-ijarah contracts can be used between the Funding Company and the Project Company.

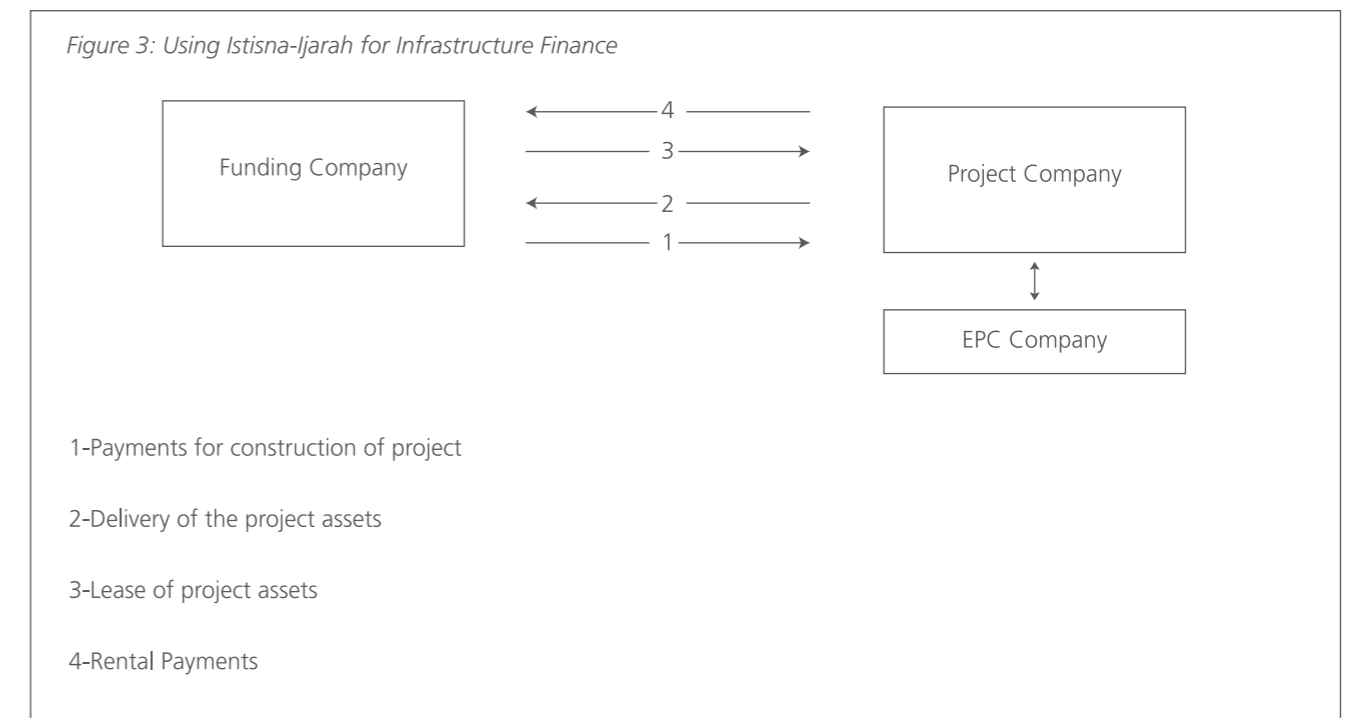
Istisna-Ijarah

Ijarah (lease or renting of an asset) constitutes the sale of the usufructs of a durable good/asset. The owner of the asset gets lease payments or rent periodically as long as the lessee uses the asset. A pure leasing contract is similar to an operating lease in which the ownership of the asset does not get transferred to the lessee. While the lease

contract must specify who pays the maintenance costs, the costs arising from accidental damage or total loss are borne by the owner. Unless the contract explicitly prohibits sub-leasing, the lessee can sub-lease the asset to a third party at a rental rate that may be higher or lower than the rental paid by the lessee.

Ijarah wa Iqtina (hire-purchase) is a leasing contract in which the ownership of the asset is transferred to the lessee at the end of the contract. The instalments amortise rent and a part of the capital. At the end of the lease period, the lessee has an option of purchasing the asset either at the market price or at a price specified in advance in the contract. Ijarah contracts can have short-, medium-, or long-term tenors. While ijarah is similar to an operating lease, ijarah wa iqtina resembles the structure of a financial lease.

Under istisna-ijarah contracts, the Funding Company buys the project from the Project Company using an istisna contract and pays for the costs of construction for different phases of the project. After the project is built and delivered to the Funding Company, it is leased back to the Project Company, which pays rent for using the project assets for the duration of the contract. At maturity, the ownership of the project is transferred to the Project Company (or to the government in cases when the term of the lease is the same as that of the concession period). The structure of an istisna-ijarah contract used for infrastructure financing is shown in Figure 3.



The rental payments under the istisna-ijarah financing can be flexible and linked to the market benchmark rate. This can be done by fixing the rent for a specific period and then re-setting the rent for consecutive periods based on the benchmark rate. Furthermore, as the Funding Company owns the project, it can sell its stakes in the market if needed. While the istisna-ijarah structure resolves issues related to fixed rates and liquidity, it adds some other risks. By being the owner of the project for the duration of the contract, the Funding Company bears all the responsibilities and liabilities of the project.

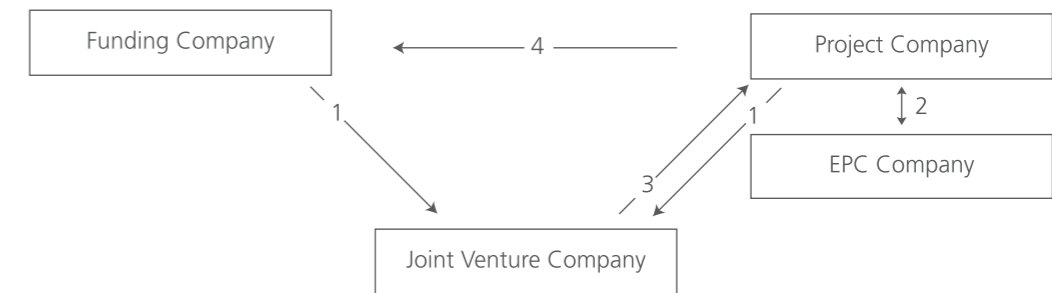
An important issue in financing infrastructure projects is that the construction period is long and the financiers would prefer to be paid returns on their investments during this period. This is resolved by signing a forward lease (ijara mausufa fil dhimmah), whereby the Project Company pays advance rentals to the Funding Company during the construction period.

Musharakah

Musharakah is a partnership in which all partners contribute both capital and labour. Unlike mudarabah in which financing and management are separated, in musharakah all the partners are entitled to participate in the management of the project. The profit-share may differ for different partners depending on their involvement in the project and capital contribution. A variable profit share in favour of the managers that depends on the level of profits is allowed. The tenor of musharakah is usually long term.

Under a musharakah arrangement, the Funding Company and Project Company form a Joint Venture Company through which infrastructure projects are jointly owned. The Funding Company contributes the funds on behalf of the investors and the Project Company contributes its share of capital and in-kind inputs such as land. On behalf of the joint venture, the Project Company uses an EPC Company to construct the project assets. Upon completion, the project is owned by the Joint Venture Company. The Funding Company derives income during the operation phase by leasing its share of assets to the Project Company and receiving rental income in return. Under the diminishing musharakah arrangement, the payments made to the Funding Company include payout of the principal whereby ownership is gradually transferred to the Project Company⁴⁵. The basic musharakah-based infrastructure financing is shown in Figure 4.

Figure 4: Using Musharakah for Infrastructure Finance

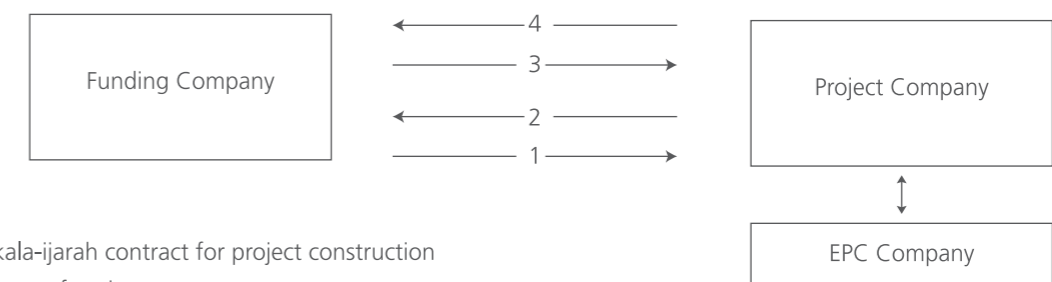


- 1-Contributions to the Musharakah (Joint Venture Company)
- 2-Construction of project assets
- 3-Funding Company leases its share of project assets
- 4-Payments of rent and principal (musharakah assets)

Wakala-Ijarah

Wakala is an agency contract by which a person/entity represents another person/entity to perform certain duties. The compensation structures for performing the specified duties can be varied. Use of wakala-ijarah contracts in infrastructure projects is very similar to the istisna-ijarah mode discussed above. Instead of a sale contract used in the istisna case, the Funding Company appoints the Project Company as an agent to construct the project under wakala-ijarah. The Project Company uses an EPC Company to complete the project. Upon completion, the project assets are leased to the project company and the Funding Company receives rental payments in return. The basic model of using a wakala-ijarah contract to finance infrastructure projects is shown in Figure 5.

Figure 5: Using Wakala-Ijarah for Infrastructure Finance



- 1-Wakala-ijarah contract for project construction
- 2-Delivery of project assets
- 3-Lease of project assets
- 4-Rental payments

⁴⁵ The Funding Company can also receive returns as a share of project profits, which are distributed according to a pre-agreed ratio between the two parties. This arrangement, however, makes the returns to the Funding Company more uncertain.

Murabahah

Under murabahah, the Funding Company buys assets/inputs and sells them to the Project Company at a mark-up. The Funding Company must sign separate contracts with the supplier/vendor and Project Company for the transaction to be valid. Furthermore, before entering the sale contract, the Funding Company must own and possess the asset. Thus, any loss arising from damage of the asset before its delivery to the buyer has to be borne by the Funding Company. The profit rate (mark-up) along with other details like quantity and quality of the good, the terms of payments, etc., should be specified in the contract. The price can be paid in the future in instalments. The Funding Company can ask for guarantees and collateral against defaults. While the Funding Company can foreclose on the collateral in case of delinquency, it cannot increase the outstanding debt. The bills of trade resulting from a murabahah transaction cannot be traded at a discount but only transferred at facevalue. Murabahah are usually short-term instruments with a tenor of one year or less. In the case of infrastructure, murabahah can be used to provide short-term financing of specific assets or inputs. The basic murabahah-based infrastructure financing is shown in Figure 6.

Figure 6: Using Murabahah for Infrastructure Finance



- 1-Payment for input/asset
- 2-Delivery of input/asset
- 3-Delivery of input/asset
- 4-Payment of price in instalments

Tawarruq (Commodity Murabahah)

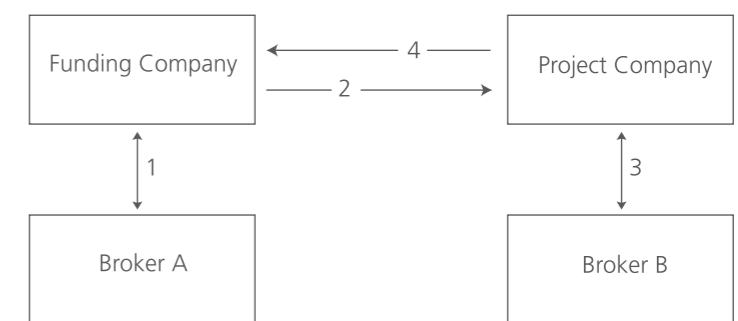
Tawarruq is used to provide cash to the Project Company for its use. Under organised tawarruq, the Funding Company buys a commodity from a broker and sells it to the Project Company at a mark-up. The Funding Company then sells the commodity to another broker as an agent of the Project Company and delivers the payment to the latter. While the Project Company gets cash on the spot, the price due to the Funding Company is paid in the future in instalments. Figure 7 shows the structure of a tawarruq operation ⁴⁶.

4.2. Capital Structure and Islamic Finance

In Islamic finance, two types of equity shares can be distinguished. The first type of shares is similar to those issued by the founders of the firm. These shares have rights to both control (voting) and profit. The second type of equity stock is one that has a right to a share of the profit but no control rights. In terms of traditional contracts, the former type would typically be articulated through a musharakah contract, while the latter would typically be articulated through a mudarabah⁴⁷. Note that firms can seek equity financing from external sources like banks on the basis of mudarabah, instead of issuing stocks publicly. In this case, while no stocks are issued publicly, the funds are provided as implicit private equity shares.

A project can also use debt to finance its assets. While debt in form of interest bearing loans will not exist in Islamic finance, it can arise in form of qard and dayn. Qard arises in interest-free loans and loans with service charges and dayn can be created in price-deferred sale contracts like murabahah and tawarruq and object-deferred sale like salam and istisna. Note that in a simple ijarah, the rental payments made by the Project Company are captured in the current liabilities on the balance sheet. In the case of ijarah wa iqtina, however, the leased item would appear on the balance sheet as debt during the period of the lease. Similarly, debt can arise from sale modes in the form of either murabahah or istisna. In the case of istisna, the fair value of the good or asset in question will be recorded ⁴⁸. These debts, however, are not pure monetary transactions as in the case of loans in conventional economies. Being debt, payments for ijarah and murabahah/istisna will have a claim prior to profit. Note that besides equity shares, other instruments can be securitised and traded at negotiable prices if these represent real physical assets. Debt instruments, however, can be transferred only at face value ⁴⁹.

Figure 7: Using Tawarruq for Infrastructure Finance



- 1-Purchase of commodity (spot)
- 2-Sale of commodity at mark-up
- 3-Sale of commodity (spot)
- 4-Payment of price in instalments

⁴⁶ The Islamic Fiqh Academy issued a resolution during a meeting on April 30, 2009 in Sharjah, United Arab Emirates declaring organised tawarruq as illegal. See discussion under Section 5.3

⁴⁷ While both musharakah and mudarabah are partnership contracts, in the former all partners participate in the management and in the latter there is separation of the roles of financiers and managers. In mudarabah, the providers of funds are not involved in the management of the project

⁴⁸ For a discussion on accounting rules for istisna, see discussion on accounting standards for salam and parallel salam in AAOIFI (1998)

⁴⁹ For a discussion on the guidelines of issuing Islamic securities see Ahmad and Khan (1997)

4.3. Islamic Syndications

Under syndication, a group of banks come together under an agent bank to finance a large component of a project. Usually, syndications use debt-based financing in the form of istisna, murabahah, tawarruq, and ijarah⁵⁰. The murabahah deal is most commonly used in syndicated financing of some specific component of the project. The asset being financed can be capital equipment or raw materials that the syndicate purchases and then sells to the Project Company at a mark-up. The terms of payments can be in instalments or a bullet payment. Tawarruq is used when the Project Company needs cash. The syndicate of financial institutions buys a certain commodity and then sells it to the Project Company at a mark-up. The company assigns the syndicate as an agent to sell the commodity back to a broker and provide the proceeds to it.

Using murabahah to finance projects, however, has a few limitations. First, as the price is fixed, it cannot be used for longer-term contracts. Second, the debt created through the transaction cannot be traded, making it illiquid. Due to these reasons, syndicates use ijarah modes to finance assets needed by the project. Ijarah can be used for long-term financing with a variable rate of return.

4.4. Sukuk Structures for Infrastructure Finance

Instead of getting financing from financial institutions, infrastructure projects can also be financed by raising funds by issuing various Islamic securities or sukuk. The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) defines sukuk as “certificates of equal value representing, after closing subscription, receipt of the values of certificates and putting it to use as planned, common title to shares and rights in tangible assets, usufructs and services, or equity of a given project or equity of a special investment activity”⁵¹. Depending on the contractual basis used, sukuk can have fixed or variable returns and may be tradable. AAOIFI identifies various types of sukuk that can be classified based on assets, debt, equity, and services. Various types of sukuk relevant to project financing that fall under these categories are shown in Table 1.

Table 1: Sukuk Categories and Types

Categories	Sukuk Types
Asset based	Ijarah (existing owned, existing leased and future assets), manfah (existing and future assets)
Debt based	Istisna, Murabahah
Equity based	Mudarabah, Musharakah
Agency based	Wakala

⁵⁰ Shah (2008)

⁵¹ AAOIFI (2003, p. 298).

Asset-based sukuk include ijarah sukuk, which are certificates issued against a tangible, leased asset, and/or promise of lease in the future. Sukuk of manfah (usufructs) are also asset-based securities issued by owners of the usufruct of existing or future assets. By purchasing the sukuk, holders become owners of the assets or usufructs. Debt-based sukuk arise from transactions that create debt. Holders of istisna sukuk provide funds that are used either in the production of some specific product or construction of real estate, and become the owners of the goods/real estate upon completion. Murabahah sukuk are used to collect funds that are used to purchase goods or assets that are sold at a mark-up.

Equity-based sukuk arise when funds raised are used in profit/output-sharing contracts. The holders of mudarabah sukuk participate in a project by appointing a manager on a profit sharing basis⁵². Musharakah sukuk holders invest and manage the project and share the profit according to pre-agreed ratio. Under the agency-based sukuk such as wakala, the holders of the certificates provide funds that are managed by an investment agency in some income generating activity. The manager or the agent gets paid a certain fee for the services provided.

Sukuk represent ownership in equity, real assets, usufruct, money, or debt or any combination of these. If the securities represent ownership of real assets or usufruct, they are negotiable at market prices. If the instruments represent debt or money then they are not negotiable and can only be exchanged at par value. If securities represent composite assets, the rule of the dominating asset (having 51%) will apply to the security. Thus, along with equity shares, instruments can be securitised and traded at negotiable prices if these represent real physical assets or usufruct⁵³. Holders of sukuk are the owners of the rights and bear the risks that these instruments represent.

While the sukuk is a relatively new phenomenon, it has grown rapidly in a short period of time. Starting initially with simple asset-backed structures, sukuk have evolved into more complex products. Many new sukuk issues are being used to finance infrastructure projects. Examples of a traditional asset-based sukuk and a more intricate one to raise funds for projects are discussed below.

Asset-Based Sukuk al Ijarah

Under sukuk al ijarah, the sponsors identify an asset that forms the basis of the sukuk. The asset is sold to a SPV or the Funding Company, which issues sukuk against it. The proceeds from the sale of sukuk are passed on to the Project Company, which uses them for construction of other project assets. The asset owned by sukuk holders is leased to the Project Company, which pays periodic rent to the sukuk holders through the SPV. Note that the rent can

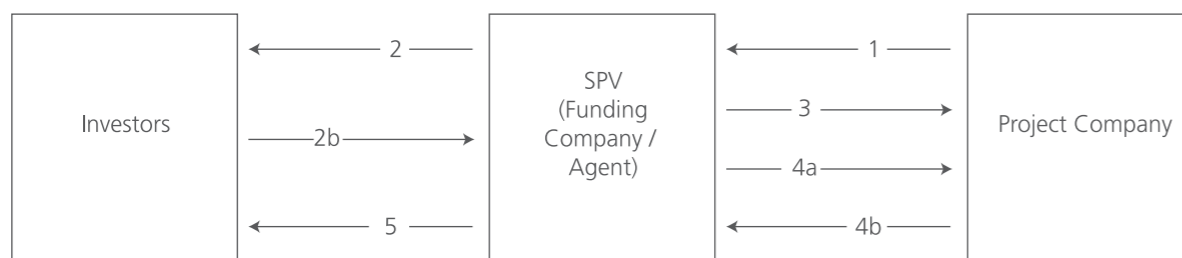
⁵² While profit is shared between the investors and manager according to a pre-agreed ratio, loss is shared only by providers of capital according to their respective shares. The distribution of loss is also similar in case of musharakah

⁵³ The Islamic Fiqh Academy has a ruling along similar lines (see Ruling No. 30 (5/4), IFA and IRTI 2000, p. 63). For a discussion on guidelines for issuing Islamic securities, see Ahmad and Khan (1997) and Khan (1999-2000)

be fixed or variable, linked to some benchmark rate. Furthermore, the contract can take the form of an operating lease for the duration of the contract, where periodic payments include rent only. At maturity, the asset is sold to the Project Company against a bullet payment. Alternatively, the contract may take the form of ijara wa iqtina whereby the periodic payments include rent and a part of the amortised capital. At the end of the contract period, the asset is transferred back to the Project Company at a nominal value or as a gift. The structure of a sukuk al ijarah is shown in Figure 8.

An example of sukuk al ijarah is the Qatar Global Sukuk issued on October 3, 2003 to finance the construction of Hamad Medical City in Qatar. A land parcel owned by the State of Qatar was the basis of the sukuk and was sold to the sukuk holders to raise USD 700 million for a period of seven years. Variable semi-annual rental payments that were linked to LIBOR and also entailed amortisation payments were made. The sukuk issue was guaranteed by the Qatari government and given a rating of A+ by Standard & Poor's.

Figure 8: Simple Asset-based Sukuk Al Ijarah



- 1-Sale and transfer of assets
- 2a & 2b-Sale & payment for sukuk
- 3-Payment of purchase price of assets
- 4a & 4b-Lease of assets and rental payments
- 5-Periodic rental payments

At the end of the contract period, transfer of assets back to Project Company by one of the following methods:

- a- Period payments include rent and amortised capital
- b- Bullet payment at maturity (Project Company buys back the assets)

Composite Mudarabah-Ijarah Sukuk

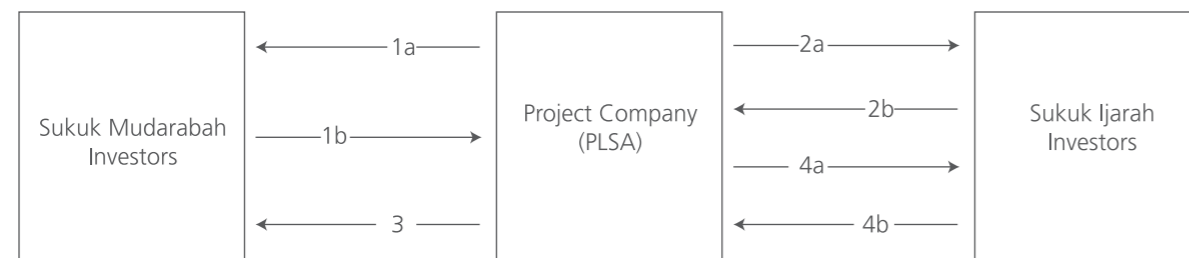
In 2008, RHB Islamic Bank Berhad and RHB Investment Bank Berhad in Malaysia structured multifaceted sukuk to finance the 14.7km Lebuhraya Kemuning-Shah Alam highway for Projek Lintasan Shah Alam Bhd (PLSA). The 40-year concession from the Federal Government of Malaysia made PLSA responsible for the design, construction, management, and maintenance of the toll road for the period. The total budgeted cost of the highway was RM 700 million. To raise funds for the project and pay existing bridge-financing facilities, PLSA issued two sets of sukuk, one based on mudarabah and the other on ijarah. The RM 415 million (USD 118 million) sukuk al mudarabah was issued with a tenor of a maximum of 29 years. A second sukuk al ijarah worth RM 330 million (USD 94 million) and with a maturity of 19 years, was issued by using the toll road as the asset. RAM Ratings Services Bhd. gave a rating of A3 to the former sukuk and A1 to the latter⁵⁴. Having equity-like features, mudarabah sukuk holders have lower priority than ijarah sukuk holders in case of default or bankruptcy.

The mudarabah component of the financing formed a joint venture between PLSA and the investors (Funding Company) in the toll-road project, in which the former acted as the manager (mudarib). The funds provided by sukuk holders (RM 415 million) will be used to construct the highway and for working capital needs during the operation stage. Upon completion of the toll road, the sukuk holders will get a profit share at the ratio of 90:10 in their favour. The expected rate of return for the mudarabah sukuk holders is around 7% per annum.

As the manager of the project, PLSA has raised an additional RM 330 million from other investors by issuing an ijarah sukuk. The toll road served as the basis of the ijarah asset and was transferred to sukuk holders through an SPV. The sukuk holders then leased the road back to the Joint Venture for 19 years in return for periodic rental payments. By using the principle of forward lease (ijarah mausufah fil dhimmah), the rental payments started from the beginning of the construction period. The rental payments include the amortised capital component so that at the end of the lease period the toll road is transferred back to the Joint Venture at a nominal value of RM1. The basic structure of the PLSA project sukuk is shown in Figure 9.

⁵⁴ See RAM Ratings Services Berhad (2009)

Figure 9: Composite Mudarabah-Ijarah Sukuk



1a & 1b- Issue of mudarabah sukuk and receipt of funds
 2a & 2b-Sale of sukuk (assets) & receipt of price
 3-Distribution of periodic profit
 4a & 4b-Lease of assets and rental payments

4.5. Financing Tranches in Projects

As infrastructure projects involve large investments and most Islamic banks and financial institutions have a relatively small capital base, they are able to finance only components of a project. Thus, in large projects, Shari’ah-compliant financing would constitute a tranche or two with the majority of the financing coming from conventional financial institutions. In such cases, the transaction is divided into two—one conventional and the other Islamic⁵⁵. While the conventional component uses interest-based financing, the Islamic component uses Shari’ah-compliant structures and documents.

In transactions that involve conventional financing with an Islamic tranche, a part of the project is isolated from the rest. While the conventional component is financed by an interest-bearing loan, an Islamic mode is applied to the Islamic component. For example, an istisna structure can be applied to the Islamic component whereby payments are made to an EPC Company by the Funding Company to secure the Islamic component of the project. Upon completion of the project, the Shari’ah-compliant asset is leased to the Project Company and the Islamic financiers receive rental payments from this component of the project.

One of the first syndicated Islamic project financing deals was financing a tranche of the USD 1.8 billion Hub River Power Project in Pakistan in 1994. Incidentally, the Hub River Power Project was the first private infrastructure project with limited recourse in Pakistan. In the deal, Al Rajhi Bank and Investment Corporation and IICG Islamic Investment Bank financed a USD 92 million bridge financing facility in the form of istisna to procure and install power turbines for the project⁵⁶.

Islamic financing tranches along with conventional interest-based financing, however, can create some problems. The problems stem from the fact that the Islamic and conventional components are not always identifiable and separated in the project. Where Islamic financing forms a minority component, it may have to adhere to the rules and principles used by the dominant conventional component. This is mainly because the rights and remedies of both the Islamic and the conventional tranches must be harmonised⁵⁷. Issues that raise problems for Shari’ah-compliance include cases of default, voluntary prepayment, early settlement, and total loss⁵⁸.

For example, being a part of a single project means that, in case of a default, one component cannot receive income while the other does not. The documentation needs to be structured in a way that treats both the Islamic and the conventional components equally in case of a default so that remedies can be applied on a pro rata basis to both parties. Thus, the remedial actions of collateral liquidation will be shared by the two parties in proportion to the respective investments made.

⁵⁵ McMillen (2008)

⁵⁶ See Clifford Chance (2009) and Hamwi and Aylward (1999)

⁵⁷ Mcmillen (2005)

⁵⁸ Mcmillen (2005) and Miller and Morris (2008)

5. Constraints and Challenges Regarding Islamic Financing

5.1. Project and Structuring Issues

Infrastructure projects involve many contracts with many parties. When Islamic finance is used for these projects, another layer of complexity is added. As Islamic financial transactions appear to be more complex than their conventional counterparts, Islamic contracts can increase uncertainty and also may lead to relatively higher transaction costs. Due to higher legal and accounting fees, sukuk issues tend to be costlier than the issue of conventional bonds⁵⁹. Standardisation of contracts and transparency can mitigate some of the legal risks and lower the transaction costs.

Given the small size of the Islamic finance industry, it generally participates in infrastructure financing alongside conventional financial institutions. Care has to be taken that the Shari'ah compliance of the Islamic tranches in projects that are pre-dominantly financed by interest-based financing is not diluted. This problem arises because the Islamic financing tranche has to adapt to the features of the conventional financing parameters and many issues are dealt with on a pari passu and pro rata basis. As pointed out, some issues that arise relate to dealing with pre-payments, late payments, or non-payments; insolvency procedures, etc. For example, in case of default, the conventional financial institutions may charge default interest. There are Shari'ah objections to a corresponding default charge by Islamic banks in sale-based contracts. As the due price in sale contracts like murabahah is fixed, charging an excess over the price cannot be legally justified from a Shari'ah point of view.

As mentioned, one key constraint of private sector involvement in infrastructure finance is the risks involved. In Islamic finance there is a need for risk mitigation organisations and instruments that can be used to support infrastructure financing. Specifically, organisations that can provide guarantees and/or insurance using the appropriate Islamic instruments are needed. At the multinational level, the Islamic Corporation for the Insurance of Investment and Export Credit (ICIEC) of the Islamic Development Bank (IDB) Group provides Islamic insurance for political risk of investments in infrastructure in member countries. While performing a similar function to MIGA, the scale of ICIEC's operations appears to be very small compared to the needs. At the national level, governments need to safeguard investors by providing guarantees and subsidies to enhance investor participation in infrastructure projects.

Lack of Islamic capital markets hampers the use of sukuk markets to raise funds for infrastructure projects. Islamic debt-based instruments have inherent problems of tradability and liquidity. As long-term debt-based securities form the dominant part of infrastructure finance, there has to be a way in which tradability of Islamic instruments

can be enhanced. One way to resolve the issue is to have composite securities in which the debt-based component is minority. Another way to increase the marketability of the debt-based Islamic securities is to have embedded options⁶⁰. One specific option that might increase the marketability of debt-based sukuk is to have an option of a debt-equity swap.

5.2. Legal Issues

As infrastructure finance involves many parties and a cobweb of contracts, there is a need to have a legal system that can enforce the various contracts. If the enforceability of contracts is weak, private sector financing of infrastructure finance will not be forthcoming. This raises problems for Islamic finance, since most jurisdictions have Western legal systems. Most Muslim countries have either the common law or civil law legal systems. For example while most Middle East countries have adopted a form of the European civil law, ex-British colonies like Malaysia and Pakistan have the English common law regime and ex-French colonies have French civil law. Problems may arise in settling disputes involving Islamic contracts in jurisdictions that do not have supporting Islamic laws, thereby creating uncertainty about Islamic financial transactions.

Note that while Islamic contracts and transactions under the common law regime may have problems of interpretation as no precedents on these activities may exist, these regimes are expected to be more accommodating than the civil law systems. Common law regimes provide more predictable results under legal documentation relative to the civil law system. This is because whereas the courts in the civil law system will interpret the contracts on the basis of codes, reasonableness and fairness, the common law system will give more weight to the provisions in a legal document. Thus, to protect financiers who provide funds using Islamic modes of financing in civil law countries would require laws and statutes that protect their rights and accommodate Islamic financial transactions. As the sanctity of the contract is greater in the common law system, there may be lower legal risk involved for Islamic financial instruments under this regime.

To have private sector involvement in infrastructure development, there is a need to have laws that protect the interests of stakeholders. Most developed countries have a concession law that defines the rights and obligations of different parties at various stages of the transaction. Not only are concession laws needed, but the Islamic perspective on these laws also needs to be clearly understood. There is need for a threshold level of sukuk to provide for a flourishing secondary market; governments can facilitate the process by providing the necessary legal and regulatory frameworks and market infrastructure.

⁵⁹ S&P (2009)

⁶⁰ Khan (2002)

5.3. Shari'ah Issues

Two broad issues relating to Shari'ah compliance of infrastructure finance can be identified. The first relates to the overall Shari'ah-compliance risks arising from using Shari'ah rules and standards in financial transactions in general and infrastructure in particular. The concern arises from the difference of opinions among Shari'ah scholars, not only in different countries, but even within a single jurisdiction. This problem arises because Shari'ah governance is determined at the level of the organisational Shari'ah Supervisory Board. While standardisation of Shari'ah rulings within countries can be made possible by having a Shari'ah Supervisory Authority at the national level, global convergence will be more difficult to accomplish.

The second category of Shari'ah concern relates to issues arising in specific instruments related to infrastructure projects. For example, organised *tawarruq* practised in the GCC is controversial and has been recently declared unlawful by the Islamic Fiqh Academy⁶¹. There will be a need to come up with innovative solutions whereby the Project Company can get cash funds to use for its working capital needs. One option is to use the equity-based modes of financing as done in the PLSA sukuk discussed above.

Some scholars have objections to financial leases. They contend that the purchase contract cannot be binding, but only optional at the beginning of the sale contract. Furthermore, the price of the sale of the asset cannot be fixed in advance but should be market determined at the time of the sale as it will depend on the quality of the asset, which is unknown at the beginning of the lease contract. Islamic banks have resolved this issue either by giving away the asset either at a nominal value or as a gift at the end of the lease period. One implication of a pure financial lease is that it is a sale contract with deferred payments. Thus, the lease payments constitute debt payments, and can be sold or transferred at face value only.

The practice of forward lease (*ijarah mausufah fil dhimmah*) in which advance rentals are paid has raised some questions from Shari'ah scholars⁶². Some scholars object to receiving rentals when the project is not completed. The issue is resolved by deducting the advance rent from the actual rent when the project is completed.

There are several Shari'ah-related concerns related to sukuk⁶³. Firstly, sponsors guarantee the initial capital to investors in many sukuk structures. From a Shari'ah point of view, guarantees are usually allowed without any charges and should come from third parties. The proponents of the sukuk structure argue that as the assets are sold to the investors by the SPV, which is independent of the originator, the guarantee given to the investors by

the originator is similar to that of a third party. Critics point out that the sponsor/originator and SPV are the same and that guarantee of capital/return can open doors to *riba*.

Secondly, some scholars emphasise that the sale of assets and transfer of ownership in *ijarah sukuk* must be actual. These critics also contend that a combination of sale, leaseback, and buy-back contracts can lead to impermissible transactions of *bai-al-wafa* and/or *bai al-'inah*. A related issue is the redemption/purchase of assets/shares at a pre-determined (selling) price. This is done when an obligor buys back assets at maturity at the original sale price (face value) in an *ijarah sukuk* and a sponsor *musharakah* partner buys investors' shares at face value in a *musharakah sukuk*. The Shari'ah perspective is that redemption/purchase of assets/shares at the existing market price is allowed.

Thirdly, there is concern regarding the smoothing of payments to sukuk holders, particularly in *mudarabah* and *musharakah* structures. This is done by entitling the manager of a sukuk to collect any surplus above the expected return as incentive and to give a loan to investors when the actual return is less than expected. Shari'ah scholars maintain that this practice dilutes the essence of these equity-based instruments.

5.4. Issues Related to Market Participants

As the Islamic financial sector is developing, there may be a limited number of sources providing long-term funds for infrastructure projects. Specifically, due to the emerging nature of the Islamic financial sector, the number of institutional investors is limited. While Islamic commercial banks and investment companies exist, their number and size are still small. The Islamic insurance industry is evolving and there are very few funds (pension, hedge, mutual) that have an Islamic focus⁶⁴. The limited funding sources imply that the terms of Islamic financing for infrastructure projects may not be competitive. Another limitation of Islamic finance is that the majority of its financing is debt-based. As debt-based financing tends to have a short-term focus, these may not be appropriate for long-term infrastructure financing.

For many market participants including investors, Islamic financial principles are new and the legal implications of Islamic instruments are not clearly understood. To cater to the new Islamic financing in general and project financing in particular, there is a need for appropriate legal and regulatory framework to reduce uncertainty and instil confidence among investors. Similarly, given the complexity of infrastructure financing and the relatively nascent nature of Islamic finance, structuring appropriate structures can be challenging. This problem becomes

⁶¹ See Resolution no. 179 (19/5) undertaken during the 19th session of the Islamic Fiqh Academy held on April 30, 2009 in Sharjah, United Arab Emirates

⁶² Miller and Morris (2008)

⁶³ For a discussion on some of the Shari'ah issues regarding sukuk, see Usmani (2008)

⁶⁴ Sole (2008)

6. Prospects and the Way Forward

acute as there is a lack of professionals in the investment banking sector who understand both Islamic law and complex financial transactions⁶⁵.

The emerging Islamic capital market provides investors with a narrow range of investment opportunities. Specifically, the availability of sukuk that provides investors opportunities to diversify their investments across different instruments is still small. While investors may be interested for a variety of investment instruments, these must satisfy their risk/return/maturity preferences. The challenge for a sukuk arranger of infrastructure projects is to come up with structures that satisfy the needs of the investors and issuers.

Shari'ah advisors and legal professionals face the challenge of coming up with transactions that satisfy both the Shari'ah principles and legal/regulatory requirements of the host countries. In particular, as Islamic finance operates under non-Islamic legal environments in many jurisdictions, creating Islamic financial contracts that satisfy both Shari'ah principles and legal requirements can be challenging. In some transactions like financing tranches, the problems become acute as the Islamic component has to adjust to the dominant conventional financial arrangement. This requires devising innovative Islamic versions of the conventional contractual requirements.

Governments in many countries face problems when it comes to financing infrastructure projects. While there is a need to finance infrastructure projects, which are vital for economic growth, given the low tax base and commitments to spend on many essential social sectors like education and health, there are limited public funds that can be used for investments in these projects. In many countries there may not be any shortages of funds within economies in the aggregate. A large part of these untapped funds can be channelled into infrastructure projects if the right risk-return profiles exist. Some of the policies and programmes that can help both the private and public sectors to finance future infrastructure projects using Islamic modes of financing are discussed below.

6.1. Government Support

The huge funding needs and complex features of infrastructure finance require the participation of both the public and private sectors. The private sector, however, will only participate if the right environment and incentives structures exist. Thus, the role of the government to enhance private sector financing can be identified at two levels: legal/regulatory and economic/financial.

A stable legal and regulatory environment is needed to give investors confidence that their rights are protected and that, in case of disputes, contracts will be enforced through a fair judicial process⁶⁶. Given the long-term nature of most infrastructure projects, they also need to be confident of the constancy of the rules and laws governing the project. Furthermore, there needs to be in place certain laws that govern contracts in infrastructure financing. One essential legal requirement that may increase the private sector participation in general, and Islamic finance in particular, is to have an Islamic concession law that would allow granting the use of public assets to private enterprises for a specified period of time⁶⁷. Among others, the concession law should have clear rules providing a stable and predictable legal framework; promote transparency and fairness; protect rights of different stakeholders, including financiers; and provide state support in the form of guarantees and undertakings⁶⁸.

The economic/financial aspect of government support takes the form of ensuring projects offer the appropriate risk-return profiles for investors. As discussed, to minimise risks, governments can provide guarantees that reduce costs of borrowing. There may also be need for support in terms of subsidies and tax incentives that make the projects viable. However, care needs to be taken to identify the risks that can be managed by the private entrepreneurs and the ones that government should mitigate⁶⁹. Providing too much support to private sector projects can make them inefficient and also lead to operational inefficiencies.

⁶⁵ Sole (2008)

⁶⁶ Chami et. al (2009)

⁶⁷ While a concession law may enable the use Islamic financing for infrastructure projects, some Shari'ah issues can arise with the arrangement. As concessions involve transfer of assets for a limited period of time, issues related to transfer of ownership and/or lease of the asset and the responsibilities of the parties involved need to be addressed from a Shari'ah perspective

⁶⁸ See EBRD (2006) for a list of core principles for a modern concession law

⁶⁹ Irwin (2007)

6.2. Privatisation

Private sector participation in the infrastructure sector can be enhanced by divestiture whereby the state-owned enterprises are privatised. The types of state owned enterprises that can be privatised can be classified as firms that operate in competitive markets, monopolies, and outsourced publicly financed services⁷⁰. In the latter case, the physical assets are not sold to the private sector, but provision of services is contracted out (such as garbage collection). An important factor that may determine successful privatisation is to initially offer better performing firms with market potential⁷¹. This will not only make the privatised firms independent, but also enables them to get financing from the financial sector at competitive terms for further development. Enterprises that do not possess market potential can either be retained by the state or transferred to the private sector with substantial support in terms of financing and subsidies.

One of the main arguments of privatisation is to increase efficiency and induce innovation⁷². Thus, privatisation can be viewed as a measure to improve the efficiency of enterprises that were operated by the state⁷³. The emerging Islamic capital market provides investors with a narrow range of investment opportunities. Specifically, the availability of sukuk that provides investors opportunities to diversify their investments across different instruments is still small. While investors may be interested for a variety of investment instruments, these must satisfy their risk/return/maturity preferences. The challenge for a sukuk arranger of infrastructure projects is to come up with structures that satisfy the needs of the investors and issuers⁷⁴.

6.3. Public Sukuk for Infrastructure Financing

Governments can tap into the vast resource residing in the private sector by coming up with innovative instruments that satisfy the different risk-return preferences of different investors in the economy. One way to do this is to issue various public sector sukuk to raise funds for investment in the infrastructure assets. Experiences in some countries indicate the success of using different securities including sukuk to raise funds.

There are Islamic securities that are already being used by governments in some countries. In Iran, the Bank Milli (Central Bank of Iran) has issued participation bonds for, among other things, construction of infrastructure projects⁷⁵. In Sudan, the government has introduced mudarabah-based Government Investment Certificates (GIC) to use the proceeds to finance procurement, trade, and development projects⁷⁶. In Malaysia the government has introduced Government Investment Issues based on the concept of bai al 'inah and Bank

Negara Malaysia Sukuk Ijarah based on sale and leaseback concepts. The current successful experience of public and private sukuk issues opens the doors to issuing government sukuk to raise funds from private sector players and markets to finance public sector infrastructure projects.

6.4. Revival of the Sukuk Market

One consequence of raising funds to finance infrastructure projects using sukuk would be to support the establishment of a viable liquid secondary market. As mentioned, future investment needs in the infrastructure sector in many countries are expected to be huge. If a large percentage of the new projects are financed by sukuk issued by both the private and public sectors, it can potentially lead to a large viable secondary sukuk market. This will not only help develop an important Islamic capital market institution but also will help Islamic banks to manage their liquidity needs. An efficient market in which sukuk are readily tradable will enable Islamic financial institutions to buy/sell Islamic securities to manage liquidity needs and risks.

Prerequisites for a sukuk market are an increase in the scale and the existence of standardised securities that are well understood by the relevant stakeholders, including investors⁷⁷. The range of products in a sukuk market will vary, incorporating both debt-like and equity-type securities. This will require effort at the regulatory level to standardise some of the transactions to minimise uncertainty and legal risks. While the infrastructure sector has the potential to take the sukuk market beyond a threshold level that makes it viable, there are other requisites that need to be in place for the market to function. Other than providers and users of funds, there is a need for liquidity providers, as they act as agents, facilitating transactions in secondary markets⁷⁸. Liquidity providers, such as brokers and dealers, buy and sell securities and help trading in the markets.

There need to be securities regulations that protect investors; ensure fair, efficient and transparent markets; and reduce systemic risks⁷⁹. The International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) has identified the key issues necessary for the Islamic capital market to develop. They are: an appropriate regulatory framework, Shari'ah compliance and convergence, a range of products, lower transaction costs, development of market professionals, investor education, and knowledge sharing. To have a sukuk market, detailed codified securities, disclosure, and bankruptcy laws from an Islamic framework are also required. These laws should include specific rules related to sukuk holders' rights, reorganisation and liquidation rights (of creditors), and ensure transparency, disclosure, and comprehensive accounting standards.

⁷⁰ Vickers and Yarrow (1991) ⁷¹ Roland (1994) ⁷² Kikeri, Nellis and Shirley (1994)

⁷³ Lundqvist (1988) ⁷⁴ Birdsall and Nellis (2003) ⁷⁵ Siddiqi (1999) ⁷⁶ Syed (2005)

⁷⁷ Merton and Bodie (1995) assert that as the products offered by financial intermediaries increase in scale by serving a larger customer base, they can be standardised and sold in financial markets

⁷⁸ Chami, Fullenkamp, and Sharma (2009) assert the important role of liquidity providers in efficient functioning of financial markets. In the absence of these agents, markets tend to become 'buy and hold' and inactive

⁷⁹ These are broad objectives of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). See IOSCO (2003)

⁸⁰ IOSCO (2004)

6.5. Levelling Playing Field/Standardisation

Infrastructure projects are complex and involve many parties and contracts. Islamic financial contracts add another intricate contractual layer that can create additional challenges. There are a couple of issues related to using Islamic finance in infrastructure projects. While the first issue relates to the disparity of laws relating to conventional and Islamic finance, the second relates to the divergence of fiqhi opinions within Islamic legal rulings.

Islamic finance can be disadvantaged, relative to conventional finance, due to the lack of a supporting legal and regulatory environment. In many countries, Islamic finance operates in regimes that do not have supporting laws, regulations, and dispute-resolution institutions. Abiding by Shari'ah rulings under legal and regulatory regimes that do not accommodate these principles increases the legal risks. To resolve these problems there is a need to introduce laws and regulations that can facilitate the use of Islamic finance in general and infrastructure projects in particular. The laws and regulations will help in structuring Islamic contracts, reduce legal risks, and reduce uncertainty in dispute resolution. Supportive Islamic finance laws and regulations will level the playing field by reducing the legal and regulatory disparities between Islamic and conventional finance.

Another source of legal risks arises from the variation of fiqhi opinions on various transactions. In countries that do not have a national Shari'ah authority, there is divergence of Shari'ah rulings and contracts within the same jurisdiction. As pointed out, Islamic transactions use a variety of financing modes and tend to be costlier than their conventional counterparts. Divergence of rulings can further increase the Shari'ah-compliance risks and add to the costs of transactions. Standardised contracts can reduce the costs and risks as they introduce learning benefits by instituting drafting efficiency, reducing the uncertainty of legal terms in the form of judicial precedent, and making terms familiar to the various stakeholders⁸¹. For infrastructure projects linked to the public sector and involving huge investments, there is a need to come up with standardised contracts and documents to minimise the costs and risks.

Good standardised documentation is also an important determinant of growth and liquidity within financial markets. Standardised documentation creates more predictability and certainty about the characteristics of the financial contracts. Agents involved are better able to understand their rights and obligations under the contract and are more confident to enter the market and transact. Contracts are acceptable to parties if they are easier to understand and strike an appropriate balance between the interests of signatories to the contract. The whole process of negotiating different aspects of a transaction becomes more simplified and streamlined. Negotiations

focus more specifically on the issues that are unique and specific to the particular transaction, rather than on every aspect of the contract. Furthermore, financiers are better protected against risks that they cannot anticipate or claims that may not be enforceable. Standardised contracts also imply that transactions are easier to administer and monitor after their signing as well.

Since infrastructure finance attracts international participation, there needs to be some standardisation of Islamic financial contracts at the international level. This applies to contracts used both in syndicated finance and sukuk issues. In conventional finance, syndications use Loan Market Association (LMA) standard loan documentation forms and the standard provisions of these documents. Due to the lack of documents, Islamic financial institutions use LMA documents for syndication deals⁸².

While the basic principles of financing and sukuk structures exist in some standards (such as AAOIFI), these are not detailed legal documents that address specific legal issues and risks found in infrastructure projects. There is a need to come up with international standards that can be used in infrastructure project finance that uses Islamic syndications and sukuk.

⁸¹ For a discussion of the benefits of standardisation see Carse (2002) and Kahan and Klausner (1997)

⁸² Shah (2008, p. 56)

7. Conclusion

Financing needs for the infrastructure sector are going to be huge in the coming years and it will not be possible for governments to meet the demand themselves. One option to finance the gap in the development of the infrastructure sector is to tap into Islamic finance. This paper shows that the Islamic financial industry has initiated novel financing structures to finance the infrastructure sector. Being a young industry and having a proclivity towards asset-based financing, Islamic finance has a great potential to further contribute to the development of infrastructure projects. The challenge for the industry is to come up with innovative financing structures that can satisfy the complex transactions of infrastructure projects.

The extent to which Islamic finance will be able to contribute to the development of the infrastructure sector, however, will depend on several factors. At the international and national levels, there is a need to reduce uncertainty by generating standardised Islamic legal documents that different parties can use in financing infrastructure projects. There is also a need for supporting legal and regulatory environments that can reduce legal and regulatory risks and put the Islamic financial industry on a level playing field with the conventional financial sector. At the organisational level, the sources of funds available for infrastructure financing can be increased with the expansion of the Islamic financial industry into other non-bank entities (such as investment banks and takaful companies) and funds (such as mutual, hedge and pension). Investment in Islamic instruments that fund infrastructure projects can be facilitated if a variety of securities with different risk/return/maturity profiles exist.

The future role of the Islamic financial sector in developing infrastructure projects will depend on the extent to which the industry will be able to offer a variety of investment instruments to investors. This means coming up with innovative securities (including sukuk structures) and other instruments that meet the legal and Shari'ah requirements on the one hand and can satisfy the needs of investors and issuers on the other.

8. References

AAOIFI (1998), Accounting and Auditing Standards for Islamic Financial Institutions, Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions, Manama.

AAOIFI (2003), Shari'a Standards 1424-5H/2003-4, Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions, Manama.

Ahmad, Ausaf (1993), Contemporary Practices of Islamic Financing Techniques, Research Paper No. 20, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah.

Ahmad, Ausaf and Tariqullah Khan (1997), "Introduction", in Ahmad, Ausaf and Tariqullah Khan (Editors), Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization, Seminar Proceedings No. 39, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah.

Birdsall, Nancy and John Nellis (2003), "Winners and Losers: Assessing the Distributional Impact of Privatisation", World Development, 31 (10), 1617-33.

Carse, David (2002), Documentation risk, operational risk and the New Capital Accord, BIS review 33/2002.

Chami, Ralph, Connel Fullenkamp and Sunil Sharma (2009), "A Framework for Financial Market Development", IMF Working Paper No. WP/09/156, International Monetary Fund, Washington D.C.

Clifford Chance (2009), Introduction to Islamic Project Finance, Client Briefing, January 2009.

De Mastle, Clemencia T. and Ada Karina Izaguirre (2008), "Recent trends in private activity in infrastructure: What the shift away from risk means for policy", Gridlines Note No. 31, Public Private Infrastructure Advisory Facility, World Bank.

EBRD (2006), "EBRD Core Principles for a Modern Concessions Law – selection and justification of principles", <http://www.ebrd.com/country/sector/law/concess/core/coreprin.pdf> (date accessed September 8, 2009).

⁵⁰ Shah (2008)

⁵¹ AAOIFI (2003, p. 298).

Ernst & Young (2008), Bridging the Gap: Private Investment in Middle East Infrastructure. [http://www.ey.com/Global/assets.nsf/Middle_East/Middle_East_Infrastructure/\\$file/Middle_East_Infrastructure.pdf](http://www.ey.com/Global/assets.nsf/Middle_East/Middle_East_Infrastructure/$file/Middle_East_Infrastructure.pdf)

Esty, Benjamin C. (2003), "The Economic Motivation for Using Project Finance". Mimeo, Harvard University.

European Commission (2003), Public Finances in EMU 2003. Brussels.

Foster, Vivien (2008), "Overhauling the Engine of Growth: Infrastructure in Africa", Africa Infrastructure Country Diagnostic, World Bank, Washington DC.

Gray, Robert and Arshad Ismail (2007), "Regulating Islamic Capital Markets" in Simon Archer and Rifaat Ahmed Abdel Karim (Editors), Islamic Finance: The Regulatory Challenge, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd., Singapore.

Grimsey, Darrn and Mervyn K. Lewis (2002), "Evaluating the risks of public private partnerships for infrastructure projects", International Journal of Project Management, 20, 107-18.

Hamwi, Bassel and Anthony Aylward (1999), "Islamic Finance: A Growing International Market", Thunderbird International Business Review, 41 (4/5), 407-20.

Haruni, Ron (2008), "Emerging Market Infrastructure is Booming", Jul 20, 2008, <http://wallstreetpit.com/320-emerging-market-infrastructure-is-booming>.

IFA and IRTI (2000), Resolutions and Recommendations of the Council of the Islamic Fiqh Academy, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah.

IFC (2008), "Issue Brief: IFC Infrastructure Crisis Facility", International Finance Corporation, World Bank Group (December 2008). [http://www.ifc.org/ifcext/about.nsf/AttachmentsByTitle/IssueBrief_ICF/\\$FILE/IssueBrief_ICF.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/about.nsf/AttachmentsByTitle/IssueBrief_ICF/$FILE/IssueBrief_ICF.pdf)

IOSCO (2003), "Objectives and Principles of Securities Regulation", International Organization of Securities Commissions, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>

IOSCO (2004), "Islamic Capital Market Fact Finding Report", Report of the Islamic Capital Market Task Force of the International Organization of Securities Commissions.

Janahi, Abdul Latif A. Rahim (2005), "Shari'ah Alternatives to Government Bonds", in Munawar Iqbal and Tariqullah Khan (Editors) (2005), Financial Engineering and Financial Contracts, Palgrave MacMillan, New York.

Irwin, Timothy C. (2007), Government Guarantees: Allocating and Valuing Risk in Privately Financed Infrastructure Projects, The World Bank, Washington D.C.

Kahan, Marcel and Michael Klausner (1997), "Standardization and Innovation in Corporate Contracting (or "The Economics of Boilerplate")", Virginia Law Review, 83 (4), 713-770.

Kahf, Monzer and Tariqullah Khan (1992), Principles of Islamic Financing, Research Paper No. 16, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah.

Kerf, Michel and Ada Karina Izaguirre (2007), "Revival of private participation on developing country infrastructure: A look at recent trends and their policy implications", Gridlines Note No. 16, Public Private Infrastructure Advisory Facility, World Bank.

Khan, Tariqullah (2002), "Financing Build, Operate and Transfer (BOT) Projects: The Case of Islamic Instruments", Islamic Economic Studies, 10 (1), 1.

Khan, Tariqullah (1999 & 2000), "Islamic Quasi-Equity (Debt) Instruments and the Challenges of Balance Sheet Hedging: An Exploratory Analysis," Islamic Economic Studies, 7, 1-32.

Kikeri, Sunita, John Nellis and Mary Shirley (1994), "Privatisation: Lessons from Market Economies", The World Bank Research Observer, 9 (2), 241-72.

Lienert, Ian (2009), "Where does the Public Sector End and the Private Sector Begin?" IMF Working Paper WP/09/122, International Monetary Fund, Washington DC.

Lundqvist, Lennart J. (1988), "Privatisation: Towards a Concept for Comparative Policy Analysis", *Journal of Public Policy*, 8 (1), 1-19.

OECD (2007), *Infrastructure to 2030: Main Findings and Recommendations*, OECD, Paris.

OECD (undated), *Concession Law (unofficial translation)*, <http://www.oecd.org/dataoecd/4/38/40512020.pdf>

PricewaterhouseCoopers (2008), *Infrastructure Finance—surviving the credit crunch*, A PWC Public Sector Research Centre Publication.

Matsukawa, Tomoka and Odo Habeck (2007), "Recent trends on risk mitigation instruments for infrastructure finance", *Gridlines Note No. 20*, Public Private Infrastructure Advisory Facility, World Bank.

McMillen, Michael J.T. (2007a), "Shari'ah Compliant Project Finance: An Overview, Including Structures", *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 3 (1), 18-47.

McMillen, Michael J. T., (2007b), "Islamic Project Finance", in M. Kabir Hassan and Mervyn K. Lewis (Editors), *Handbook of Islamic Banking*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham.

McMillen, Michael J. T. (2008), "Shari'ah-compliant infrastructure and project finance", in Henry A. Davis (Editor), *Infrastructure Finance: Trends and Techniques*, Euromoney Institutional Investor, London.

Merton, Robert C. and Zvi Bodie (1995), "A Conceptual Framework for Analysing the Financial Environment", in D.B. Crane, R.C. Merton, K. A. Froot, Z. Bodie, S. P. Mason, E.R. Sirri, A. E. Perold and P. Tufana (Contributors), *The Global Financial System, A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Boston.

Miller, Neil D. and Mark Morris (2008), "Application of Islamic finance to project finance", in Ruhail Ali (Editor), *Islamic Finance, A Practical Guide*, Globe Law and Business, London.

Mor, Nachiket and Sanjeev Sehwat (2006): "Sources of Infrastructure Finance", Working Paper Series, Institute for Financial Management and Research, Centre for Development Finance, Chennai.

Nag, Rajat M. (2009), "Infrastructure Financing in a Challenging Global Economy", Keynote Address at the 2nd Annual Euromoney Global Infrastructure Finance Conference.

RAM Ratings Services Berhad (2009), "Projeck Lintasan Shah Alam's Innovative Project Finance Sukuk Structure", *Islamic Finance Bulletin*, Issue # 23, 12-18.

Roland, Gerard (1994), "On the Speed and Sequencing of Privatisation and Restructuring", *The Economic Journal*, 104, 1158-68.

Shah, Rustum (2008), "Islamic Syndications: Legal and Structuring Considerations", in Ruhail Ali (Editor), *Islamic Finance, A Practical Guide*, Globe Law and Business, London.

Sole, Juan (2008), "Prospects and challenges for developing corporate sukuk and bond markets: Lessons from a Kuwait case study", *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 1 (1), 20-30.

S&P (2009), *Islamic Sukuk Comes of Age in Infrastructure and Project Finance*, Standard & Poor's, Ratings Direct, April 20, 2009.

Straub, Stephane, Charles Vellutini and Michael Walters (2008), "Infrastructure and Economic Growth in East Asia", Policy Research Working Paper No. 4589, The World Bank, Washington DC.

Tariq, Ali Arsalan and Humayon Dar (2007), "Risks of Sukuk Structures: Implications for Resource Mobilization", *Thunderbird International Business Review*, 49 (2), 203-23. [<http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/114128889/PDFSTART>]

Thomas, Abdulkader (2007), "Securitization in Islamic Finance", in Simon Archer and Rifaat Ahmed Abdel Karim (Editors), *Islamic Finance: The Regulatory Challenge*, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd., Singapore.

Usmani, M. Taqi (1999), *An Introduction to Islamic Finance*, Idaratul Maarif, Karachi.

Usmani, Mohammed Taqi (2008), "Sukuk and their Contemporary Applications", http://www.failaka.com/downloads/Usmani_SukukApplications.pdf

Vaaler, Paul M., Barclay E. James and Ruth V. Aguilera (2008), "Risk and capital structure in Asian project finance", *Asia Pacific Journal of Management*, 25, 25-50.

Vickers, John and George Yarrow (1991), "Economic Perspectives on Privatisation", *Journal of Economic Perspectives*, 5 (2), 111-32.

Vives, Antonio and Martin Chrisney (Undated), "Roles for the Private Sector, Governments and Multilateral Creditors in Latin American Private Infrastructure", <http://rru.worldbank.org/Documents/Toolkits/Highways/pdf/57.pdf>

World Bank (1994), *Infrastructure for Development*, World Development Report 1994, The World Bank, Washington DC.

World Bank (2007), "Private Participation in Infrastructure Database Expanded Methodology", http://ppi.worldbank.org/documents/methodology_expanded_May_2007.pdf

World Bank (2008), "Infrastructure: At a Glance", <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTABOUTUS/ORGANIZATION/EXTSDNETWORK/0,,contentMDK:20127296~menuPK:3235453~pagePK:64159605~piPK:64157667~theSitePK:3167628,00.html>

Yescombe, E. R. (2007), *Public Private Partnerships: Principles of Policy and Finance*, Butterworth and Heinemann, Oxford.

Zawya (2008), "Need to boost infrastructure development", 26 October 2008.

Appendix 1: Types of Contractual Models for Private Sector Participation

1. Build, own and operate (BOO): The investor builds a new project, owns and operates it bearing all the risks. The government usually provides guarantees for revenue or payments on services/output produced.

2. Build, lease and own (BLO): A private entity builds a new project at its own risk, transfers ownership to the government, and then leases the facility at its own risk receiving ownership of the project at the end of concession period. The difference with BOO is the ownership transfer after the lease period. The government usually provides guarantees for revenue or payments on services/output produced.

3. Build, own, operate and transfer (BOOT): A private entity builds a new facility and owns and operates it at its own risk. The project is then transferred to the government at the end of the concession period. The government usually provides guarantees for revenue on services/output produced.

4. Build, operate and transfer (BOT): Similar to BOOT, a private entity builds and operates a new facility at its own risk. The project is then transferred to the government at the end of the concession period. The government usually provides guarantees for revenue on services/output produced.

5. Build, rehabilitate, operate and transfer (BROT): A private entity either completes and partially build project or builds an extension to an existing project and then maintains/operates it for the concession period after which it is transferred back to the government.

6. Rehabilitate, operate and transfer (ROT): A private entity rehabilitates an existing project and maintains/operates it at its own risk. After the contract period the project is transferred to the government.

7. Rehabilitate, lease or rent and transfer (RLOT): A private entity rehabilitates an existing project and then leases the facility from the government at its own risk. It maintains and operates the project for the concession period.



Dubai International Financial Centre (DIFC)
The Gate, Level 14
P.O.Box 74777, Dubai, UAE
Tel: +971 4 362 2222
Fax: +971 4 362 2333
Email: info@difc.ae
Web: www.difc.ae

مركز
دبي
الأممي
العالمي



التمويل الإسلامي لمشاريع البنية التحتية

١	١ . مقدمة
١	١,١ . الاحتياجات التقديرية لتمويل مشاريع البنية التحتية
١	١,٢ . أهداف ورقة العمل
٣	٢ . السمات المميزة لمشاريع البنية التحتية
٣	٢,١ . مراحل ومخاطر المشروع
٣	٢,٢ . المزايا الخاصة لتمويل مشاريع البنية التحتية
٤	٢,٣ . دور أصحاب المصلحة في تطوير البنية التحتية
٦	٢,٤ . تمويل البنية التحتية من قبل القطاع الخاص
٨	٣ . مصادر تمويل البنية التحتية
٨	١,٣ . آليات التمويل
٩	٤ . التمويل الإسلامي لمشاريع البنية التحتية
٩	٤,١ . أساليب التمويل الإسلامي لمشاريع البنية التحتية
١٤	٤,٢ . هيكلية رأس المال والتمويل الإسلامي
١٥	٤,٣ . الفروض المشتركة الإسلامية
١٥	٤,٤ . اعتماد الصكوك الإسلامية لتمويل مشاريع البنية التحتية
١٨	٤,٥ . الحصص التمويلية في المشاريع
١٩	٥ . المعوقات والتحديات التي تواجه التمويل الإسلامي
١٩	٥,١ . الشؤون المتعلقة بالمشاريع والهيكلية
٢٠	٥,٢ . الشؤون القانونية
٢٠	٥,٣ . شؤون متعلقة بالشرعية
٢١	٥,٤ . شؤون متعلقة بالمشاركين في السوق
٢٣	٦ . النظرة إلى المستقبل والطريق إليه
٢٣	١,٦ . الدعم الحكومي
٢٣	٦,٢ . الخصخصة
٢٤	٦,٣ . استخدام الصكوك العامة لتمويل مشاريع البنية التحتية
٢٤	٦,٤ . إعادة إحياء سوق الصكوك
٢٥	٦,٥ . إرساء البيئة التنافسية/ توحيد المعايير
٢٧	٧ . خاتمة
٢٨	٨ . المراجع

ورقة عمل
حول
التمويل الإسلامي لمشاريع البنية التحتية

تم إعدادها لصالح
سلطة مركز دبي المالي العالمي
مركز دبي المالي العالمي
الطابق ١٤، مبنى البوابة
صندوق بريد ٧٤٧٧٧
دبي
دولة الإمارات العربية المتحدة

من إعداد
الدكتور حبيب أحمد
أستاذ الشريعة والتمويل الإسلامي
معهد الدراسات الإسلامية والشرق أوسطية
مدرسة الشؤون الحكومية والدولية
جامعة دورهام

The Al-Qasimi Building, Elvet Hill Road
Durham DH1 3TU
UK

٢٦ أكتوبر ٢٠٠٩

١. مقدمة

توفر مرافق البنية التحتية المقومات الأساسية اللازمة للتعاملات التجارية؛ وهي تعزز القدرة التنافسية، وتلعب دوراً هاماً في تحديد معالم النمو الاقتصادي على المدى الطويل. وتغطي مشاريع البنية التحتية شريحة واسعة من القطاعات بما في ذلك الطاقة (كالغاز وتوليد ونقل الكهرباء)، والاتصالات (كالهاتف، والتلفزيون، والبث الفضائي، والإنترنت...الخ)، والنقل (مواصلات المدن، والسكك الحديدية، والمعابر المائية، والموانئ، والمطارات)، وقطاع المياه والصرف الصحي (معالجة المياه وتوزيعها إلى جانب جمع مياه الصرف الصحي ومعالجتها)، وقطاع الأشغال العامة (السدود والقنوات وتصريف المياه ... الخ).

ويلعب الاستثمار في مشاريع البنية التحتية دوراً حيوياً في تحقيق النمو الاقتصادي والحد من الفقر عبر تزويد المواطنين بالمنتجات والخدمات الأساسية في مجال الطاقة والمياه والصرف الصحي وغيرها، فضلاً عن زيادة أسهم رأس المال (كما في الطرق والموانئ والسكك الحديدية) التي تقلل بدورها من تكاليف الإنتاج في القطاعات الأخرى. وتميل البلدان التي تتمتع بمعدلات نمو مرتفعة إلى القيام بمشاريع استثمارية ضخمة في قطاع البنية التحتية، فيما يتراجع الأداء الاقتصادي للبلدان التي تعاني انخفاضاً في مستوى استثماراتها المتعلقة بالبنية التحتية؛ وقد أدى توفر الطاقة الكهربائية في ترازيا، على سبيل المثال، إلى زيادة الدخل غير الزراعي بنسبة ٦١٪^١. أما على صعيد الاقتصاد الكلي، فمن المتوقع أن يرتفع النمو الاقتصادي الفردي في البلدان الأفريقية بنسبة ٢,٦٪ سنوياً إذا أمكن لمشاريع البنية التحتية فيها أن تصل إلى المستوى الموجود في كوريا الجنوبية^٢.

١,١ الاحتياجات التقديرية لتمويل مشاريع البنية التحتية

إن احتياجات الاستثمارية لمشاريع البنية التحتية حول العالم كبيرة للغاية؛ ولا تقتصر أسباب حاجة القطاع الهائلة إلى التمويل على ضخامة الاستثمارات التي تطوي عليها عادةً مثل هذه المشاريع فحسب، بل تعود أيضاً إلى وجود نقص واضح في هذه الاستثمارات؛ ففيما ينبغي أن يتراوح الحجم الأمثل لاستثمارات البنية التحتية في البلدان النامية بين ٧-٩٪ من ناتجها المحلي الإجمالي، إلا نسبة الاستثمارات الفعلية تتراوح بين ٢-٤٪ فقط حسب تقديرات البنك الدولي^٣. ورغم لجوء بلدان مثل الصين وفيتنام إلى استثمار حوالي ١٠٪ من ناتجها المحلي الإجمالي في مشاريع البنية التحتية، إلا أنها ما زالت عاجزة عن تلبية الطلب المتزايد في قطاعي الهاتف والكهرباء^٤.

وتقدر «منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية» أن تصل قيمة الاستثمارات التي يحتاجها العالم في مشاريع البنية التحتية لقطاعات الطرق والسكك الحديدية والاتصالات والكهرباء والمياه إلى حوالي ٧١ تريليون دولار بحلول عام^٥ ٢٠٢٠. كما ستحتاج الأسواق الناشئة إلى استثمار حوالي ٢١ تريليون دولار في مشاريع البنية التحتية خلال العقد الذي يبدأ بعام^٦ ٢٠٠٨. ورغم ارتفاع نسبة هذه الاستثمارات في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي خلال العامين الماضيين، إلا أنها بقيت ضعيفة نسبياً على مر السنوات العشر التي سبقت عام^٧ ٢٠٠٧، فيما وصلت قيمتها خلال ذلك العام وحده إلى ٢٠٦,٢٢ مليار دولار^٨. وسيؤدي النمو السكاني المتزايد وارتفاع وتيرة النمو الاقتصادي إلى زيادة الطلب على مشاريع البنية التحتية خلال السنوات المقبلة، لاسيما في قطاعات المياه والنفط والطاقة. وتتفاوت التقديرات المتعلقة بقيمة هذه الاستثمارات في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي بين ٥٢٥ مليار دولار خلال العقد المقبل لتصل إلى حوالي ٢ تريليون دولار بحلول عام^٩ ٢٠٢٠.

١,٢ أهداف ورقة العمل

لطالما كانت مسؤولية إنشاء مرافق البنية التحتية تقع تقليدياً على عاتق الحكومات، الأمر الذي جعل القطاع العام عرضة للانتقاد لتدني مستوى هذه الخدمات قياساً بأسعارها المرتفعة نسبياً، فضلاً عن وقوع الكثير من الدول رهن أعباء ثقيلة من العجز والدين. ونتيجة لذلك، اتجهت الحكومات للاستعانة بالقطاع الخاص في توفير السلع والخدمات المرتبطة بمشاريع البنية التحتية؛ إلا أن هذا التوجه لا يزال متواضعاً إلى حد ما. ويقدر البنك الدولي أن القطاع العام يتولى تمويل ما يتراوح بين ٧٠-٧٥٪ من إجمالي مشاريع البنية التحتية في البلدان النامية، بينما لم تتجاوز مساهمة القطاع الخاص فيها ١٥-٢٠٪ (وتعود نسبة ١٠٪ المتبقية إلى جهود التنمية الرسمية)^{١٠}. ولتلبية الطلب الهائل وسد الفجوة الاستثمارية لهذا القطاع في المستقبل، لا بد من البحث عن مشغلين وممولين جدد لضمان الحفاظ على تطوير البنية التحتية ونمو الاقتصادات.

ويعد التمويل الإسلامي أحد المصادر الرئيسية التي لم يتم الاستفادة منها بشكل كاف في تمويل مشاريع قطاع البنية التحتية، والتي تعد فرصة استثمارية مثالية للتمويل الإسلامي باعتباره يركز على التمويل المدعوم بالأصول والتمويل القائم على أساس الملكية والخيارات الإيديولوجية في الاستثمارات الاجتماعية، ومع ذلك لم تتسنى الفرصة بعد أمام قطاع التمويل الإسلامي لتمويل مشاريع البنية التحتية على المستوى المطلوب؛ فعلى سبيل المثال، بلغ حجم التمويل الإسلامي لمشاريع البنية التحتية في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي ٩ مليارات دولار من أصل ٤٠ مليار دولار قيمة الاستثمارات الخليجية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية (أي ما يعادل ٢٢٪ من إجمالي قيمة هذه الاستثمارات)^{١١}. وعلى نحو مماثل، تم تخصيص ١,٦ مليار دولار فقط لمشاريع البنية التحتية من أصل ١٤,٩ مليار دولار قيمة الصكوك الإسلامية التي تم إصدارها خلال عام^{١٢} ٢٠٠٨. وتهدف هذه الورقة إلى توضيح المسائل المتعلقة بتوظيف التمويل الإسلامي في تطوير مشاريع البنية التحتية؛ ورغم تطرقها للسبل والهيكليات والقيود التي تحد من استخدام التمويل الإسلامي في هذه المشاريع، إلا أن الورقة لا تعد دراسة مستفيضة حول هذا الموضوع.

تم تنظيم الورقة على النحو التالي: يطرح القسم الثاني المادة الأساسية لهذه الدراسة من خلال تحديد السمات المختلفة لمشاريع البنية التحتية، بينما يناقش القسم الثالث مصادر التمويل في مشاريع البنية التحتية. أما القسم الرابع، فينتظر للعديد من القضايا المتعلقة باستخدامات التمويل الإسلامي في مشاريع البنية التحتية، فضلاً عن تحديد أساليب هذا التمويل، وإيضاح آليات استخدام عمليات التمويل المشتركة والصكوك في تمويل مشاريع البنية التحتية. في حين يعنى القسم الخامس بمناقشة المسائل الهيكلية، والتنظيمية/القانونية، والشرعية المرتبطة بتوظيف التمويل الإسلامي في تطوير مشاريع البنية التحتية. ويستعرض القسم الأخير الاقتراحات التي من شأنها تعزيز دور التمويل الإسلامي في هذا القطاع المهم. وعدا عن توفير الأطر القانونية والتنظيمية الداعمة التي تمهد الساحة أمام التمويل الإسلامي، فثمة حاجة لمشاركة ودعم الحكومات في تعزيز سوق الصكوك الإسلامية.

^[1] البنك الدولي (٢٠٠٨)؛ ٢ فوستر (٢٠٠٨)؛ ٢ البنك الدولي (٢٠٠٨)؛ ٤ ستراب وآخرون (٢٠٠٨)؛ ٥ نقلاً عن شركة ”برايس ووتر هاوس كوبرز“ (٢٠٠٨). ويستثنى من هذا الرقم الاستثمار في مشاريع المطارات والموانئ البحرية والبنية التحتية الاجتماعية مؤسسة التمويل الدولية وهارونني (٢٠٠٨)

^[2] يشير موقع زاوية الالكترونى إلى أن دول مجلس التعاون الخليجي قامت بين عامي ١٩٩٨-٢٠٠٧ باستثمار ٢٠٪ من مجموع نتاجها المحلي الإجمالي في مجال البنية التحتية قياساً إلى الصين بنسبة ٢٩٪، وكوريا الجنوبية بنسبة ٢٠٪.

^[3] إرنست أند يونج (٢٠٠٨)؛ ٩ موقع زاوية (٢٠٠٨) بالنسبة للقيمة التقديرية الأولى، و”ستاندرد أند بورز“ للقيمة الثانية.

^[4] البنك الدولي (٢٠٠٨)

^[5] إرنست أند يونج

^[6] ”ستاندرد أند بورز“ (٢٠٠٩)

٢. السمات المميزة لمشاريع البنية التحتية

يتم تأسيس مشاريع البنية التحتية عادةً كشركات مستقلة قانونياً «يتم تمويلها بالإقراض دون حق الرجوع بغية الاستثمار في أصول رأس المال وفق أهداف وفترات محددة»^{١٢}. وعادةً ما تستوجب ضخامة مشاريع البنية التحتية، بما تنطوي عليه من ارتباطات سابقة وأجلة، وجود هيكليات تعاقدية معقدة تضم العديد من الأطراف. ونظراً لتشابك العقود المبرمة في تمويل هذه المشاريع، يطلق عليها أحياناً اسم «تمويل العقود»^{١٣}. وتتحصر عقود مشاريع البنية التحتية ضمن أربع فئات هامة تتمثل في توريد المدخلات، وعمليات شراء الإنتاج، والأعمال الإنشائية، وعمليات التشغيل^{١٥}.

٢,١ مراحل ومخاطر المشروع

تمر مشاريع البنية التحتية عادةً بأربع مراحل نموذجية تتمثل في التصميم، والبناء، والتشغيل، والصيانة. وخدمةً لأهداف ورقة العمل هذه، سيتم اختزال هذه المراحل إلى مرحلتين أساسيتين هما البناء والتشغيل. ونتناول فيما يلي المخاطر التي قد تواجه هاتان المرحلتان من مسيرة تطور المشروع^{١٦}:

مرحلة البناء: إن ضخامة وتعقيد مشاريع البنية التحتية تستوجب وضع تصاميم على مستوى عال من التخطيط والانسجام. وقد ينطوي سوء المزايا التصميمية والهندسية على مخاطر فنية كبيرة؛ فثمة مخاطر مرتبطة بموقع المشروع، وأخرى تتعلق بالأعمال الإنشائية كالتأخر في عملية البناء، وارتفاع أسعار المواد الخام، واتباع بعض الإجراءات الخاطئة في العمليات الإنشائية.

مرحلة التشغيل: ثمة مصادر عديدة لمخاطر العمليات التشغيلية؛ فقد تتجم هذه المخاطر عن سوء الإدارة الذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع كلفة تشغيل

المشروع؛ بينما تنشأ مخاطر العائدات نتيجة التغيرات التي تطرأ على مستوى الطلب وأسعار الإنتاج؛ كما تتجلى المخاطر المالية في تراجع مستوى العائدات، ومدى تأثير ذلك في قدرة الشركة المنفذة للمشروع على الوفاء بالتزاماتها المالية.

وإلى جانب المخاطر المتعلقة بمرحلتي البناء والتشغيل، لا بد من الانتباه لبعض المخاطر العامة التي قد تواجه مشاريع البنية التحتية^{١٧}، بما في ذلك المخاطر السياسية (كالتغييرات الحكومية)، أو التغييرات القانونية، أو مخاطر إلغاء عقد الامتياز، فضلاً عن المخاطر الناجمة عن التغيرات الاقتصادية كارتفاع معدلات التضخم أو أسعار الفائدة.

٢,٢ المزايا الخاصة لتمويل مشاريع البنية التحتية

فيما تتطلب مرحلة بناء المشروع وجود استثمارات كبيرة، تحتاج مرحلة التشغيل إلى تمويل رأس المال العامل. وفيما يلي بعض المزايا الخاصة لتمويل مشاريع البنية التحتية:

الاستثمارات: غالباً ما تنطوي المراحل الأولية لمشاريع البنية التحتية على مبالغ استثمارية ضخمة نظراً لكثافة رأس المال فيها؛ كما تتمتع هذه المشاريع عادةً بوفورات في الحجم بسبب ارتفاع تكاليف الإغراق. ونظراً لطبيعتها المجمعة التي لا تقبل التقسيم، قد لا يكون من السهل تداول مثل هذه المشاريع في السوق الثانوية باعتبارها تشكل استثمارات غير سائلة^{١٨}.

استحقاق المشروع: تتميز مشاريع البنية التحتية عادةً بفترات تشغيلية طويلة الأمد، لذا يترتب على تمويلها الاستفادة من فترات انقاع أطول. وقد تستغرق مرحلة بناء بعض المشاريع سنوات عديدة، وبالتالي قد يمتد استحقاق هذه المشاريع لفترات تتراوح بين ٥ -٤ عاماً^{١٩}.

التكاليف والعائدات: عادةً ما تسفر فترة الاسترداد، التي تتناسب مع أمد مشاريع البنية التحتية، عن معدلات منخفضة وثابتة من العائدات. وتتميز خدمات أو منتجات المشروع في بعض الحالات ببقائها ثابتة دون إمكانية الاحتفاظ أو التداول بالفائض منها. ونظراً لارتفاع نسبة المخاطر التي يواجهها المشروع واتباع سياسة التمويل دون حق الرجوع، فإن كلفة الائتمان عادةً ما تكون أعلى من قيمة ديون الشركة^{٢٠}. وقد يؤدي وجود حالة من عدم الاستقرار على المدى الطويل وارتفاع تكاليف الودائع إلى توقف بعض مشاريع البنية الأساسية عن تحقيق الربحية.

المخاطر: تنطوي مشاريع البنية التحتية التي توظف مبالغ طائلة من رأس المال لفترة زمنية طويلة على أنواع شتى من المخاطر، والتي يمكن إدراجها ضمن فئتين رئيسيتين هما: المخاطر المؤسسية والمخاطر التجارية. وتنشأ المخاطر المؤسسية نتيجة التغييرات الجذرية التي قد تشهدها البيئة المؤسساتية فيما يتعلق بشكل الأنظمة السياسية والقانونية والتنظيمية. وتدرج ضمن المخاطر السياسية كلاً من المخاطر التنظيمية، ومخاطر انخفاض قيمة العملة، وعدم قابلية تحويل العملات، وفرض القيود على نقل الأموال، وقيام الحكومات المضيفة بنزع الملكية، والإخلال بالعقد^{٢١}؛ ويضاف إلى ذلك مخاطر القوة القاهرة التي قد تنشأ نتيجة لظروف غير متوقعة مثل الحروب والكوارث الطبيعية؛ والمخاطر البيئية التي قد تسبب بها العوامل المضرة بالبيئة. أما المخاطر التجارية الرئيسية، فتترتب بحالات عدم الاستقرار المتعلقة بالعائدات على الاستثمارات. وقد يتضمن ذلك المخاطر الفنية والإنشائية والتشغيلية والمالية ومخاطر العائدات أنفة الذكر.

٢,٣ دور أصحاب المصلحة في تطوير البنية التحتية

جرت العادة أن تضطلع الحكومات أو الهيئات الحكومية المختصة بمهمة تطوير مشاريع البنية التحتية، إلا أن هناك بعض العوامل التي قد تحد من قدرة هذه الحكومات على القيام بذلك؛ فقد لا يتم تخصيص الموارد اللازمة للبنية التحتية على النحو الملائم، إلى جانب عوامل أخرى تتعلق بمعدلات المخاطر إلى العائد. ونتيجة لهذه الأسباب، تفتقر المشاريع الحكومية في كثير من الأحيان للكفاءة المطلوبة من حيث مواعيد التسليم والنفقات. ولتلبية الطلب المتزايد والاحتياجات المستقبلية، ثمة حاجة ماسة ليس إلى زيادة مشاريع البنية التحتية فحسب، بل إلى تحسين نوعية خدماتها أيضاً^{٢٢}. ولحل هذه المعوقات التمويلية والتشغيلية، تلجأ الحكومات إلى انتهاج أساليب متعددة لتشجيع القطاع الخاص على لعب دور أكبر في هذا المجال. وقد تؤدي مساهمة القطاع الخاص في مشاريع البنية التحتية إلى تقليص نسبة الدين والعجز في ميزانية الحكومة، وتمكينها من توظيف الأموال في قطاعات اجتماعية أخرى أكثر أهمية^{٢٣}.

ورغم بعض الحالات التي قد يتم فيها تنفيذ مبادرات القطاع الخاص المتعلقة بمشاريع البنية التحتية على أساس تجاري محض، إلا أن رأسمال القطاع الخاص قد لا يكون مستعداً للإقدام على هذه المشاريع لاعتبارات تتعلق بمعدل المخاطرة إلى العائد/استحقاق المشروع؛ وهو ما يستوجب تدخل الحكومات لإيجاد البيئة المؤسسية السليمة وتوفير الحوافز المناسبة الكفيلة باستقطاب المشاركين من القطاع الخاص.

ويمكن للقطاع الخاص الانخراط في تطوير مشاريع البنية التحتية من خلال الشراكة بين القطاعين العام والخاص، والتي يمكن تعريفها بأنها «إسناد المشاريع الاستثمارية التي يقتصر إنجازها أو تمويلها عادةً على القطاع العام إلى القطاع الخاص»^{٢٤}. وفي إطار هذه الشراكة، تنتقل ملكية الأصول العامة بشكل مؤقت إلى القطاع الخاص من خلال عقد امتياز. وثمة عنصران أساسيان يحكمان دور كل من القطاعين بموجب هذا العقد هما الملكية والإشراف على المشاريع خلال مدة الامتياز^{٢٥}. وتتطلب مشاركة القطاع الخاص في هذه المشاريع توفير القوانين والأنظمة الداعمة التي من شأنها حماية حقوق الملكية خلال مدة الامتياز. وهناك العديد من الطرق التي تتيح للقطاع الخاص المشاركة في مشاريع البنية التحتية. وفيما يلي بعض الترتيبات التي يحددها البنك الدولي في هذا السياق^{٢٦}:

١. الإدارة وعقود الإيجار: تحتفظ الحكومة بحقوق الملكية واتخاذ القرارات الاستثمارية، بينما يقتصر دور القطاع الخاص على توفير

خدمات الإدارة. وتقضي هذه العقود بعدم امتلاك القطاع الخاص لأي من الأصول والتي تعود ملكيتها للحكومة بعد انتهاء فترة العقد

^[1] ٢٠ يذهب إستي (٢٠٠٢) إلى أن ديون المشروع قد تزيد بنسبة ٥٠-٤٠٠ نقطة أساس عن ديون الشركة

^[2] ٢١ ماتسوكارا وهايبك (٢٠٠٧)

^[3] ٢٢ من المقرر أن يرتفع معدل النمو الاقتصادي الهندي بنسبة ٢,٥% إلى ٤% حال تمت توفير الإدارة الكفء لمشاريع القطاع العام. (مور وسيراوات ٢٠٠٦، صفحة ١)

^[4] ٢٣ فايفز وكريستي (غير مؤرخ)

^[5] ٢٤ المفوضية الأوروبية (٢٠٠٢، صفحة ١٢٨).

^[6] ٢٥ لينهوت (٢٠٠٩)

^[7] ٢٦ البنك الدولي (٢٠٠٧)

^[8] ١٢ إستي (٢٠٠٢، صفحة ٥-٦)؛ خان (٢٠٠٢، صفحة ٦)

^[9] ١٥ يزعم إستي (٢٠٠٢) أن المشروع النموذجي قد يضم ١٥ فريقاً يرتبط عبر ٤٠ عقداً أو أكثر. ويستشهد الكاتب بمشروع «ملبورن سيتي لينك» الذي وصلت قيمته إلى ٢ مليار دولار أسترالي وضم أكثر من ١٠٠ عقد ومزود للخدمات.

^[10] ١٦ تمت مناقشة المخاطر الواردة في هذا القسم في (جريمسي أند لويس) و(ياسكوب) (٢٠٠٧)، ١٧ ياسكوب (٢٠٠٧)

^[11] ١٨ جريمسي ولويس (٢٠٠٢)، ١٩ مور أند سيراوات (٢٠٠٦)

٢٠ عقود الامتياز: تتيح عقود الامتياز للشركة الخاصة الحصول على ملكية الأصول لفترة زمنية محدودة (٢٥-٣٠ عاماً) بغية تعزيزها والحفاظ عليها، وتحمل كافة المخاطر المترتبة على المشروع خلال فترة العقد. وتتولى الشركة الخاصة مسؤولية تمويل وإدارة الاستثمارات وتشغيل الأصول وحمايتها. ومن النماذج المألوفة لعقود الامتياز هناك «التأهيل، والتشغيل، ونقل الملكية»؛ و«التأهيل، والإيجار، ونقل الملكية»، و«البناء، والتأهيل، والتشغيل، ونقل الملكية»^{٢٧}.

٢١. المشاريع الجديدة (جرينفيلد)^{٢٨}: تتولى الشركة الخاصة بموجبه بناء وتشغيل منشأة جديدة لفترة زمنية محدودة، إما على نحو مستقل أو بالشراكة مع القطاع العام، وتحمل مخاطر ملكيتها وتشغيلها على أن تعود ملكية المشروع للحكومة بعد انتهاء فترة العقد. وقد تتخذ عقود المشاريع الجديدة أشكالاً مختلفة ومنها «البناء، والإيجار، والتملك»، و«البناء، والتملك، ونقل الملكية»، و«البناء، والتملك، والتشغيل، ونقل الملكية»، و«البناء، والتملك، والتشغيل».

٤٠. التجريد: ويعد أحد إجراءات الخصخصة التي تخول الشركة الخاصة حق شراء حصة محددة في ملكية مشروع حكومي. ومع انتقال ملكية المشروع، تأخذ الشركة على عاتقها مسؤولية تنفيذ جميع الاستثمارات وعمليات تشغيل وصيانة المشروع، فضلاً عن تحمل كافة المخاطر المترتبة عليه. ويمكن لعمليات التجريد أن تكون كاملة أو جزئية؛ وفي حال كانت جزئية، يمكن للقطاع العام أن يحتفظ بحق الإدارة أو الملكية.

٥٠. المشاريع المضمونة: هي المشاريع التي يبادر القطاع الخاص إلى تنفيذها بمفرده متحملاً جميع المخاطر التشغيلية والتجارية مع ضمان الحكومة لأي عائدات أو دفعات.

وتقوم الجهات الخاصة الراعية للمشروع بتأسيس شركة استثمارية ذات غرض خاص يشار إليها بـ «شركة المشروع» وتعمل بمثابة كيان قانوني مستقل بعيد عن الإفلاس. ويقوم المستثمرون بتمويل المشروع عبر «شركة تمويل» أو وكيل يتولى القيام بهذه المهمة. وتجدر الإشارة إلى أن شركة التمويل قد يتم تأسيسها كشركة ذات غرض خاص (عندما يتم جمع رأس مالها من خلال بيع الأوراق المالية)، أو تعمل بشكل تعاقدى بمثابة «وكيل» للممولين (في حالة التمويل المشترك). ويقوم المستثمرون بتزويد شركة التمويل بالأموال اللازمة لتمويل شركة المشروع. وخلال مرحلة التأسيس، تتولى شركة المشروع تنفيذ الأعمال الإنشائية للمشروع بالاستفادة من الخدمات التي تقدمها «شركة هندسة وتوريد وبناء» تتعامل بدورها مع موردي المدخلات والمقاولين من أجل بناء المشروع^{٢٩}. وبعد انتهاء المشروع، قد تستعين شركة المشروع بخدمات «شركة تشغيل وإدارة» تتولى تشغيل وإدارة المشروع من خلال بيع خدماته للعملاء.

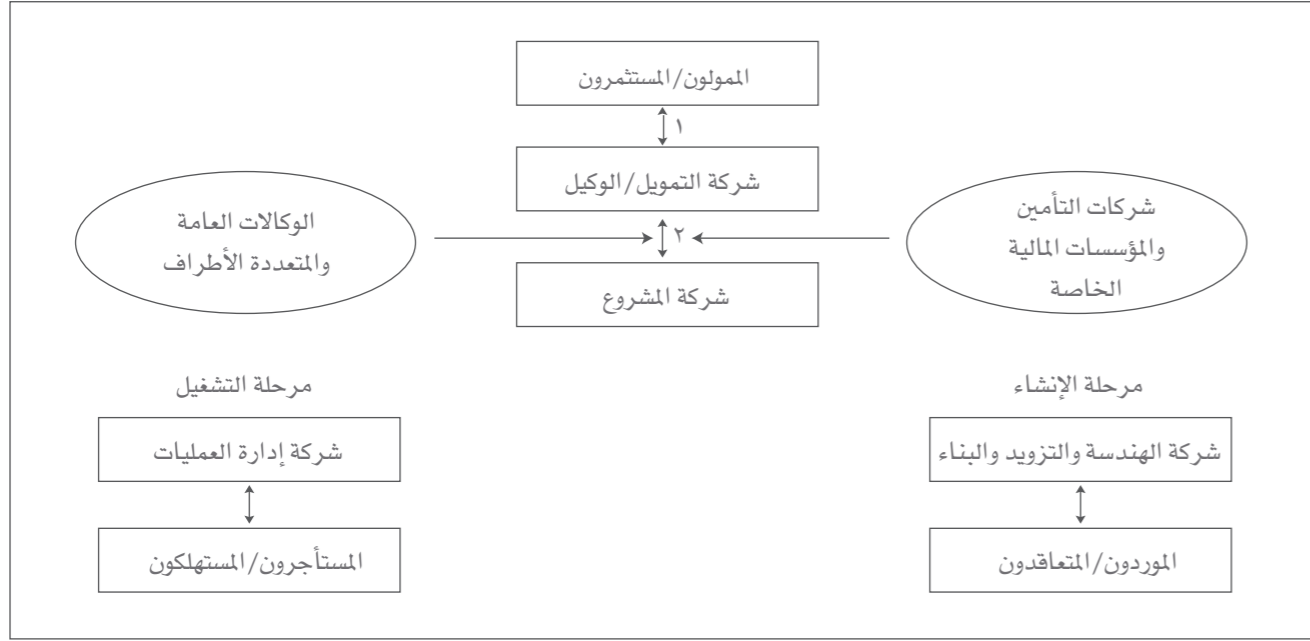
ويتعين على الحكومة تقديم بعض الحوافز التي من شأنها تشجيع القطاع الخاص على الاستثمار في مشاريع البنية التحتية، سواء من خلال دعم الأسعار و/أو توفير الضمانات الكفيلة بتقليل المخاطر والحفاظ على استقرار العائدات. وقد يتطلب ذلك على وجه التحديد تقديم ضمانات لتوريد مدخلات الإنتاج وشرائه بأسعار ثابتة ومحددة. ويمكن دعم أسعار الإنتاج بتوفير الإعانات الحكومية اللازمة لها عبر تأسيس شركة ذات غرض خاص تقوم بشراء سلع أو خدمات المشروع بأسعار تعاقدية متفق عليها مسبقاً، ومن ثم إعادة بيعها للمشتريين أو المستهلكين النهائيين^{٣٠}.

كما تقدم وكالات التنمية الثنائية والمتعددة الأطراف للمؤسسات المالية ضمانات الائتمان الجزئية (PCGs) وضمانات المخاطر الجزئية (PRGs)، مما يتيح لها توفير التمويل اللازم لمشاريع البنية التحتية. وتتولى وكالات التأمين متعددة الأطراف مثل «الوكالة الدولية لضمان الاستثمار» و«مجموعة البنك الدولي» توفير خدمات التأمين ضد المخاطر السياسية لكل من الدين والملكية^{٣١}. كما تتولى بعض الهيئات الوطنية العامة تقديم ضمانات إضافية وخدمات التأمين لتغطية التعاملات التجارية واستثمارات الملكية والدين.

وعدا عن توفير الضمانات ودعم الأسعار، تحتاج شركات المشاريع لإدارة العديد من المخاطر التجارية المرتبطة بمشاريع البنية التحتية والتي تم توضيحها أعلاه. وكما هو الحال في بقية المشاريع الأخرى، تقوم شركة المشروع باستخدام آليات وأدوات عديدة لتقليل هذه المخاطر. وقد يتطلب ذلك الاستعانة بخدمات شركات التأمين والمؤسسات المالية الخاصة التي يمكنها تغطية شتى أنواع المخاطر التجارية والسياسية. وهنا يجدر التنويه

إلى مدى أهمية توفير الضمانات وخدمات التأمين في تحسين التصنيف الائتماني الذي يؤدي بدوره إلى خفض تكاليف الاقتراض وتوفير التوريق اللازم للأصول. ويوضح الشكل (١) العلاقات التي تجمع بين أصحاب المصلحة في إطار عملية تمويل مشاريع البنية التحتية^{٣٢}. ويشير السهم ١ للعلاقة التي تجمع بين الممولين/المستثمرين الخارجيين من جهة وشركة المشروع من جهة أخرى؛، بينما يظهر السهم ٢ العلاقة بين شركة التمويل وشركة المشروع.

الشكل ١: أصحاب المصلحة والعلاقات التي تربط بينهم في تمويل مشاريع البنية التحتية:



٢،٤ تمويل البنية التحتية من قبل القطاع الخاص

تستعرض ورقة العمل هذه نموذجان أساسيان لمشاركة القطاع الخاص بتمويل مشاريع البنية التحتية هما الامتيازات والمشاريع الجديدة، والتي تبقى ملكية المشاريع بموجبه بيد شركات التشغيل الخاصة إلى حين انتهاء مدة العقد، لتعود بعدها إلى الحكومة. ويحق لشركات القطاع الخاص، عند تمويلها لمشاريع البنية التحتية بموجب عقود الامتياز، أن تستفيد من أرباح المشروع دون امتلاكه^{٣٣}. وكما ورد سابقاً، ثمة حاجة لتمويل الإنفاق الرأسمالي خلال مرحلة الإنشاء، ورأس المال العامل خلال مرحلة التشغيل. وللحصول على الموارد المطلوبة، لا بد للمشاريع أن تتمتع بالقدرة على استقطاب مستثمري القطاع الخاص عبر تقديم عروض مغرية لتحسين معدلات المخاطرة إلى العائد. ويمكن تحقيق ذلك من خلال إطلاق الأسواق، والمؤسسات، والأدوات التي قد تتلاءم مع توقعات المستثمرين على هذا الصعيد.

وبما أن لكل مشروع من مشاريع البنية التحتية خصوصيته المميزة التي ينفرد بها، لذا تفتقر هذه المشاريع عادةً إلى تاريخ مهني مشهود يشجع على استقطاب التمويل، لا سيما في ظل القدرة المحدودة للممولين على الاستعانة برعاة المشروع، واعتباراتهم المتعلقة بالتدفقات المالية المطلوبة لسداد مستحققاته. وتعد المخاطر التي تتطوي عليها مشاريع البنية التحتية من العراقل الأساسية التي تحول دون انخراط القطاع الخاص في هذا القطاع؛ وكما ورد سابقاً، فهي تتضمن المخاطر المؤسساتية (القانونية، التنظيمية وغيرها)، والمخاطر التجارية المتعلقة بالمشروع ذاته (عدم استقرار مستوى الطلب على إنتاج المشروع، وتوريد المدخلات، والمخاطر التشغيلية والتقنية وغيرها)، الأمر الذي يحد من إقبال القطاع الخاص على تمويل مشاريع البنية التحتية لعدم تلائم معدلات المخاطرة إلى العائد مع أهداف المستثمرين التجارية.

٣٢ تم تعديل البنية الأساسية لهذا الشكل عن "ميلر وموريس (٢٠٠٨).

٢٧ انظر الملحق ١ للإطلاع على تعريف النماذج المختلفة في التعاملات.

٢٨ لاحظ أن مشاريع "جرينفيلد" تتضمن إطلاق مشروع جديد، بينما تتضمن مشاريع "براوفيلد" إعادة التأهيل لأصول موجودة (الأمم المتحدة، ٢٠٠٨، الصفحة ٩٨). ورغم أن عقود الامتياز تستوجب عودة الأصول للدولة بعد انتهاء فترة العقد (الأمم المتحدة ٢٠٠٨)، إلا أن البنك الدولي يفرق بينها باصطلاح مشاريع امتياز ومشاريع جرينفيلد.

٢٩ لاحظ أن شركة المشروع قد تلعب دور شركة الأعمال الهندسة والتوريد والبناء في القيام بأعمال البناء بنفسها.

٣٠ إرنست أند يونغ (٢٠٠٨)

٣١ ماتسوكاوا وهابيك (٢٠٠٧)

^[1] خان (٢٠٠٢)

^[2] ماتسوكاوا وهايبك (٢٠٠٧)

^[3] جريمسي ولويس (٢٠٠٢)

^[4] كيرف وايزاجير (٢٠٠٧)

^[5] دي ماسل وايزاجير (٢٠٠٨)

^[6] كيرف وايزاجير (٢٠٠٧)

^[7] إرنست أند يونغ (٢٠٠٨)

^[8] إسني (٢٠٠٢)

^[9] هالر وآخرون (٢٠٠٨)

٣. مصادر تمويل البنية التحتية

يمكن تقسيم مصادر تمويل مشاريع البنية التحتية عموماً إلى قسمين: عامة وخاصة. وتتضمن المصادر العامة الميزانيات الحكومية على مستويات مختلفة. إذ ينبثق جزء من ميزانية التنمية في العديد من البلدان النامية من مساعدات التنمية الرسمية التي تقدمها البلدان الأخرى أو المؤسسات التنموية متعددة الأطراف. كما تمتلك الحكومات هيئات عامة متخصصة ومصارف تموية تتولى تمويل مشاريع البنية التحتية. وثمة مصدر عام آخر للتمويل يتمثل في صناديق الثروة السيادية.

أما على صعيد القطاع الخاص، فيتم تمويل مشاريع البنية التحتية عبر مؤسسات وصناديق استثمارية مختلفة. إذ يمكن للبنوك والمؤسسات المالية تمويل هذه المشاريع عبر منح قروض مشتركة فضلاً عن تأسيس صناديق مختصة بتمويل البنية التحتية. وعلى سبيل المثال، قام كل من «دويتشه بنك»، و«بنك إثمار» و«أبراج كابيتال» بتأسيس «صندوق الاستثمار في مشاريع التنمية والبنية التحتية» بقيمة ٢ مليار دولار، والذي يعد واحداً من أكبر الصناديق الاستثمارية المختصة بتمويل البنية التحتية في الشرق الأوسط^[١٠]. وقد يتم تمويل هذه المشاريع أيضاً عبر المؤسسات الاستثمارية وصناديق الملكية الخاصة بما فيها صناديق التقاعد والأدخار. وثمة خيار آخر يتمثل في الحصول على التمويل من الأسواق المالية عبر إصدار السندات أو الأوراق المالية. وفي حال وجود البيئّة والحوافز المناسبة، قد يساهم الاستثمار الأجنبي المباشر بشكل كبير في تمويل القطاع الخاص لمشاريع البنية التحتية.

٣,١ آليات التمويل

يمكن لتمويل مشاريع البنية التحتية أن يتم عبر أسهم الملكية، أو القروض أو الاثنين معاً. وقد تتخذ أسهم الملكية شكل رأسمال أولي تباع حقوق ملكيته ضمن أسواق الأسهم. أما القروض، فتتضمن التمويل عن طريق المصارف (بما فيها التمويل المشترك) والمؤسسات المتخصصة (المحلية والعالمية). وعدا عن المؤسسات المالية، يمكن جمع أموال المستثمرين من سوق رأس المال عبر إصدار أنواع مختلفة من الأوراق المالية بما فيها السندات. وفي حال عدم تدخل شركات الوساطة المالية، ينبغي تأسيس شركة ذات غرض خاص أو شركة تمويل لحماية حقوق المستثمرين. أما عن أنواع الأوراق المالية التي يمكن استخدامها للحصول على التمويل من أسواق رأس المال، فتقسم إلى أوراق مضمونة وأخرى غير مضمونة. وفيما تكون الأوراق المالية المضمونة مدعومةً بالأصول ويقوم مستثمروها باختبار المخاطر الحقيقية للأصول عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، يلجأ مستثمرو الأوراق المالية غير المضمونة إلى تحليل المخاطر الملازمة للجهات الراعية أو أساسيات المشروع.

وبما أن أسعار الأوراق المالية والعائدات المتوجب سدادها إلى المستثمرين تعتمد على المخاطر المرتبطة بها، لذا تستطيع الجهات التي تتولى إصدار الأوراق المالية اعتماد تحسينات ائتمانية عديدة للتقليل من المخاطر ورفع سوية تصنيف أوراقها. ويمكن أن يتم ذلك عبر توفير ضمانات نقدية، ورفع قيمة الضمانات، والحسابات الاحتياطية وغيرها؛ كما يمكن إجراء العديد من التحسينات الائتمانية عبر هيكله الأوراق المالية على نحو يؤمن الحماية لمالكها، كأن يحتفظ هؤلاء بأولوية الاسترداد في حال الإفلاس؛ أما الطريقة الثالثة لرفع تصنيف الأوراق المالية، فتتجلى في توفير تحسينات ائتمانية على شكل ضمانات من طرف ثالث.

وتعتمد بنية رأس المال في مشاريع البنية التحتية إلى حد كبير على الرفع المالي، إذ يشغل رأس المال عادةً جزءاً صغيراً من أموال هذه المشاريع، فيما تحتل القروض الحيز الأكبر في تمويلها. وعلى سبيل المثال، كشفت دراسة أن نسبة القروض إلى إجمالي رأس المال في ١٠٥٠ مشروعاً تصل إلى ٧٠٪^[١١]. فيما بينت دراسة أخرى أجريت على ٢٢٨ مشروعاً في آسيا أن الرفع المالي بلغ حداً وسطياً يقارب ٧٥٪^[١٢]. وعلاوةً على ذلك، تبين أن بنية الملكية في مشاريع البنية التحتية الممولة بالأسهم والقروض معاً مركزة بشكل كبير؛ ففيما يمتلك حملة الأسهم عادةً ثلث شركة المشروع، يأتي أغلب التمويل على شكل قروض مشتركة بين عدة مصارف.

ولن يقوم مستثمرو القطاع الخاص بالإقدام على مشاريع البنية التحتية ما لم يتم تقليص المخاطر. وقد يتم ذلك عن طريق نقل هذه المخاطر إلى أطراف ثالثة^[١٣]؛ فضلاً عن استخدام العديد من الأدوات الاستثمارية الأخرى كالضمانات، وخدمات التأمين التي تقدمها الحكومات، والوكالات متعددة الأطراف والشركات الخاصة. وفيما تساعد الضمانات على حماية الدائنين، يتيح التأمين حصول المستثمرين (في الدين والملكية) على تعويضات مناسبة في حال تعرضهم لصدمات سلبية معينة. وفي ظل القدرة المحدودة للممولين على الاستعانة برعاة المشروع، ثمة حاجة لضمان عائدات مستقرة لهذا المشروع على المدى الطويل^[١٤]. وعلاوةً على ذلك، يمكن للشركات الخاصة اعتماد آليات أخرى لتقليص المخاطر كالمشتقات لحماية نفسها من المخاطر التجارية الأخرى الناجمة عن تقلب الأسعار (كمخاطر العملات على سبيل المثال).

ولن يشترك القطاع الخاص في مشاريع تتطوي على مخاطر تجارية وسياسية كبيرة حتى لو كانت تعود عليه بأرباح جيدة. ويمكن تغيير هذه المعادلة إذا أمكن تقليص المخاطر السياسية من خلال اعتماد أنظمة أفضل على الصعيدين القانوني والتنظيمي و/أو رفع مستوى الضمانات والتأمينات. وقد تقدم بعض القطاعات ذات المخاطر التجارية العالية مزيداً من العائدات لتشجيع القطاع الخاص على المشاركة دون الالتزام بتقديم أي حوافز إضافية. فيما تحتاج بعض القطاعات الأخرى إلى تقليص المخاطر التجارية بشكل أكبر عن طريق منح الضمانات وغيرها من الآليات التي تساهم في ذلك. فاستقطاب القطاع الخاص ممكن في حال وفرت الحكومات الخطط اللازمة لتقليص المخاطر التجارية إلى حد كبير.

وتؤكد البيانات المتاحة حول مشاركة القطاع الخاص صحة النقاط الواردة أعلاه كما يتضح من خلال سويات المشاركة العالية في قطاعي النقل والاتصالات، يتلوها قطاع الطاقة مع إقبال قليل نسبياً على قطاعي المياه والصرف الصحي^[١٥]. وقد وصلت نسبة استثمارات القطاع الخاص في الاتصالات عام ٢٠٠٦ إلى ٥٥% من إجمالي الاستثمارات البالغة قيمتها ١١٤ مليار دولار، ليتبعها قطاع النقل بنسبة ٢٦%، والطاقة بنسبة ١٨٪^[١٦]. وفيما اشتملت بعض الاستثمارات المتعلقة بقطاع الاتصالات على عمليات تجريد ومشاريع تجارية، شددت المؤسسات الخاصة على تدني مخاطرها السياسية والتنظيمية؛ إذ تفضل هذه المؤسسات العمل في قطاعات بعيدة عن التدخل السياسي، ويتيح تسعير المنتجات فيها تغطية التكاليف^[١٧]. ويجدر الانتباه إلى أن لكل قطاع مجالات محددة تجتذب الاستثمار الخاص دون غيرها. فعلى سبيل المثال، قد يكون توليد الطاقة الكهربائية وتوفيرها للمستهلكين النهائيين نقطة مشجعة للمستثمرين، بينما لا تحظى عملية نقلها وتوزيعها بالقدر ذاته من الاستقطاب. وعلى نحو مماثل، قد لا تتمتع مشاريع البنية التحتية لخطوط النقل الحديدية وصيانة السكك والمحطات وأجهزة الإشارة بالقدرة التنافسية التي تحظى بها عمليات تشغيل القطارات وصيانتها لدى القطاع الخاص.

٤. التمويل الإسلامي لمشاريع البنية التحتية

يحظى قطاع الخدمات المالية الإسلامية بفرصة كبيرة لتطوير مشاريع البنية التحتية سيما في ظل تركيز هذا القطاع على تمويل المشاريع المدعومة بالأصول والقائمة على أساس الملكية، فضلاً عن الدور الذي تحظى به الكثير من مشاريع البنية التحتية في خدمة شرائح واسعة من المجتمع، الأمر الذي ينسجم مع المبادئ الإيديولوجية لقطاع الخدمات المالية الإسلامية.^{٤٢}

وكما ورد سابقاً، تقوم الجهات الراعية بإنشاء وتشغيل المشروع من خلال شركة المشروع التي تتولى البحث عن التمويل في مرحلة الإنشاء ورأس المال العامل في مرحلة التشغيل. وفيما تتجلى حصة الأسهم في شركة المشروع على شكل رأسمال مساهم للجهات الراعية، إلا أنه يتوجب جمع المزيد من الأموال المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لإكمال المشروع. وعلى غرار المشاريع الممولة بالطريقة التقليدية، سيحتاج المشروع إلى خدمات شركة مختصة بالهندسة والتزويد والبناء خلال مرحلة الإنشاء، وأخرى لإدارة العمليات خلال مرحلة التشغيل. كما يتطلب التمويل الإسلامي لمشاريع البنية التحتية توفير نطاق للأمان، وهنا تلعب الحكومات دوراً مهماً في تحسين الائتمان لهذه المشاريع عبر توفير أنواع متعددة من الضمانات و/أو دعم الأسعار.

وتعتمد العلاقات والعقود القائمة بين الأطراف صاحبة المصلحة في مشاريع البنية التحتية ذات التمويل الإسلامي على نوعية المشروع وأنماط التمويل المستخدمة. ووفقاً للشكل (١)، يمكن مناقشة التمويل الإسلامي لهذه المشاريع على ضوء العلاقات التي تجمع بين المستثمرين/الممولين وشركة التمويل (المشار إليها بالسهم ١)، والعلاقات بين شركة التمويل وشركة المشروع (المشار إليها بالسهم ٢). ويحدد السهم الأول المصادر المختلفة للتمويل وأنماط المستخدمة؛ وهنا يمكن للجهات الممولة أن تكون عبارة عن مصارف تؤمن المبالغ اللازمة على شكل تمويل مشترك، أو مالكو الصكوك الإسلامية الذين يوفرّون التمويل عبر شراء الأوراق المالية. أما السهم الثاني، فيشير إلى العلاقة بين شركة التمويل وشركة المشروع. وفي حالة التمويل الإسلامي، تعتمد الأنماط المستخدمة على مزايا المشروع والجوانب التي يفضلها المستثمرون والجهات الراعية. فعلى سبيل المثال، يمكن استخدام «الاستصناع»، و«الإجارة»، و«المشاركة» وغيرها من الأدوات الاستثمارية كأساس لتمويل المشروع. وتتحدد بنية رأس المال لهذه المشاريع وفقاً لأنماط التمويل المستخدمة.

وسيناقش القسم التالي أنماط التمويل الإسلامي المستخدمة بين شركة التمويل وشركة المشروع، يليه مناقشة التدابير والعقود المؤسسية المعتمدة بين المستثمرين/الممولين وشركة التمويل.

٤,١ أساليب التمويل الإسلامي لمشاريع البنية التحتية

يمكن تصنيف الأنماط التقليدية للتمويل الإسلامي ضمن فئتين أساسيتين هما الملكية والديون. وفيما تتضمن أسهم الملكية أدوات «المضاربة» و«المشاركة»، تبيثق أدوات الدين ذات الدخل الثابت من صفقات البيع ومنها «المرابحة» (البيع بزيادة محددة على قيمة التكلفة أو سعر الشراء)، و«البيع المؤجل» (البيع بثمن مؤجل)، و«الاستصناع»/«السلم» (البيع الآجل للسلعة أو البيع مسبق الدفع)، و«الإجارة» (الإيجار)^{٤٣}. وتتطوي أنماط التمويل المختلفة هذه على مخاطر متنوعة، لذا يتم تحديد نوع العقد المطلوب بناء على المواصفات الخاصة بكل مشروع.

تضم عملية تمويل مشاريع البنية التحتية مرحلتين رئيسيتين، يتم في الأولى توفير التمويل اللازم للإنشاء، بينما تشهد المرحلة الثانية استعادة رأس المال والعائدات خلال التشغيل. ورغم تمويل المشروع بموجب عقد رئيسي واحد، إلا أنه سيرتبط بعقود داعمة عديدة. وكمثال على ذلك، سيتضمن عقد «الإجارة» (الإيجار) تعهداً بالشراء (يتيح لشركة التمويل إلزام شركة المشروع بشراء أصول هذا المشروع)، وتعهداً بالبيع (يتيح لشركة المشروع بيع أصول المشروع)، وإدارة اتفاقية التعاقد (الذي تستأجر شركة التمويل بموجبه خدمات شركة المشروع للقيام بالصيانة الهيكلية) وضمان القروض (التي تحدد الضمانات المستخدمة لدعم التمويل)^{٤٤}. وبما أن المستندات الداعمة تعتمد على الطبيعة المحددة لكل مشروع، لذا ستتم مناقشة تفاصيل العقود الرئيسية المستخدمة لتمويل المشروع في الأقسام التالية.

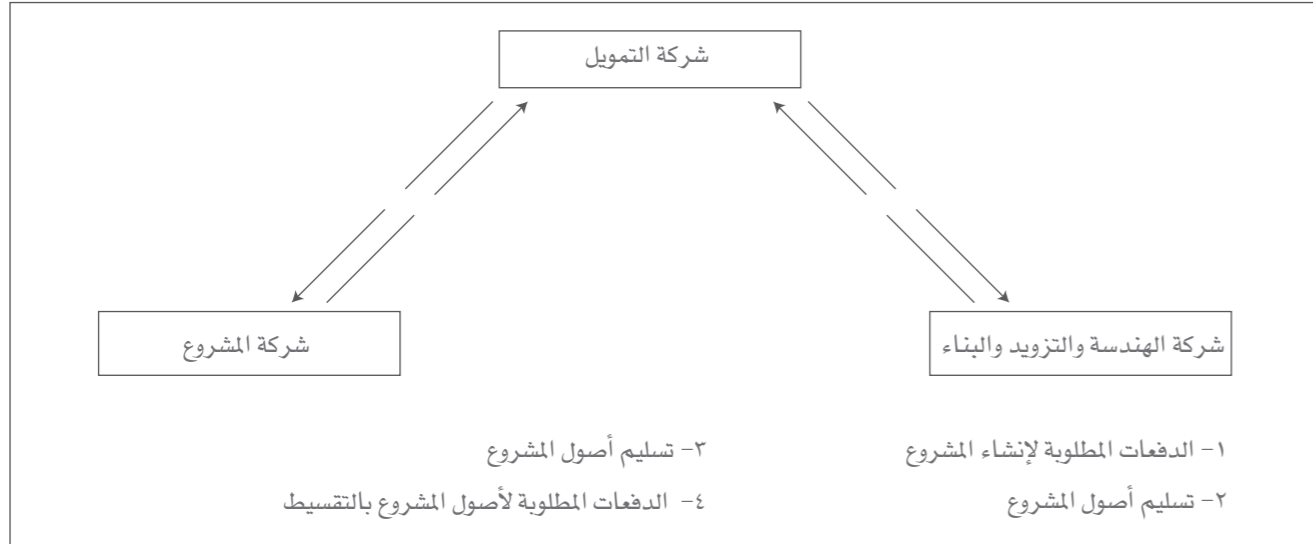
الاستصناع

«الاستصناع» هو عقد بيع سابق للإنتاج يتم إبرامه عند الحاجة إلى إنشاء المشروع وفقاً لمواصفات محددة. ويجب أن يكون أطراف العقد على علم تام بأسعار المشروع ومزاياه المختلفة عند توقيع العقد. ويمكن دفع كلفة هذه المشروع عند توقيع العقد، أو التسليم، أو أي وقت آخر على دفعة واحدة أو بالتقسيط. ويمكن أن يتم إنشاء المشروع إما من قبل البائع أو من خلال التعاقد مع شركة مختصة بالهندسة والتزويد والبناء، وفي هذه الحالة يتخذ الاتفاق الجديد شكل عقد استصناع موازي. وعادةً ما يتم الاستصناع بموجب عقود متوسط أو طويلة الأمد.

وبموجب عقود «الاستصناع» المستخدمة في تمويل مشاريع البنية التحتية، تتبع شركة التمويل أصول المشروع إلى شركة المشروع وتأخذ على عاتقها مسؤولية إنشاء هذا المشروع؛ ثم تقوم بتوقيع عقد «استصناع» موازي مع شركة الهندسة والتزويد والبناء لإنشاء أصول المشروع. وتجدر الإشارة إلى إمكانية تقسيم المبالغ المتوجب تسديدها إلى شركة الهندسة والتزويد والبناء على دفعات تستحق السداد عند إتمام كل مرحلة من مراحل المشروع. وينبغي أن تتطابق مواصفات المشروع بين عقد «الاستصناع» الأصلي وعقد «الاستصناع» الموازي مع فارق وحيد هو أن المبلغ المدفوع لشركة الهندسة والتزويد والبناء سيكون أقل من المبلغ الذي دفعته شركة المشروع؛ ويشكل فرق الأسعار هذا أرباح التمويل. وتدفع شركة المشروع قيمة الأصول إلى شركة التمويل بالتقسيط على امتداد فترة العقد.

وباعتبارها المسؤولة عن بيع أصول المشروع، تتحمل شركة التمويل المسؤولية حيال مخالفة إنشاء وتسليم المشروع للمواصفات أو وجود عيوب خفية فيه. وقد ينص العقد بطبيعة الحال على تحمل شركة الهندسة والتزويد والبناء للمطالبات القانونية الناجمة عن هذه المخالفات، إلا أن شركة التمويل يجب أن تبقى الضامن الوحيد للالتزام بالمواصفات. ويظهر الشكل (٢) الهيكلية الرئيسية لنمط «الاستصناع» في تمويل المشاريع.

الشكل ٢: اعتماد الاستصناع في تمويل مشاريع البنية التحتية



وتكمن المشكلة في عقود «الاستصناع» الموازي أن التمويل فيها يتم وفقاً لمعدلات ثابتة للعائدات على الاستثمار، الأمر الذي قد يعرض شركة التمويل لمخاطر معدلات العائد في المشاريع طويلة الأمد، باعتبار أن هذه العائدات لا يمكن تعديلها وفقاً لأسعار السوق القياسية. وثمة مشكلة أخرى في استخدام «الاستصناع» الموازي تكمن في كون موارده دينوناً مستحقة، الأمر الذي يجعل من هذه الديون أموالاً غير سائلة في ظل عدم إمكانية تداول سندات الإقرار بالدين في السوق. ولحل هذه المشاكل، يمكن استخدام عقود «الاستصناع-الإجارة» بين شركة التمويل وشركة المشروع.

٤٢ ميلر وموريس (٢٠٠٨)

٤٣ لمعرفة المزيد عن أساليب التمويل هذه، راجع "أحمد" (١٩٩٢)، و"كاف وخان" (١٩٩٢)، وعماني (١٩٩٩)

٤٤ للتوسع في وصف هذه العقود، راجع مكملان (٢٠٠٧ و٢٠٠٨)

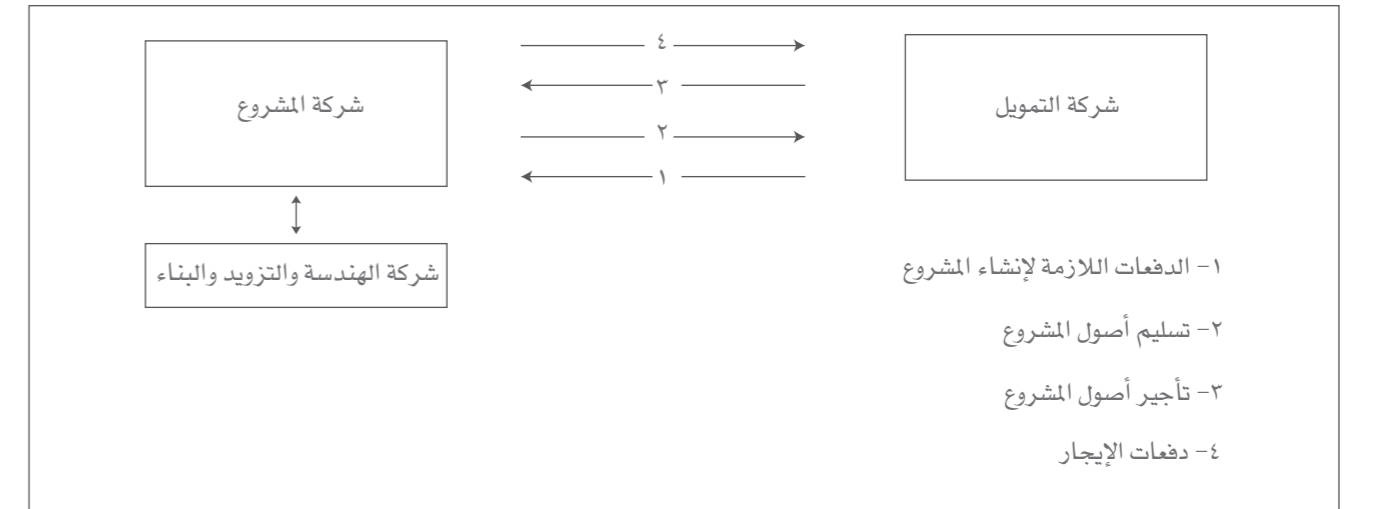
الاستصناع-الإجارة

«الإجارة» (تأجير أو استئجار الأصول) هي عملية بيع حقوق الانتفاع الخاصة بسلع أو أصل دائم، حيث يحق لمالك الأصل تحصيل بدل إيجار أو مبالغ دورية طيلة فترة استفادة المستأجر من هذا الأصل. ويتشابه عقد التأجير (الليزنج) مع عقد التأجير التشغيلي بكونه لا ينص على انتقال ملكية الأصل إلى المستأجر. ورغم أن عقد التأجير يحدد الجهة المسؤولة عن دفع تكاليف الصيانة، إلا أن التكاليف المترتبة على الأضرار العرضية أو الخسارة التامة يتم تحصيلها من مالك الأصل. وما لم ينص العقد صراحةً على منع التأجير الثانوي، يمكن للمستأجر إعادة تأجير الأصل إلى طرف ثالث لقاء بدل إيجار قد يكون أعلى أو أقل من بدل الإيجار الذي يدفعه.

أما «الإجارة والاقتناء» فهو عقد تأجير تنتقل بموجبه ملكية الأصل إلى المستأجر مع انتهاء مدة التأجير. وتغطي الأقساط قيمة الإيجار وجزءاً من رأس المال. وفي نهاية مدة العقد، يحق للمستأجر شراء الأصل وفقاً لسعر السوق، أو للسعر المحدد مسبقاً في بنود العقد. ويمكن لعقود الإجارة أن تكون قصيرة، أو متوسطة، أو طويلة الأمد. وبينما يتشابه عقد الإجارة مع عقد التأجير التشغيلي، فإن عقد «الإجارة والاقتناء» يشبه في بنيته إلى حد ما عقد الإيجار التمويلي.

وبموجب عقود «الاستصناع-الإجارة»، تقوم شركة التمويل بشراء المشروع من شركة المشروع من خلال عقد «استصناع» وتدفع تكاليف الإنشاء في كافة مراحله. وبعد اكتمال بناء المشروع وتسليمه إلى شركة التمويل، يعاد تأجيره مجدداً إلى شركة المشروع التي تدفع إيجار استخدام أصوله طوال مدة العقد. وعند استحقاق المشروع، تنتقل ملكيته إلى شركة المشروع (أو الحكومة في حال كانت مدة العقد هي ذاتها مدة الامتياز). ويوضح الشكل ٢ هيكلية عقود «الاستصناع-الإجارة» المستخدمة لتمويل مشاريع البنية التحتية.

الشكل ٢: اعتماد الاستصناع-الإجارة في مشاريع تمويل البنية التحتية



تتمتع دفعات الإيجار وفقاً لعقود «الاستصناع-الإجارة» بالمرونة وإمكانية ربطها بأسعار السوق القياسية. ويمكن أن يتم ذلك عبر اعتماد بدل إيجار ثابت لفترة معينة، على أن يتم تعديله لاحقاً على فترات متتالية وفقاً لأسعار السوق. وعلاوة على ذلك، يمكن لشركة التمويل، باعتبارها مالكة للمشروع، بيع حصصها في السوق إذا لزم الأمر. ورغم أن بنية «الاستصناع-الإجارة» تحل المشاكل المتعلقة بالأسعار الثابتة والسيولة، إلا أنها تطوي على بعض المخاطر الأخرى. وبحكم امتلاكها للمشروع، يترتب على عاتق شركة التمويل كافة المسؤوليات المرتبطة بالمشروع طيلة مدة العقد.

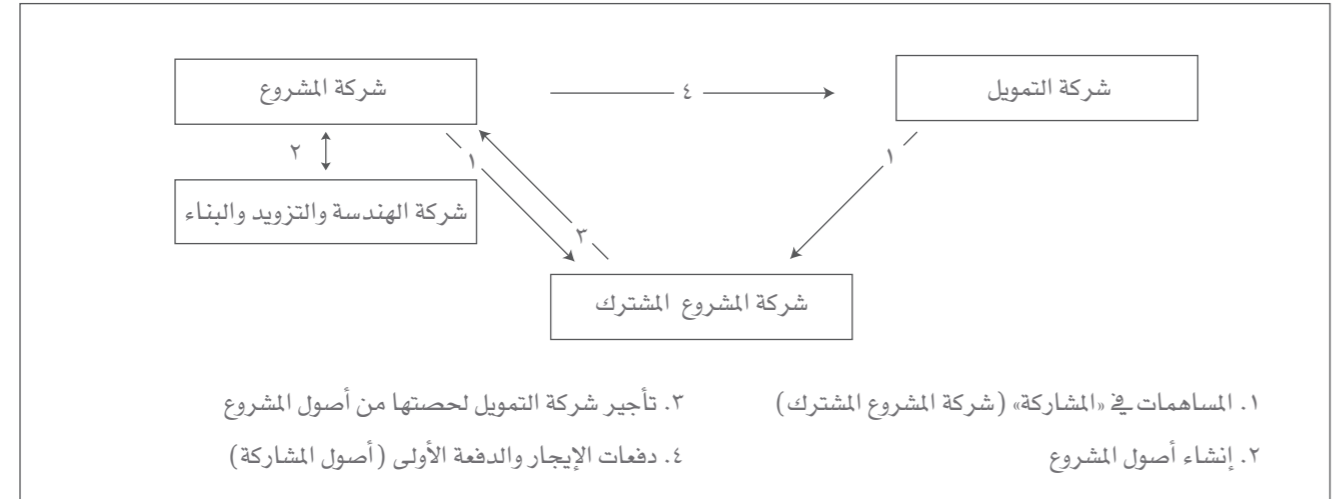
ويعد طول فترة الإنشاء أحد المسائل المهمة التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تمويل مشاريع البنية التحتية، سيما في ظل رغبة الممولين للحصول على عائدات استثماراتهم خلال هذه الفترة. ويمكن حل هذه المشكلة عبر توقيع عقد إيجار مقدم (إجارة موصوفة في الذمة) تدفع شركة المشروع بموجبه بدلات الإيجار مسبقاً لشركة التمويل خلال فترة الإنشاء.

المشاركة

«المشاركة» هي اتفاقية شراكة تنص على مساهمة كافة أطرافها في العمل ورأس المال. وخلافاً لعقد «المضاربة» الذي يفصل بين الإدارة والتمويل، تتيح «المشاركة» لجميع الشركاء المساهمة في إدارة المشروع. وقد تختلف نسبة الأرباح بين الشركاء تبعاً لدور كل منهم في المشروع ونسبة مساهمته في رأس المال. ويسمح هذا العقد باعتماد نسبة أرباح متغيرة للمديرين وفقاً لمستوى الأرباح. وعادةً ما تكون عقود «المشاركة» طويلة الأمد.

ويحق لشركة التمويل وشركة المشروع بموجب اتفاق «المشاركة» تأسيس شركة مشروع مشترك تعود فيها ملكية مشاريع البنية التحتية لكلا الطرفين. وفيما تساهم شركة التمويل في تمويل المشروع لصالح المستثمرين، تقوم شركة المشروع بتمويل حصتها من رأس المال وغيره من المدخلات مثل الأرض، فضلاً عن استخدام شركة هندسة وتزويد وبناء لإنشاء أصول المشروع. وتعود ملكية المشروع بعد انتهائه إلى شركة المشروع المشترك. وتحصل شركة التمويل على العائدات خلال مرحلة التشغيل عبر تأجير حصتها من الأصول إلى شركة المشروع مقابل بدل إيجار. وبموجب «المشاركة» المتناقصة، تتضمن الدفعات التي تتلقاها شركة التمويل دفعة أولية من رأس المال ريثما تحال الملكية بشكل تدريجي إلى شركة المشروع^٥. ويظهر الشكل ٤ أسلوب تمويل مشاريع البنية التحتية وفقاً لعقد «المشاركة».

الشكل ٤: استخدام «المشاركة» لتمويل مشاريع البنية التحتية

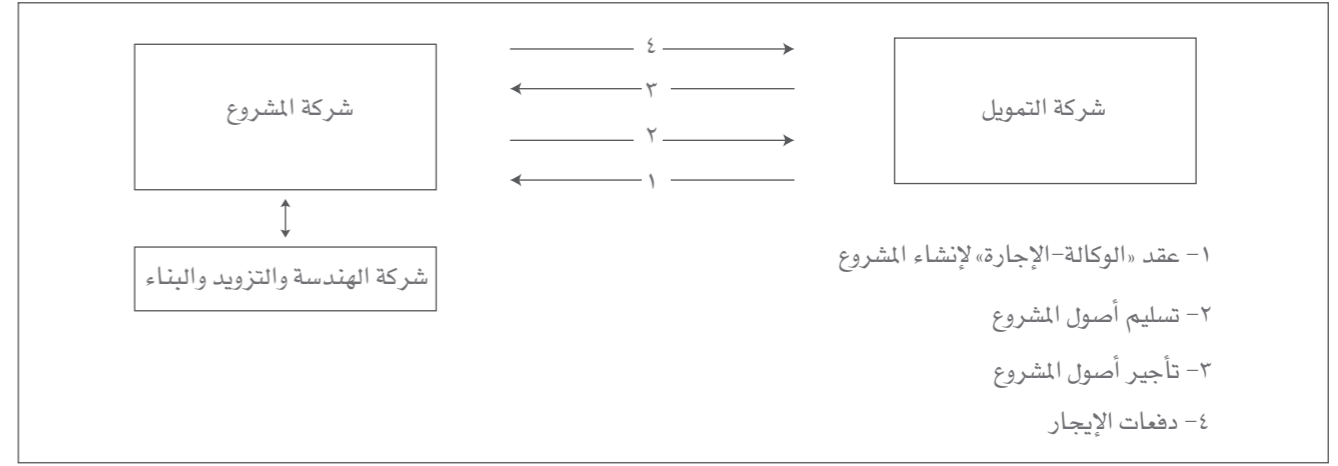


الوكالة-الإجارة

«الوكالة» هي عقد توكيل يتيح لشخص أو جهة ما تمثيل جهة أو شخص آخر لإنجاز واجبات معينة قد تتنوع آليات التعويض الخاصة بها حسب طبيعة العقد. ويتم استخدام عقود «الوكالة-الإجارة» في تمويل مشاريع البنية التحتية على نحو مماثل لعقود «الاستصناع-الإجارة» الواردة أعلاه. ولكن عوضاً عن عقد البيع المستخدم في حالة «الاستصناع»، تقوم شركة التمويل بتعيين شركة المشروع كوكيل لإنشاء المشروع بموجب عقد «وكالة-إجارة». وتستعين شركة المشروع بخدمات شركة الهندسة والتزويد والبناء لإكمال المشروع. وبعد الانتهاء، تستأجر شركة المشروع أصول المشروع وتتلقى شركة التمويل دفعات الإيجار. ويظهر الشكل ٥ النموذج الأساسي لاستخدام عقد «الوكالة-الإجارة» في تمويل مشاريع البنية التحتية.

٥: يمكن لشركة التمويل الحصول على العائدات كحصص من أرباح المشروع التي يتم توزيعها وفقاً لنسبة متفق عليها مسبقاً بين الطرفين. ويؤدي هذا الإجراء إلى عدم استقرار العائدات التي تحصل عليها شركة التمويل.

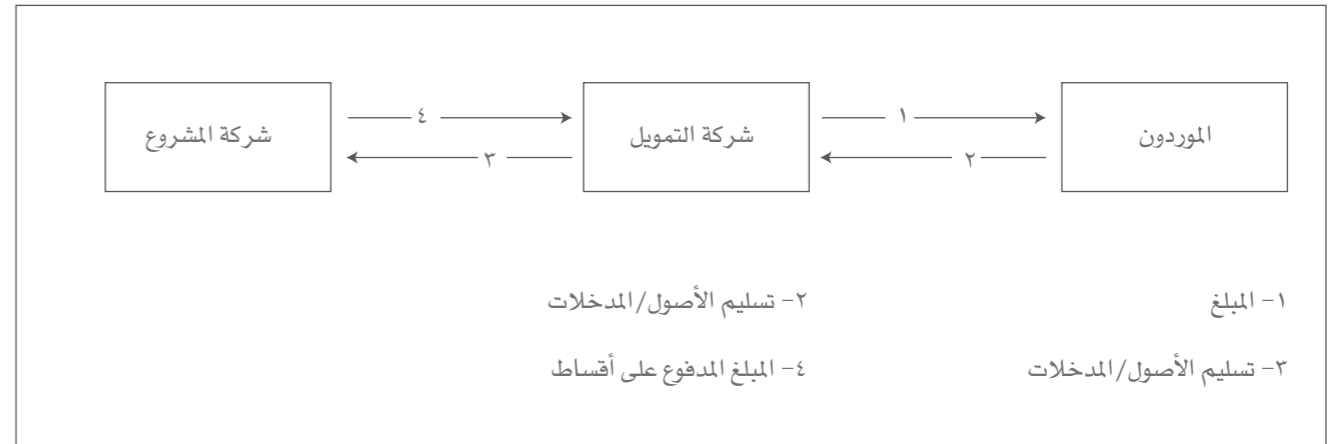
الشكل ٥: استخدام «الوكالة-الإجارة» لتمويل مشاريع البنية التحتية



المرابحة

تقوم شركة التمويل، بموجب عملية المربحة، بشراء الأصول/المدخلات وبيعها لشركة المشروع بهامش ربح محدد. ويستلزم عقد المربحة من شركة المشروع توقيع عقود منفصلة مع كل من المورد/البائع وشركة المشروع. كما يتوجب على شركة التمويل امتلاك الأصل قبل الدخول في عقد البيع؛ وبالتالي ينبغي على شركة التمويل تحمل أي ضرر ناجم عن خسارة في الأصل قبل تسليمه للمشتري. ويجب للعقد أن يحدد نسبة (هامش) الربح فضلاً عن بعض التفاصيل الأخرى المتعلقة بكمية ونوعية السلعة المنتجة، وشروط الدفع؛ ويمكن دفع المبالغ في المستقبل على شكل أقساط. وتستطيع شركة التمويل طلب ضمانات إضافية للحيلولة دون حدوث أي تخلف عن الدفع، مع الاحتفاظ بحقوقها في الاستئثار بهذه الضمانات في حال تعثر الدفع؛ إلا أنه لن يكون بمقدورها أن تزيد من نسبة الديون المعلقة. ولا يمكن تداول السندات التجارية الخاصة بعملية المربحة بسعر منخفض، إنما يمكن تحويل ملكيتها بالاعتماد على القيمة الاسمية للسند. وغالباً ما تكون أدوات المربحة قصيرة الأمد مع مدة استحقاق تصل إلى سنة واحدة أو أقل. ويمكن اعتماد المربحة في مشاريع البنية التحتية بهدف توفير تمويل قصير الأمد لأصول أو مدخلات محددة. ويبين الشكل ٦ النموذج الرئيسي لمشاريع البنية التحتية التي تعتمد على المربحة في تمويلها.

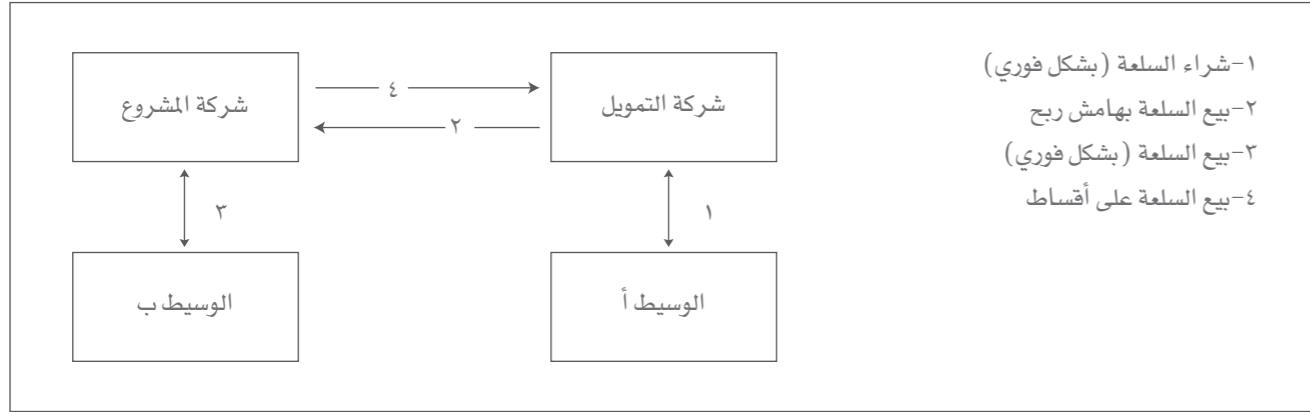
الشكل ٦: استخدام المربحة في تمويل مشاريع البنية التحتية



التورق (مربحة السلع)

يفيد التورق في توفير السيولة النقدية لشركة المشروع للاستفادة منها. ويتم التورق المنظم من خلال شراء شركة التمويل لسلعة ما من وسيط تجاري، ومن ثم بيعها لشركة المشروع بهامش ربح محدد. وتقوم شركة التمويل لاحقاً ببيع هذه السلعة إلى وسيط آخر يكون وكيلاً لشركة المشروع وتقوم بتسليم المبلغ المدفوع لهذا الوكيل. وبالرغم من حصول شركة المشروع على السيولة النقدية بشكل فوري، إلا أن المبلغ المتوجب سداًه لشركة التمويل يتم دفعه على شكل أقساط في المستقبل. ويبين الشكل ٧ هيكلية العمل في عملية التورق^{٤٦}.

الشكل ٧: استخدام التورق في تمويل مشاريع البنية التحتية



٤,٢ هيكلية رأس المال والتمويل الإسلامي

يمكن التمييز بين نوعين من حصص الملكية في قطاع الخدمات المالية الإسلامية. ويتشابه النوع الأول إلى حد كبير مع الأسهم التي يصدرها مؤسسو الشركة، والتي تخول مالكيها حقوق التحكم (التصويت) والربح؛ بينما يتيح النوع الثاني الحصول على حصة من الربح دون أي حق بالتحكم. أما على صعيد شكل التعاقد، فيمكن اعتماد النوع الأول من هذه الأسهم على شكل عقد مشاركة، في حين يتخذ النوع الثاني شكل عقد مضاربة^{٤٧}. وتستطيع الشركات الحصول على تمويل هذه الأسهم عبر مصادر خارجية مثل المصارف وفقاً لأساس المربحة بدلاً من إصدار الأسهم للاكتتاب العام؛ وفي هذه الحالة، يتم توفير التمويل على شكل حصص ملكية خاصة ضمنية.

ويمكن للمشروع أيضاً اللجوء إلى الاقتراض لتمويل الأصول. ونظراً لتحريم التعامل بالقروض ذات الفائدة في قطاع الخدمات المالية الإسلامية، لذا يمكن الاستعاضة عنها بأشكال أخرى مثل «القرض» و«الدين». ويتمثل «القرض» في استئانة مبالغ مالية دون فائدة أو متضمنة لرسوم خدمة؛ أما «الدين»، فيمكن أن ينشأ من خلال عقود البيع مؤجل الثمن مثل المربحة والتورق، إضافة للبيع الآجل للسلعة مثل السلم والاستصناع. ويشار هنا إلى أن بدلات الإيجار المترتبة على شركة المشروع في عقد الإجارة البسيط تدخل في عداد الديون المتضمنة في الميزانية العمومية؛ أما في حالة الإجارة والاقتناء، فيرد البند موضوع الإيجار على شكل دين في الميزانية العمومية خلال فترة عقد الإيجار. وعلى نحو مماثل، يمكن الاقتراض من خلال أنماط البيع على شكل مربحة أو استصناع. وفي حالة الاستصناع، يتم تسجيل القيمة العادلة للسلعة أو الأصول ذات الصلة^{٤٨}. ولا تشكل هذه الديون بطبيعة الحال تعاملات نقدية صرفة كما هو حال القروض في الاقتصادات التقليدية. وباعتبارها ديوناً، تكون مدفوعات الإجارة والمربحة/الاستصناع مستحقة قبل الأرباح. وعدا عن حصص الملكية، يمكن توريق وتداول بعض الأدوات الأخرى بأسعار تفاوضية إذا كانت تمثل الأصول المادية الحقيقية، كما يمكن تحويل ملكية أدوات الدين عند قيمتها الاسمية فقط^{٤٩}.

٤٦ أصدر مجمع الفقه الإسلامي، خلال اجتماع عقد في ٣٠ أبريل ٢٠٠٩ في الشارقة بدولة الإمارات العربية المتحدة، قراراً أفتى فيه بعدم شرعية التورق المنظم. أنظر للمناقشة في القسم ٣,٥.

٤٧ رغم أن كلا من المشاركة والمضاربة تدخلان في إطار عقود الشراكة، إلا أن عقد المشاركة ينطوي على إسهام الشركاء، أما في حالة المضاربة، فتتم فصل بين أدوار الممولين والمديرين في المشروع. وفي المضاربة، لا يتدخل الممولون في إدارة المشروع.

٤٨ للمزيد من المعلومات حول القواعد الحسابية للاستصناع، انظر مناقشة المعايير المحاسبية للسلم والسلم الموازي من خلال معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (١٩٩٨).

٤٩ للمزيد من المناقشة حول المبادئ الرئيسية لإصدار السندات المالية الإسلامية، أنظر أحمد وخان (١٩٩٧).

٤,٣ القروض المشتركة الإسلامية

يتمثل القرض المشترك في اجتماع عدة مصارف وراء مصرف وكيل لتمويل جزء كبير من مشروع ما. وتعتمد هذه القروض عادةً التمويل القائم على أساس الدين والذي يأخذ شكل الاستصناع، والمراحة، والتورق، والإجارة^{٥٠}. وتعد المراحة النمط الأكثر شيوعاً في التمويل المشترك لأجزاء محددة من المشروع. وقد يكون الأصل موضع التمويل على شكل معدات رأسمالية أو مواد خام يتم شرائها بواسطة القرض المشترك وبيعها لشركة المشروع بهامش ربح محدد. ويمكن لشروط الدفع أن تتضمن التسديد على شكل أقساط أو دفعة واحدة. أما التورق، فيتم اللجوء إليه عند حاجة شركة المشروع للسيولة النقدية؛ وعندها تشتري المؤسسات المالية الممولة سلعة محددة، ومن ثم يبيعها لشركة المشروع بهامش ربح محدد؛ وعندها تعين الشركة هذه المؤسسات وكيلاً لبيع السلعة مجدداً إلى وسيط مالي وتزويدها بالعائدات.

وثمة قيود تحد من استخدام المراحة في تمويل المشاريع؛ إذ يحول ثبات الأسعار دون استخدامها في العقود طويلة الأجل؛ فضلاً عن عدم إمكانية التداول بالديون الناجمة عن المراحة، الأمر الذي يجعلها تفتقر إلى السيولة. ولهذه الأسباب، تلجأ المصارف الممولة للقرض المشترك إلى اعتماد أنماط الإجارة لتمويل الأصول التي يحتاجها المشروع، حيث يمكن استخدام الإجارة في التمويل طويل الأمد مع نسبة متغيرة من العائدات.

٤,٤ اعتماد الصكوك الإسلامية لتمويل مشاريع البنية التحتية

بدلاً من الحصول على التمويل من المؤسسات المالية، يمكن تمويل مشاريع البنية التحتية عبر إصدار العديد من الصكوك الإسلامية. وتشير «هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية» إلى الصكوك على أنها «وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، أو في موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها للسبب الذي أصدرت من أجله»^{٥١}. ووفقاً للأساس التعاقدية المعتمد، يمكن للصكوك تحقيق عائدات ثابتة أو متغيرة إلى جانب إمكانية تداولها. كما قامت «هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية» بتحديد أنواع مختلفة من الصكوك التي يمكن تصنيفها بالاعتماد على الأصول، والدين، والملكية، والخدمات. ويبين الجدول رقم (١) الأنواع المختلفة للصكوك المتعلقة بتمويل المشروع التي تدرج تحت هذه الفئات.

الجدول ١: فئات وأنواع الصكوك

فئات الأصول	أنواع الأصول
القائمة على أساس الأصول	الإجارة (الأصول المملوكة الحالية والأصول المؤجرة والأصول المستقبلية)، المنفعة (الأصول الحالية والمستقبلية)
القائمة على أساس الدين	الاستصناع، المراحة
القائمة على أساس الملكية	المضاربة، المشاركة
القائمة على أساس الوكالة	الوكالة

تتضمن الصكوك القائمة على أساس الأصول صكوك الإجارة التي تعتبر سندات تصدر بضمانة أصل مادي مستأجر وملموس و/أو وعد بالاستئجار في المستقبل. أما صكوك المنفعة (حق الانتفاع)، فهي سندات مالية قائمة على أساس الأصول أيضاً، ويصدرها أصحاب حق الانتفاع بأصول موجودة أو مستقبلية؛ ويتيح شراء هذه الصكوك لأصحاب الأسهم امتلاك الأصول أو حقوق الانتفاع. وتنشأ الصكوك القائمة على أساس الدين من التعاملات التي تعتمد على القروض. ويوفر حاملو صكوك الاستصناع الأموال اللازمة لإنتاج سلع محددة أو بناء العقارات، ليصبحوا بالتالي مالكي هذه المنتجات/العقارات عند انتهاء المشروع. أما صكوك المراحة، فيتم اعتمادها لجمع الأموال اللازمة لشراء السلع أو الأصول التي تباع بهامش ربح محدد.

وتنشأ الصكوك القائمة على أساس الملكية عندما يتم استخدام أموال التمويل في عقود تعتمد على مشاركة الناتج/الربح. ويشترك أصحاب صكوك المراحة في مشروع ما عن طريق تعيين مدير للمشروع على أساس مشاركة الأرباح^{٥٢}. ويقوم أصحاب صكوك المشاركة بالاستثمار في المشروع وإدارته وتقاسم الأرباح وفقاً لنسب محددة يتم الاتفاق عليها مسبقاً. وفي إطار التعامل مع الصكوك القائمة على أساس الوكالة مثل صكوك الوكالة، يقوم

أصحاب السندات بتوفير الأموال التي تديرها وكالة استثمارية في بعض الأنشطة التي قد تدر الدخل، ويحصل المدير أو الوكيل في المشروع على رسوم معينة لقاء الخدمات التي يقدمها.

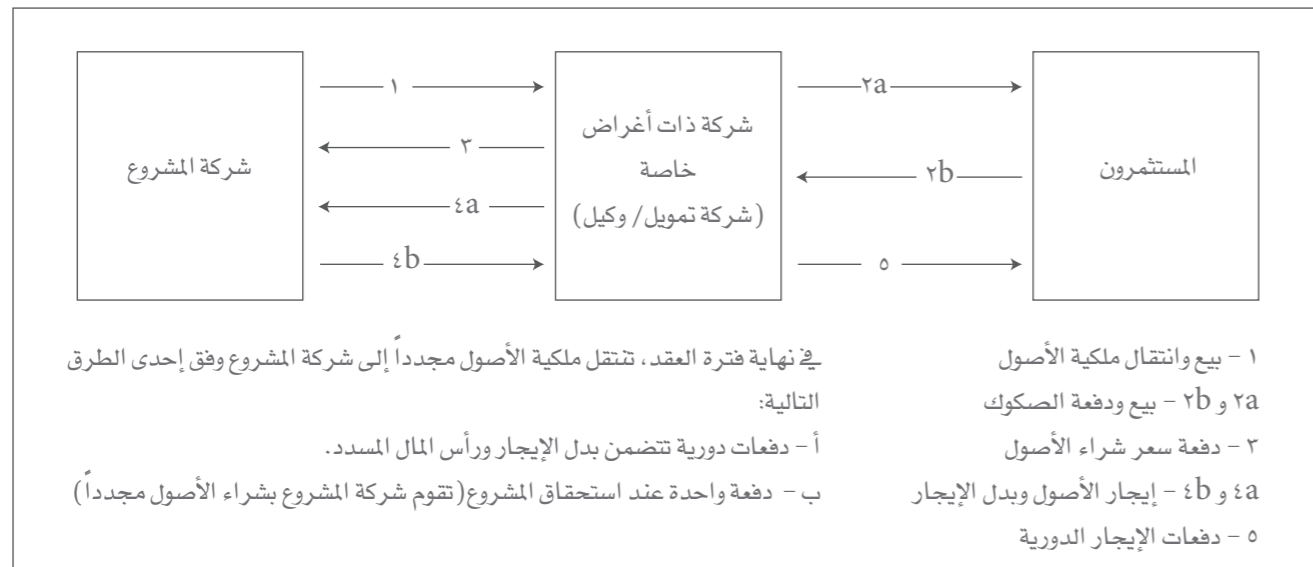
ويمكن للصكوك أن تمثل ملكية الأسهم، أو الأصول الحقيقية، أو حق الانتفاع، أو المال، أو الدين، أو أي عامل مركب يجمع بين هذه الأصول؛ فإن كانت هذه السندات تمثل الأصول الحقيقية أو حق الانتفاع، عندها تكون قابلة للتفاوض بأسعار السوق. وفي حال كانت الأدوات الاستثمارية تمثل الدين أو المال، فلن تكون قابلة للتفاوض ويتم تبادلها بسعر التعادل. أما في حال كانت السندات تمثل أصولاً مركبة، فتدرج عندها تحت أحكام الأصل المسيطر (بنسبة ٥١٪). وبالتوازي مع حصص الملكية، يمكن توريق هذه الأدوات المالية وتداولها بأسعار قابلة للتفاوض إذا كانت تمثل الأصول المادية الحقيقية أو حق الانتفاع^{٥٣}؛ ويبقى حاملو الصكوك هم أصحاب الحقوق الذين يتحملون المخاطر التي تنطوي عليها صكوكهم.

ورغم أن الصكوك ما زالت حديثة العهد نسبياً، إلا أنها شهدت نمواً سريعاً خلال فترة زمنية قصيرة تطورت معها من آليات بسيطة مدعومة بالأصول لتصل إلى طرح منتجات أكثر تعقيداً. وتم استخدام العديد من إصدارات الصكوك الجديدة في تمويل مشاريع البنية التحتية. وسيتم أدناه مناقشة أحد النماذج التقليدية للصكوك القائمة على أساس الأصول فضلاً عن نموذج أكثر تعقيداً لجمع الأموال اللازمة لتمويل المشاريع.

صكوك الإجارة القائمة على أساس الأصول

بموجب صكوك الإجارة، يقوم رعاة المشروع بتحديد أصل ليكون أساساً للصكوك؛ ثم يتم بيع هذا الأصل إلى شركة ذات أغراض خاصة أو شركة التمويل، والتي تقوم بدورها بإصدار الصكوك بضمانة هذا الأصل. وتنتقل عائدات بيع الصكوك إلى شركة المشروع التي تستخدمها لبناء أصول المشروع الأخرى. ويتم تأجير الأصل الذي يمتلكه حاملو الصكوك إلى شركة المشروع التي تتولى دفع الإيجار بشكل دوري لحاملي الصكوك عبر شركة ذات أغراض خاصة. ويلاحظ أن بدل الإيجار قد يكون ثابتاً أو متغيراً وفقاً لمعدل قياسي. وعلاوةً على ذلك، يمكن للعقد أن يكون عقد إيجار تشغيلي خلال مدة العقد، حيث تقتصر الدفعات الدورية على بدل الإيجار فقط. وعند استحقاق المشروع، يتم بيع الأصل إلى شركة المشروع وتسديد المبلغ المستحق دفعة واحدة. وثمة خيار آخر يتخذ فيه العقد شكل الإجارة والاقتناء، وهنا تتضمن الدفعات الدورية بدل الإيجار وجزءاً من رأس المال المسدد. وفي نهاية فترة العقد، تنتقل ملكية الأصل مجدداً إلى شركة المشروع بقيمة إسمية محددة أو على شكل هبة. ويوضح الشكل ٨ بنية استخدام صكوك الإجارة.

الشكل ٨: نموذج بسيط لصكوك الإجارة القائمة على أساس الأصول



٥٢ مجمع الفقه الإسلامي حكمه الخاص (أنظر للحكم رقم ٢٠/٤٥)، مجمع الفقه الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ٢٠٠٠، صفحة ٦٢). للمزيد من المناقشة حول توجيهات إصدار الأوراق المالية الإسلامية، راجع أحمد وخان (١٩٩٧) وخان (١٩٩٩-٢٠٠٠).

٥٠ شاه (٢٠٠٨)

٥١ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

٥٢ يتم تشارك الربح بين المستثمرين ومدير المشروع وفقاً لنسبة متفق عليها مسبقاً، أما الخسارة، فيتشاركها الممولون فقط طبقاً لحصة كل منهم. وتشابه عملية تقاسم الخسائر مع ما هي عليه في عملية المشاركة.

ومن الأمثلة المهمة على صكوك الإجارة «صكوك قطر العالمية» التي تم إصدارها في ٢ أكتوبر ٢٠٠٢ لتمويل بناء مشروع «مدينة حمد الطبية» في دولة قطر. وقد شكلت قطعة الأرض المملوكة لحكومة قطر أساس هذه الصكوك، حيث تم بيع هذه الأرض لحاملي الصكوك بهدف جمع ٧٠٠ مليون دولار خلال مدة تصل إلى ٧ سنوات. وقد تم دفع بدلات إيجار نصف سنوية متغيرة وفقاً لمعدل الاقتراض المعتمد بين بنوك مدينة لندن (الليبور)، وتستوجب السداد على دفعات. وكانت الحكومة القطرية هي الجهة الضامنة لإصدار هذه الصكوك التي حصلت على التصنيف (A+) من قبل شركة التصنيف الائتماني العالمية «ستاندرد أند بورز».

صكوك «المضاربة - الإجارة» المركبة

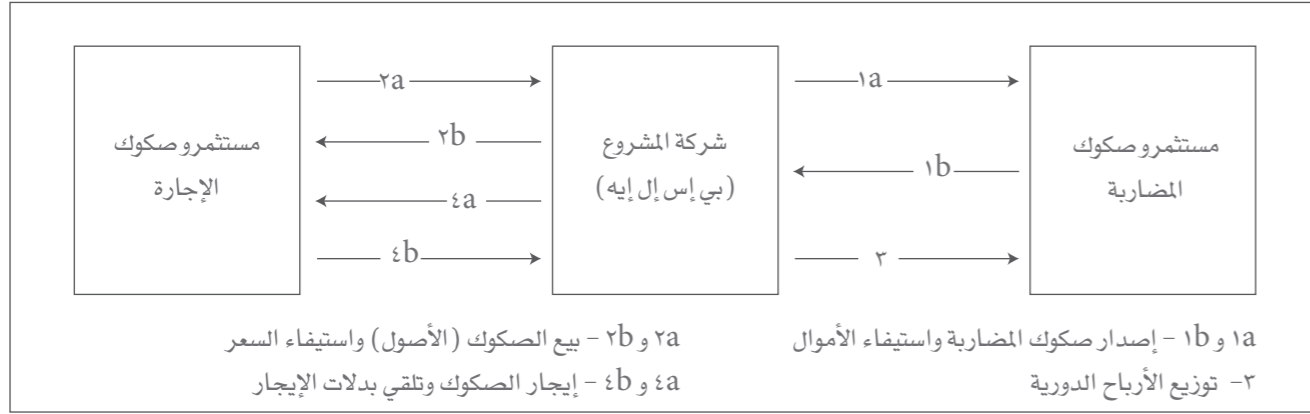
في عام ٢٠٠٨، قام كل من مصر في «بنك بيرهاد الإسلامي» و«بنك بيرهاد الاستثماري» التابعين لمجموعة «أر إتش بي» المصرفية الماليزية بإنشاء صكوك متعددة الأوجه بهدف تمويل مشروع طريق سريع بطول ١٤,٧ كم يصل بين ليهرايا كيمونينج ومدينة شاه علم بولاية سيلانجور في ماليزيا؛ وتمهدت المشروع شركة «بروجيك لينتازين شاه علم بيرهاد» (بي إل إس إيه) بموجب عقد امتياز لأربعين عاماً تسند فيه حكومة ماليزيا الفيدرالية

إلى الشركة المذكورة مسؤولية التصميم والإنشاء والإدارة والصيانة للطريق المأجور طيلة فترة العقد. وبلغت الميزانية الإجمالية لكلفة المشروع ٧٠٠ مليون رينجيت ماليزي. ويهدف جمع الأموال اللازمة ودفع مستحقات التمويل المرحلي للمشروع، أصدرت شركة «بي إل إس إيه» مجموعتين من الصكوك تقوم الأولى على أساس المضاربة والثانية على أساس الإجارة. وبلغت قيمة صكوك المضاربة حوالي ٤١٥ مليون رينجيت ماليزي (بما يعادل ١١٨ مليون دولار أمريكي) مع مدة استحقاق تصل في حدها الأقصى إلى ٢٩ عاماً؛ بينما وصلت قيمة صكوك الإجارة إلى ٢٢٠ مليون رينجيت ماليزي (٩٤ مليون دولار أمريكي) مع فترة استحقاق تصل إلى ١٩ عاماً على أن يكون الطريق المأجور أصل المشروع. وقد منحت مؤسسة «رام لخدمات التقييم الائتماني بيرهاد» صكوك المضاربة تصنيفاً من الدرجة (A٢)، بينما نالت صكوك الإجارة درجة (A١). ونظراً لانطوائها على مزايا شبيهة بأسهم الملكية، يمتاز حاملو صكوك المضاربة بأولوية أقل من حاملي صكوك الإجارة في حال التخلف عن التسديد أو الإفلاس^{٥٥}.

وشكلت صكوك المضاربة المستخدمة في التمويل مشروعاً مشتركاً بين شركة «بي إل إس إيه» والمستثمرين (شركة التمويل) في مشروع الطريق المأجور الذي تولت فيه الشركة مهمة الإدارة (مضارب). وسيتم توظيف أموال حاملي الصكوك (والتي بلغت ٤١٥ مليون رينجيت ماليزي) في إنشاء الطريق وتوفير احتياجات رأس المال العامل خلال مرحلة تشغيل المشروع. ولدى الانتهاء من مشروع الطريق المأجور، سيحصل حاملو الصكوك على حصة من الأرباح بنسبة ٩٠:١٠؛ ومن المتوقع كذلك أن يصل معدل العائد لحاملي صكوك المضاربة إلى حوالي ٧٪ سنوياً.

وبصفتها مديراً للمشروع، جمعت شركة «بي إل إس إيه» مبلغاً إضافياً بقيمة ٢٢٠ مليون رينجيت ماليزي من مستثمرين آخرين عبر إصدار صكوك الإجارة. وشكل الطريق المأجور الأساس الذي قام عليه أصل الإجارة، حيث انتقلت ملكية هذا الطريق إلى حاملي الصكوك عبر شركة ذات أغراض خاصة. ومن ثم قام حاملو الصكوك بإيجار الطريق مجدداً إلى شركة المشروع المشترك لمدة ١٩ عاماً مقابل بدلات إيجار دورية بدأ تسديدها اعتباراً من بداية فترة الإنشاء وفق مبدأ التأجير الآجل (الإجارة الموصوفة في الذمة). وتتضمن هذه البدلات الرأسمال المتوجب سداه على دفعات، وبذلك يتسنى انتقال ملكية المشروع مجدداً في نهاية مدة الإيجار إلى شركة المشروع المشترك بقيمة اسمية تبلغ ١ رينجيت ماليزي. ويبين الشكل (٩) البنية الرئيسية للصكوك في مشروع شركة «بي إل إس إيه».

الشكل ٩: صكوك «المضاربة - الإجارة» المركبة



٤,٥ الحصص التمويلية في المشاريع

تتضمن مشاريع البنية التحتية العديد من الاستثمارات الضخمة التي تفوق قدرة معظم المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على تمويلها نظراً لقاعدتها الرأسمالية الصغيرة نسبياً، الأمر الذي يتيح لها تمويل بضعة أجزاء فقط من هذه المشاريع. وبذلك يشكل التمويل الإسلامي ضمن المشاريع الكبيرة حصة أو حصتين فقط من إجمالي الحصص التمويلية التي ترد غالبيتها العظمى من المؤسسات المالية التقليدية. وفي مثل هذه الحالات،

تتقسم التعاملات إلى قسمين أحدهما تقليدي والآخر إسلامي^{٥٥}. وفيما يعتمد القسم التقليدي على آليات التمويل بالفائدة، يستخدم التمويل الإسلامي الهيكليات والوثائق المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. وفي مثل هذا النوع من العمليات، يتم عزل الجزء الإسلامي من المشروع عن بقية أجزاءه التي تعتمد التمويل التقليدي. وعلى سبيل المثال، يمكن تطبيق آلية الاستصناع على الجزء الإسلامي من خلال قيام شركة التمويل بتسديد الدفعات المتوجبة إلى شركة تتولى أعمال الهندسة والتزويد والبناء وفق مقتضيات التمويل الإسلامي. وعند نهاية المشروع، يتم تأجير الأصل المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية إلى شركة المشروع وتلتقى جهات التمويل الإسلامي بدلات الإيجار عن هذا الجزء من المشروع.

ويعتبر مشروع توليد الطاقة الكهربائية «هب ريفر باور بروجيكت»، الذي تم تنفيذه في باكستان عام ١٩٩٤، من أوائل مشاريع التمويل الإسلامي المشترك بحصة تمويلية وصلت إلى ١,٨ مليار دولار أمريكي؛ كما أنه أول مشاريع البنية التحتية الخاصة الذي يتم بحق الرجوع المحدود في باكستان. وفي هذا المشروع، قام كل من «مصرف الراجحي» و«شركة الراجحي المصرفية للاستثمار» و«شركة خليج بهاماس الإسلامية للاستثمار» بتمويل مرحلي بلغ ٩٢ مليون دولار وفقاً لألية الاستصناع وذلك لشراء وتركيب عنفات توليد الطاقة في المشروع^{٥٦}.

إلا أن اجتماع التمويل الإسلامي بحصص تمويلية إلى جانب التمويل التقليدي القائم على الفائدة لا يخلو من بعض المشاكل التي قد تنجم عن تداخل مكونات هذين النموذجين وعدم القدرة أحياناً على الفصل بينهما ضمن المشروع؛ وحيث يشكل التمويل الإسلامي الحصة التمويلية الصغرى، فقد يكون لزاماً عليه الامتثال لقواعد ومبادئ التمويل التقليدي المسيطر. ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى الافتقار إلى تحقيق الإنسجام بين حقوق وتعويضات كل من الحصص التمويلية الإسلامية والتقليدية^{٥٧}. ومن جملة المواضيع الإشكالية المتعلقة بالتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية حالات التخلف عن السداد، والدفع الطوعي المسبق، والتسوية المبكرة، والخسارة الكلية^{٥٨}.

وعلى سبيل المثال، يقتضي التخلف عن السداد في المشاريع المشتركة عدم تلقي أحد طرفي التمويل للعائدات في حال لم يتلقاها الآخر. ويجب أن تتم هيكله الوثائق بطريقة يتساوى فيها طرفا التمويل الإسلامي والتقليدي في حال التخلف عن السداد بحيث يتم تنظيم التعويضات على أساس تناسبي بين الطرفين. وعليه، سيتم تشارك الإجراءات العلاجية الخاصة بتصنيف الضمانات بين الطرفين وفقاً لمساهمة كل منهما في الاستثمارات.

٥٥ رام لخدمات التقييم الائتماني بيرهاد (٢٠٠٩)

٥٥ ماكميلان (٢٠٠٨)

٥٦ انظر كليفورد تشانس (٢٠٠٩)، وحموي وأيلوارد (١٩٩٩)

٥٧ ماكميلان (٢٠٠٥)

٥٨ ماكميلان (٢٠٠٥) وميلر وموريس (٢٠٠٨)

٥. المعوقات والتحديات التي تواجه التمويل الإسلامي

نظراً لتطور أداء قطاع التمويل الإسلامي من مجرد تقديم الخدمات المصرفية الأساسية إلى تمويل العديد من المؤسسات التي توفر مجموعة متنوعة من المنتجات، لذا لا تزال هناك حاجة ماسة إلى معالجة كثير من الشؤون المتعلقة بتمويل مشاريع البنية التحتية. وستسلط الفقرات التالية الضوء على بعض المواضيع التي ينبغي تناولها لتعزيز دور التمويل الإسلامي في مشاريع البنية التحتية.

١,٥ الشؤون المتعلقة بالمشاريع والهيكلية

تتضمن مشاريع البنية التحتية الكثير من العقود والأطراف المشاركة. ويضيف انضمام قطاع التمويل الإسلامي إليها مزيداً من التعقيد. فالمعاملات الإسلامية تبدو أكثر تعقيداً من نظيرتها التقليدية؛ وقد تزيد العقود الإسلامية من مستوى عدم الثقة وتؤدي إلى ارتفاع تكاليف المعاملات. ونظراً لارتفاع الرسوم القانونية والمحاسبية لهذا التمويل، يميل إصدار الصكوك الإسلامية لأن يكون أكثر كلفةً من إصدار السندات التقليدية.^٩ وقد يسهم وضع معايير موحدة للعقود والشفافية في تخفيف بعض المخاطر القانونية والتقليل من تكاليف التعاملات.

ونظراً لضعف حجم قطاع التمويل الإسلامي، لذا فهو عادةً ما يشارك المؤسسات المالية التقليدية في تمويل مشاريع البنية التحتية. وهنا يصار إلى عدم التساهل بتطبيق أحكام الشريعة الإسلامية على الحصص التمويلية الإسلامية في المشاريع التي تعتمد في معظمها على التمويل التقليدي القائم على أساس الفائدة. وتبرز المشكلة هنا في الحاجة إلى تأقلم حصة التمويل الإسلامي مع معايير التمويل التقليدي والعديد من المواضيع التي يتم معالجتها على أساس تناسبي أو بالتساوي. وكما تم الإشارة سابقاً، يرتبط بعض هذه المواضيع بالتعامل مع الدفعات المسبقة، والدفعات المتأخرة، أو التوقف عن الدفع، وإجراءات الإعسار وغيرها. ففي حالة التخلف عن الدفع مثلاً، قد تطالب المؤسسات المالية التقليدية بفوائد تأخير، بينما ترفض المصارف الإسلامية تقاضي فوائد كهذه بالنسبة للعقود القائمة على البيع. ولا يمكنها من ناحية شرعية طلب المزيد من المستحقات فوق المستحقات الثابتة التي تنص عليها عقود البيع مثل «المرابحة».

وكما ورد سابقاً، تعتبر المخاطر التي تنطوي عليها مشاريع البنية التحتية من أبرز العقبات التي تحول دون مشاركة القطاع الخاص في تمويلها. لذا يحتاج قطاع التمويل الإسلامي إلى مؤسسات وأدوات تعنى بالحد من المخاطر ويمكن استخدامها لدعم تمويل مشاريع البنية التحتية. وهنا تبرز الحاجة إلى مؤسسات يمكنها توفير الضمانات و/أو خدمات التأمين باستخدام الأدوات الإسلامية المناسبة. وعلى الصعيد العالمي، توفر «المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وائتمان الصادرات»، التابعة لمجموعة «البنك الإسلامي للتنمية»، تأميناً إسلامياً ضد المخاطر السياسية لاستثمارات البنية التحتية في البلدان الأعضاء. ورغم أدائها لذات المهمة التي تضطلع بها «الوكالة الدولية لضمان الاستثمار»، إلا أن سلم عمليات «المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وائتمان الصادرات» يبدو صغيراً جداً قياساً لحجم الحاجة إليها. أما على الصعيد الوطني، فيتوجب على الحكومات حماية المستثمرين عبر توفير الضمانات والإعانات اللازمة لتعزيز مشاركتهم في مشاريع البنية التحتية.

وتعيق قلة أسواق رأس المال الإسلامية استخدام أسواق الصكوك لتمويل مشاريع البنية التحتية. فالأدوات الإسلامية القائمة على الديون تعاني من مشاكل متأصلة من حيث قابلية التداول والسيولة. وبما أن الأوراق المالية طويلة المدى القائمة على الديون تشكل القسم الأكبر في تمويل مشاريع البنية التحتية، لذا لا بد من إيجاد طريقة لتحسين قابلية تداول هذه الأدوات الإسلامية. ويمكن أحد حلول هذه المشكلة في إيجاد أوراق مالية مركبة يعتمد جزء قليل منها فقط على الديون. كما يمكن اعتماد حل آخر يتجلى في تضمين هذه الأوراق مزيداً من الخيارات^{١٠}، كأن تنص على إمكانية تبادل الديون بالأسهم على سبيل المثال.

٢,٥ الشؤون القانونية

نظراً لتعدد الأطراف المشاركة في تمويل مشاريع البنية التحتية وتشابك العقود التي تنطوي عليها، لذا فثمة حاجة ماسة إلى اعتماد نظام قانوني قادر على متابعة إلزامية هذه العقود التي قد يحول ضعف تطبيقها دون إقدام القطاع الخاص على تمويل مشاريع البنية التحتية. أما على صعيد التمويل الإسلامي، فتكمن المشكلة في اعتماد معظم السلطات القضائية في عملها على أنظمة قانونية غربية المنشأ، حيث تعتمد أغلب البلدان الإسلامية أنظمة قانونية قائمة على القانون العام أو القانون المدني. وعلى سبيل المثال، اعتمدت معظم البلدان الشرق أوسطية أشكالاً قانونية مستوحاة من القانون المدني الأوروبي، بينما اعتمدت المستعمرات البريطانية السابقة مثل ماليزيا وباكستان نظام القانون العام الإنجليزي، كما اعتمدت المستعمرات الفرنسية السابقة القانون المدني الفرنسي. وقد تبرز المشاكل عند تسوية النزاعات التي تتضمن عقوداً إسلامية لدى السلطات القضائية التي لا تمتلك قوانين إسلامية داعمة، مما سيوجد حالة من عدم الثقة حيال التعاملات المالية الإسلامية.

ورغم أن العقود والتعاملات الإسلامية قد تعاني بعض مشاكل التفسير في ظل القانون العام لعدم تعاطيه سابقاً مع مثل هذه النشاطات، إلا أنه من المتوقع لهذه الأنظمة أن تكون أكثر ملائمة للتعاملات الإسلامية من أنظمة القانون المدني. فأنظمة القانون العام تتيح نتائج أكثر وضوحاً من حيث التوثيق القانوني قياساً بنظام القانون المدني. ويعزى ذلك إلى تفسير محاكم القانون المدني لهذه العقود على أساس الأنظمة والمنطقية والإنصاف، بينما سيلقي نظام القانون العام مزيداً من الثقل على بنود السندات القانونية. وعليه، تتطلب حماية جهات التمويل الإسلامية في بلدان القانون المدني سن قوانين وتشريعات تحفظ حقوق هذه الجهات وتلبي متطلبات التعاملات المالية الإسلامية. ونظراً لتعاضم حرمة العقد في نظام القانون العام، لذا قد ينطوي ذلك على انخفاض المخاطر القانونية لأدوات التمويل الإسلامي في ظل هذا النظام.

ولضمان مساهمة القطاع الخاص في تطوير البنية التحتية، ثمة حاجة إلى اعتماد قوانين تحمي مصالح أصحاب المصلحة. وتتمتع معظم البلدان المتقدمة بقوانين امتياز تحدد حقوق وواجبات كافة الأطراف المشاركة خلال مراحل المشروع المختلفة. ولا تقتصر الحاجة على سن قوانين امتياز من هذا القبيل فحسب، بل يجب أن تترافق أيضاً بفهم واضح للنظرة الإسلامية حيال هذه القوانين. ومن الضروري كذلك توفير حد معين من الصكوك القادرة على إيجاد سوق ثانوية مزدهرة. وبإمكان الحكومات تسهيل هذه العملية عبر توفير الأطر القانونية والتنظيمية اللازمة وإيجاد البنية التحتية لهذه السوق.

٣,٥ الشؤون الشرعية

يمكن تحديد موضوعين رئيسيين فيما يخص التوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية؛ يتناول الموضوع الأول المخاطر الإجمالية التي قد تنطوي عليها الأحكام والمعايير الشرعية في التعاملات المالية عموماً، وفي تمويل مشاريع البنية التحتية على وجه الخصوص. ويعزى هذا الأمر إلى اختلاف آراء فقهاء الشريعة الإسلامية، ليس باختلاف بلدانهم فحسب، بل ضمن المؤسسة القضائية ذاتها. ويعود سبب ذلك إلى تحديد معايير الحوكمة الشرعية على مستوى مجلس الرقابة الشرعية في المؤسسات الإسلامية. ورغم إمكانية توحيد هذه المعايير ضمن الدول عبر إنشاء هيئة خاصة بالرقابة الشرعية على المستوى الوطني، إلا أن تحقيق مثل هذا التقارب على المستوى العالمي سيكون أمراً أكثر صعوبة.

أما الفئة الثانية من الشؤون الخاصة بالشريعة الإسلامية، فهي تتعلق بالقضايا الناجمة عن أدوات محددة في مشاريع البنية التحتية. وعلى سبيل المثال، كان ”التورق“ المنظم المعتمد في دول مجلس التعاون الخليجي منار جدل كبير حدا بمجمع الفقه الإسلامي العالمية مؤخراً إلى إصدار فتوى بعدم شرعيته.^{١١} وسيكون من الضروري إيجاد حلول مبتكرة تتيح لشركة المشروع الحصول على التمويل النقدي اللازم لسد احتياجات رأسمالها العامل. وثمة خيار يتمثل في استخدام أساليب التمويل القائمة على أساس الأسهم كما هو متبع في صكوك مشروع «بروجيك لينتازين شاه علم بيرهاد» (بي إل إس إيه) المذكور أعلاه.

^{٦١} راجع القرار رقم ١٧٩ (٥/١٩) الذي تم اتخاذه خلال الجلسة الـ١٩ جمع الفقه الإسلامي التي انعقدت في ٢٠ أبريل ٢٠٠٩ في الشارقة بدولة الإمارات العربية المتحدة.

^{٩٩} ستاندرد آند بورز (٢٠٠٩)

^{٦٠} خان (٢٠٠٢)

ويعترض بعض الفقهاء على عقود الإيجار المالي مؤكدين أن عقد الشراء لا يجب أن يكون ملزماً بل خيارياً عند بداية عقد البيع. وعلاوة على ذلك، لا يجب تثبيت سعر بيع الأصول سلفاً، إنما يجب أن يبقى متروكاً للسوق وقت البيع باعتباره سيعتمد على نوعية الأصل، وهو ما لا يمكن معرفته عند بداية عقد الإيجار. وحلت المصارف الإسلامية هذه المشكلة إما من خلال التنازل عن الأصل مقابل قيمة اسمية، أو اعتباره هبة عند نهاية فترة الإيجار. ومن المضامين التي ينطوي عليها عقد الإيجار المالي الصايء هو أنه عقد بيع بدفعات مؤجلة. وبذلك تشكل بدلات الإيجار دفعات ديون يمكن بيعها أو نقل ملكيتها وفقاً لقيمتها الإسمية فقط.

وأثار موضوع التأجير الآجل (الإجارة الموصوفة في الذمة)، الذي يتم فيه دفع بدلات الإيجار مسبقاً، العديد من التساؤلات لدى فقهاء الشريعة.^{٦٢} فاعترض بعضهم على تلقي بدل الإيجار فيما لا يزال المشروع قيد البناء. ويتم حل هذه المسألة من خلال اقتطاع الإيجار المسبق من الإيجار الفعلي عند انتهاء المشروع.

وهناك العديد من المسائل الشرعية المتعلقة بالصكوك.^{٦٣} ومنا أولاً أن رعاة المشروع يضمنون حصول المستثمرين على رأس المال الأولي وفق أشكال عديدة من الصكوك. ومن وجهة نظر شرعية، يتم السماح عادةً بتقديم الضمانات دون أية تكاليف إضافية على أن يتولى تقديمها طرف ثالث. ويدافع أنصار الصكوك بأن بيع الأصول إلى المستثمرين عن طريق شركة ذات غرض خاص مستقلة تماماً عن المنشئ، سيجعل من هذه الشركة بمثابة الطرف الثالث الذي يتولى تقديم الضمانات إلى المستثمرين. بينما يشير معارضو الصكوك إلى أن راعي/منشئ هذه الصكوك هو نفسه الشركة ذات الغرض الخاص، وبأن الضمانات المتعلقة برأس المال/العائد قد تفتح الباب واسعاً أمام الربا.

ثانياً، يؤكد بعض الفقهاء وجوب تفعيل بيع الأصول ونقل الملكية في «صكوك الإجارة» على أرض الواقع؛ ويؤكد هؤلاء كذلك أن الجمع بين عقود البيع وإعادة التأجير وإعادة الشراء قد تؤدي إلى تعاملات محظورة من طراز «بيع الوفاء» و/أو «بيع الإناء». وهنا ينبثق موضوع استرداد/شراء الأصول/الحصص بسعر محدد مسبقاً، حيث يقوم الطرف المدين بإعادة شراء الأصول عند استحقاق المشروع بسعر البيع الأصلي (القيمة الإسمية) بواسطة صكوك «الإجارة»، ويقوم أحد أطراف عقد «المشاركة» من رعاة المشروع بشراء حصص المستثمرين بقيمتها الإسمية بواسطة صكوك «المشاركة». وهنا تسمح الشريعة الإسلامية باسترداد/شراء الأصول/الحصص بالسعر المتداول في الأسواق.

ثالثاً، ثمة مسألة تتعلق بتسهيل الدفعات لمالكي الصكوك لاسيما في عقود «المضاربة» و«المشاركة». ويتم ذلك عبر تخويل مدير للصكوك بجمع أي مبالغ تزيد عن العائدات المتوقعة كحافز، وإعطاء المستثمرين قروضاً عندما تكون العائدات الفعلية أقل من المتوقع. ويؤكد فقهاء الشريعة أن هذه الممارسة تضعف جوهر هذه الأدوات القائمة على أساس الملكية.

٤,٥ شؤون متعلقة بالمشاركين في السوق

قد لا يستطيع قطاع الخدمات المالية الإسلامية توفير الكثير من مصادر التمويل طويلة الأمد لمشاريع البنية التحتية باعتباره لا يزال قطاعاً ناشئاً يفتقر إلى العدد الكافي من المؤسسات الاستثمارية. ورغم وجود العديد من المصارف التجارية والشركات الاستثمارية الإسلامية، إلا أنها لا تزال دون المستوى المطلوب على صعيد الكم والحجم؛ كما لا يزال قطاع التأمين الإسلامي في طور النمو، ناهيك عن قلة عدد الصناديق (التقاعد، التحوط، المشتركة) المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.^{٦٤} وتؤدي محدودية مصادر التمويل إلى ضعف القدرة التنافسية لقطاع الخدمات المالية الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية. وثمة عامل آخر يحد من فعالية هذا القطاع يتمثل في كونه قائماً على الديون، الأمر الذي يجعله يركز على عمليات التمويل قصيرة المدى وهو ما لا يتناسب مع تمويل مشاريع البنية التحتية طويلة الأمد.

ولا يزال عدد كبير من المشاركين في السوق، بمن فيهم المستثمرين، حديثي العهد بمبادئ التمويل الإسلامي فضلاً عن افتقارهم إلى الإمام الكافي بالمضامين القانونية لأدواته الاستثمارية. ويحتاج الترويج لقطاع التمويل الإسلامي عموماً، وتمويل المشاريع خصوصاً، إلى إيجاد إطار قانوني وتنظيمي كفيل برفع مستوى الثقة والتقليل من المخاوف التي تراود المستثمرين. وعلى نحو مواز، قد يكون تطوير الهيكليات المناسبة حافلاً بالتحديات نظراً لتعقيد عمليات تمويل مشاريع البنية التحتية والطبيعة الناشئة نسبياً لقطاع التمويل الإسلامي. ومما يفاقم في حدة المشكلة هو الافتقار إلى خبراء الاستثمار المصرفي الملمين بأحكام الشريعة الإسلامية ومعاملاتها المالية المعقدة.^{٦٥}

كما تعاني السوق المالية الإسلامية الناشئة من محدودية الفرص الاستثمارية الكفيلة باستقطاب المستثمرين، سيما في ظل قلة الصكوك الإسلامية التي تتيح للمستثمرين فرصة تنوع استثماراتهم عبر أدوات مختلفة. ورغم اهتمام المستثمرين بالعديد من الأدوات الاستثمارية الإسلامية، إلا أنها ينبغي أن تلبي متطلباتهم على صعيد المخاطر والعوائد والاستحقاق. وهنا يبرز التحدي الأساسي أمام متعهدي الصكوك الخاصة بمشاريع البنية التحتية في تلبية حاجات المستثمرين والمصدرين.

ولعل من أبرز التحديات التي تواجه استشاريي الشريعة الإسلامية وخبرائها القانونيين هو إيجاد عقود قانونية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وتلبي في الوقت ذاته المتطلبات القانونية والتنظيمية للبلدان المضيفة، سيما في ظل عمل قطاع الخدمات المالية الإسلامية في أغلب السلطات القضائية وفق أطر قانونية غير إسلامية. وقد تصبح هذه المشاكل أكثر حدة في بعض التعاملات التي تتضمن حصصاً تمويلية مشتركة نظراً لحاجة التمويل الإسلامي للتأقلم مع الترتيبات المالية التقليدية المسيطرة، الأمر الذي يتطلب استنباط أساليب إسلامية مبتكرة تتناسب مع المتطلبات التعاقدية التقليدية.

٦٢ ميلر وموريس (٢٠٠٨)

٦٣ للمزيد من المعلومات حول المسائل الشرعية المتعلقة بالصكوك، انظر عثمانى (٢٠٠٨).

٦٤ سول (٢٠٠٨)

٦٥ سول (٢٠٠٨)

٦. الفرص والآفاق المستقبلية

ثمة مشاكل عديدة تواجه حكومات الكثير من بلدان العالم على صعيد تمويل مشاريع البنية التحتية؛ فرغم الحاجة الماسة لهذه المشاريع لما لها من دور حيوي في عملية النمو الاقتصادي، إلا أن انخفاض القاعدة الضريبية والالتزام بالإئناق على العديد من القطاعات الاجتماعية الأساسية الأخرى، كالتعليم والرعاية الصحية، ساهم في الحد من حجم الأموال العامة المرصودة للاستثمار في هذه المشاريع. أما في البلدان الأخرى التي تتمتع باقتصاد قوي لا يعاني إجمالاً من نقص في التمويل، فيتم توجيه قسم كبير من هذه الأموال لتمويل مشاريع البنية التحتية في حال تواجد التوازن المناسب بين العائدات والمخاطر. وتتناول الفقرات التالية بعض السياسات والبرامج التي من شأنها مساعدة القطاعين العام والخاص على تمويل مشاريع البنية التحتية المستقبلية باستخدام أساليب التمويل الإسلامي.

٦,١ الدعم الحكومي

تقتضي الاحتياجات الضخمة والمعقدة لتمويل مشاريع البنية التحتية التعاون بين القطاعين العام والخاص. وتتوقف مشاركة القطاع الخاص في هذه المشاريع على وجود البيئـة وهيكليات الحوافز المناسبة. وهنا يمكن تحديد دور الحكومات في تعزيز مشاركة هذا القطاع على مستويين أساسيين هما: المستوى القانوني/التنظيمي والمستوى الاقتصادي/ المالي.

ومن المهم بمكان توفير بيئة قانونية وتنظيمية مستقرة تساعد على كسب ثقة المستثمرين في حماية حقوقهم، وتكفل تطبيق العقود عبر عملية قضائية عادلة في حال نشوب النزاعات.^{٦٦} ونظراً لكون أغلب مشاريع البنية التحتية ذات طبيعة طويلة الأمد عموماً، لذا فهم بحاجة أيضاً للأطمئنان على استمرارية القوانين والأنظمة التي تحكم المشروع، فضلاً عن الحاجة إلى سن قوانين خاصة تحكم عقود تمويل مشاريع البنية التحتية. ومن المتطلبات القانونية الأساسية التي قد تسهم في تعزيز مشاركة القطاع الخاص عموماً، وقطاع التمويل الإسلامي خصوصاً، اعتماد قانون امتياز إسلامي يسمح للشركات الخاصة باستخدام الأصول العامة لفترة محددة من الزمن.^{٦٧} ويجب أن يتمتع هذا القانون ببنود واضحة تؤمن إطاراً قانونياً مستقراً، وترفع سوية الشفافية والإنصاف، وتدعم حقوق كافة أصحاب المصلحة بمن فيهم الممولين، وتوفر دعماً حكومياً على شكل ضمانات وتمهيدات.^{٦٨}

أما الجانب الاقتصادي/المالي للدعم الحكومي، فيكون من خلال ضمان قدرة المشاريع على توفير أفضل معدلات العائدات والمخاطر للمستثمرين. ولتقليص حجم المخاطر، يمكن للحكومات توفير الضمانات التي من شأنها تخفيض تكاليف الاقتراض. وقد تكون هناك حاجة أيضاً لتقديم الدعم المتمثل بالإعانات المالية والحوافز الضريبية الكفيلة برفع كفاءة المشروع. وفي مجمل الأحوال، يجب الحرص على تحديد المخاطر التي قد يديرها رواد الأعمال من القطاع الخاص، وتلك التي يجب على الحكومات الحد منها.^{٦٩} ومن ناحية أخرى، قد يتسبب توفير الكثير من الدعم لمشاريع القطاع الخاص في تقليص كفاءتها وتراجع فعاليتها التشغيلية.

٦,٢ الخصخصة

يمكن تعزيز مشاركة القطاع الخاص في تمويل مشاريع البنية التحتية عبر عمليات التجريد التي يتم بموجبها خصخصة المشاريع المملوكة للدولة. ويمكن تصنيف هذه المشاريع كشركات تعمل في الأسواق التنافسية، وعمليات الاحتكار، وخدمات التعميد الممولة من قبل القطاع العام.^{٧٠} ولا يتباع الأصول المادية في هذه الحالة الأخيرة إلى القطاع الخاص، إنما يتم التعاقد على بند من هذه الخدمات (مثل جمع القمامة). وثمة عامل قد يلعب دوراً مهماً في نجاح الخصخصة يكمن في إطلاق شركات أفضل أداءً وحضوراً في السوق.^{٧١} وهذا لا يسهم في منح الشركات المخصصة استقلاليتها فحسب، بل يتيح لها أيضاً الحصول على التمويل من القطاع المالي بشروط منافسة لتحقيق مزيد من التطور. أما بالنسبة للشركات التي قد لا تحظى بحضور فاعل في السوق، فيمكن للدولة الاحتفاظ بها أو نقل ملكيتها إلى القطاع الخاص مع دعمها على نحو كبير من حيث التمويل والإعانات المالية.

ويعد رفع مستوى الفعالية والابتكار من أهم أهداف الخصخصة،^{٧٢} ومن هنا يمكن النظر إليها كأداة تهدف إلى تحسين أداء الشركات التي كانت تديرها الدولة.^{٧٣} ولدى محاولة إشراك القطاع الخاص، يجب الانتباه إلى عدم التفريط بالملكية في سبيل تحقيق الفعالية. وبما أن منتجات قسم كبير من الشركات المملوكة للدولة تعتبر من الضروريات الأساسية للمجتمع (مثل الكهرباء، والماء وغيرها)، سيكون من الضروري الحرص على التزام الخصخصة بالهدف العام لهذه المنتجات. وفي مثل هذه الحالات، يتوجب على الحكومات الاحتفاظ بشكل من أشكال السيطرة على هذه الشركات، أو إقرار نظام خاص بالشركات المخصصة سيما إذا كانت تعنى بالخدمات الاحتكارية. وتبين التجربة أن خصخصة الشركات التي تتمتع بحضور فاعل في الأسواق التنافسية لا يتسبب بمشاكل على صعيد التوزيع. وعلاوةً على ذلك، لوحظ أن خصخصة مشاريع البنية التحتية، إذا ما تم تنفيذها وتنظيمها بالشكل المناسب، قد يسهم في تعميم فائدتها لتشمل حتى الطبقات الفقيرة من المجتمع.^{٧٤}

٦,٣ استخدام الصكوك العامة لتمويل مشاريع البنية التحتية

يمكن للحكومات الاستفادة من الموارد الواسعة للقطاع الخاص من خلال ابتكار أدوات استثمارية تلبى متطلبات العائدات والمخاطر لمختلف شرائح المستثمرين في السوق. ويمكن تحقيق ذلك مثلاً عبر إصدار صكوك القطاع العام للحصول على التمويل اللازم للاستثمار في أصول البنية التحتية. وتشير تجارب بعض البلدان إلى نجاح استخدام الأوراق المالية المختلفة، بما فيها الصكوك، في توفير التمويل.

وهناك بعض الحكومات التي بدأت فعلاً باستخدام الأوراق المالية الإسلامية. فقد أصدر «بنك ملي» (بنك إيران المركزي) مثلاً سندات مشاركة، ضمن مجموعة أدوات أخرى، لإنشاء مشاريع البنية التحتية.^{٧٥} كما قامت حكومة السودان بإطلاق شهادات استثمار حكومية قائمة على «المضاربة» لاستخدام الأرباح في تمويل مشاريع التوريد، والتجارة، والتنمية.^{٧٦} أما في ماليزيا، فقد قامت الحكومة بإصدار سندات استثمار حكومية قائمة على مبدأ «بيع الإناه»، فضلاً عن صكوك الإجارة التي أصدرها مصرف «نيجارا ماليزيا» اعتماداً على مفاهيم البيع وإعادة التأجير. ومن شأن النجاح الذي تحققه تجربة إصدار الصكوك العامة والخاصة أن يفتح الباب واسعاً أمام إصدار الصكوك الحكومية بهدف الحصول على الأموال اللازمة من شركات وأسواق القطاع الخاص لتمويل مشاريع البنية التحتية في القطاع العام.

٦,٤ إحياء سوق الصكوك

يسهم جمع الأموال اللازمة لتمويل مشاريع البنية التحتية عبر الصكوك في دعم تأسيس سوق سيولة ثانوية فاعلة. وكما ورد سابقاً، من المتوقع لاحتياجات الاستثمار المستقبلية في مشاريع البنية التحتية للعديد من البلدان أن تكون ضخمة للغاية. ويمكن لتمويل قسم كبير من المشاريع الجديدة عبر استخدام الصكوك الصادرة عن القطاعين الخاص والعام أن يفضي إلى تأسيس سوق صكوك ثانوية فاعلة. ولن يساعد ذلك على تطوير سوق مالية إسلامية مهمة فحسب، بل سيساعد المصارف الإسلامية أيضاً على إدارة متطلبات السيولة لديها. كما سيسهم تأسيس سوق فاعلة للصكوك القابلة للتداول في مساعدة المؤسسات المالية الإسلامية على شراء وبيع الأوراق المالية الإسلامية بغرض إدارة متطلبات ومخاطر السيولة.

وتزداد حالياً مستلزمات سوق الصكوك إن كان على صعيد الحجم أو من حيث توفير أوراق مالية موحدة قادرة على اجتذاب أصحاب المصلحة المعنيين بمن فيهم المستثمرين.^{٧٧} وقد تتنوع منتجات هذه السوق لتتضمن الأوراق المالية على شاكلة أسهم الملكية أو الديون. وسيطلب ذلك بذل جهود على المستوى التنظيمي لإيجاد معايير موحدة لبعض التعاملات بغية تعزيز الثقة وتقليل المخاطر القانونية المترتبة عليها. ورغم الفرص التي يحظى بها قطاع البنية التحتية لتعزيز وتطوير سوق الصكوك، إلا أن هناك مستلزمات أخرى ينبغي توفيرها لضمان فعالية هذه السوق؛ وعدا عن مزودي ومستخدمي الصناديق، ثمة حاجة ماسة لمزودي السيولة بصفتهم وكلاء لتسهيل التعاملات في الأسواق الثانوية.^{٧٨} حيث يقوم مزودو السيولة هؤلاء، بمن فيهم الوسطاء والتجار، بشراء وبيع الأوراق المالية وتسهيل تداولها في الأسواق.

^[1] ٧٢ كيكري ونيليس وشيرلي (١٩٩٤)

^[2] ٧٣ لاندكفيست (١٩٨٨)

^[3] ٧٤ بيردسال ونيليس (٢٠٠٢)

^[4] ٧٥ صديقي (١٩٩٩)

^[5] ٧٦ سيد (٢٠٠٥)

^[6] ٧٧ يوكد ميرتون ويودي (١٩٩٥) أن تزايد حجم المنتجات التي يقدمها الوسطاء الماليون بحكم تعقيتها لتاعدة أوسع من العملاء، يفسح المجال أمام توجيدها وبيعها في الأسواق المالية.

^[7] ٧٨ يوكد شامي، وفولنكامب، وشارما (٢٠٠٩) على أهمية دور مزودي السيولة في تفعيل أداء الأسواق المالية بشكل جيد، فقد يؤدي غيابهم إلى ركود السوق وانعدام فعاليتها

^[8] ٦٦ شامي وآخرون (٢٠٠٩)

^[9] ٦٧ رغم أن قانون الامتياز قد يتيح استخدام التمويل الإسلامي في مشاريع البنية التحتية، إلا أنه قد يكون متاراً لبعض المسائل الشرعية، وباعتبار أن عقود الامتياز تتضمن تحويل الأصول لفترة زمنية محددة، لذا فإن المسائل المتعلقة بتحويل الملكية و/أو تأجير الأصول ومسؤوليات الأطراف المعنية تحتاج لمعالجتها من وجهة نظر شرعية..

^[10] ٦٨ راجع البنك الأوروبي لإعادة الإعمار والتنمية (٢٠٠٦) للحصول على قائمة بالمبادئ الرئيسية لقانون الامتياز الحديث.

^[11] ٦٩ روبرين (٢٠٠٧): ٧٠ فيكرز أند يارو(١٩٩١): ٧١ رولاند (١٩٩٤)

كما ينبغي توفير أنظمة خاصة بالأوراق المالية لحماية المستثمرين، وضمان إنصاف وكفاءة وشفافية الأسواق، والتخفيف من مستوى المخاطر.^{٧٩} وقد حددت «المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية» المتطلبات الأساسية اللازمة لتطوير السوق المالية الإسلامية مثل: إيجاد الإطار التنظيمي المناسب، والتقارب والتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتوفير المنتجات، وتخفيض تكاليف المعاملات، وإعداد خبراء السوق، وتثقيف المستثمرين، وتبادل المعلومات.^{٨٠} كما يتطلب تأسيس سوق الصكوك توفير القوانين التفصيلية الناظمة للأوراق المالية، والإفصاح والإعصار ضمن الإطار الإسلامي. ويجب أن تشمل هذه القوانين على قواعد محددة تعنى بحقوق مالكي الصكوك، وحقوق إعادة التنظيم والتصفية الخاصة بالدائنين؛ فضلاً عن ضمان الشفافية، والإفصاح، وتوفير معايير المحاسبة الشاملة.

٦,٥ إرساء البيئة التنافسية/ توحيد المعايير

تتسم مشاريع البنية التحتية بالتعقيد نظراً لاحتوائها على العديد من الأطراف والعقود المشاركة. وتأتي التعاملات المالية الإسلامية لتضيف بعداً تعاقدياً آخر من شأنه أن يفرض المزيد من التحديات على هذا الصعيد. وثمة مسألتان أساسيتان فيما يخص استخدام التمويل الإسلامي في مشاريع البنية التحتية، تتعلق الأولى بتباين القوانين ذات الصلة بالتمويل الإسلامي والتقليدي. أما الثانية فترتبط باختلاف الآراء الفقهية ضمن الأحكام الشرعية الإسلامية.

وقد لا يحظى التمويل الإسلامي بذات الامتيازات التي يتمتع بها التمويل التقليدي نظراً لافتقاره إلى البيئة القانونية والتنظيمية الداعمة. ففي العديد من بلدان العالم، يعمل قطاع التمويل الإسلامي ضمن أنظمة لا تتمتع بالقوانين والتشريعات الداعمة، أو المؤسسات الفاعلة لحل النزاعات. ويعد الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في ظل بيئة قانونية وتنظيمية لا تتوافق مع مبادئها عاملاً مساهماً في رفع مستوى المخاطر القانونية. ولحل هذه المشاكل، لا بد من إيجاد القوانين والأنظمة التي تسهم في تسهيل استخدام التمويل الإسلامي عموماً، وتوظيفه في تمويل مشاريع البنية التحتية على وجه الخصوص. ومن شأن هذه القوانين والأنظمة أن تساعد على هيكلة العقود الإسلامية، وتقليص المخاطر القانونية، وتعزيز مستوى الثقة في حل النزاعات، فضلاً عن توفير البيئة الاستثمارية المناسبة من خلال تقليص الاختلافات التنظيمية والقانونية بين قطاعي التمويل الإسلامي والتقليدي. ويعد تباين الآراء الفقهية حول التعاملات المختلفة مصدراً آخر من مصادر المخاطر القانونية. فثمة اختلاف في الأحكام والعقود الشرعية ضمن الهيئة القضائية الواحدة في البلاد التي تنتم إلى وجود هيئة شرعية وطنية. وبما أن التعاملات الإسلامية تطوي على العديد من نماذج التمويل التي عادةً ما تكون أكثر كلفة من نظيرتها التقليدية، لذا يمكن لاختلاف الأحكام الشرعية بشأنها أن يرفع مستوى المخاطر المتعلقة بالتوافق مع أحكام الشريعة ويزيد من تكاليف هذه التعاملات. ومن شأن توحيد العقود الإسلامية أن يقلل من التكاليف والمخاطر باعتبارها تطوي على فوائد تعليمية ناجمة عن تعزيز الكفاءة في وضع مسودات هذه العقود، وتقلل المخاوف إزاء البنود القانونية الجديدة التي تشكل سابقة قضائية وجعلها مألوفة لأصحاب المصلحة.^{٨١} وتحتاج مشاريع البنية التحتية المرتبطة بالقطاع العام، والتي تطوي على استثمارات ضخمة، إلى توحيد العقود والمستندات للتخفيف من النفقات والمخاطر.

ويلعب توحيد المستندات دوراً مهماً في تحقيق النمو وتوفير السيولة ضمن الأسواق المالية كونه يسهم في تعزيز الثقة والوضوح حيال مزايا العقود المالية. كما يتيح للكلاء المعنيين قدرة أفضل على استيعاب حقوقهم وواجباتهم بموجب هذه العقود، فضلاً عن تعزيز ثقتهم لدخول السوق وممارسة التعاملات. وتلقى العقود الموحدة قبولاً أكبر لدى الأطراف إذا كانت سهلة الاستيعاب وتحقق التوازن المطلوب بين مصالح المتعاقدين. كما تصبح عملية التفاوض حول جوانب التعاملات المختلفة أكثر بساطة وانسيابية، سيما وأن هذه المفاوضات تركز بشكل خاص على البنود الفريدة التي تختص بها معاملة بعينها أكثر مما تنطبق لكافة البنود الأخرى في العقد. وعلاوة على ذلك، سيتمتع الممولون بحماية أفضل ضد المخاطر التي لا يمكنهم توقعها أو المطالبات التي قد لا تكون ملزمة. كما تسهم العقود الموحدة أيضاً في تسهيل إدارة ومتابعة التعاملات بعد توقيعها.

٨٢ شاه (٢٠٠٨، صفحة ٥٦)

٧٩ هذه هي الأهداف العامة للمنظمة الدولية للجان الأوراق المالية. انظر المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية (٢٠٠٢).

٨٠ المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية (٢٠٠٤)

٨١ لمزيد من المعلومات حول منافع توحيد العقود الإسلامية، راجع كارس (٢٠٠٢) وكاهان وكلاوسنر (١٩٩٧).

لا شك أن الاحتياجات التمويلية لقطاع البنية التحتية خلال السنوات القادمة ستبلغ من الضخامة حدًا قد يفوق قدرة الحكومات على تلبية متطلباتها بمفردها. ويعد التمويل الإسلامي أحد الخيارات المتاحة لردم الهوة في تطوير قطاع البنية التحتية. حيث تبين ورقة العمل هذه هيكليات التمويل الجديدة التي أطلقها قطاع الخدمات المالية الإسلامية لتمويل مشاريع البنية التحتية، والفرص الهائلة التي ينطوي عليها في هذا المجال كونه قطاعاً ناشئاً يميل نحو التمويل القائم على أساس الأصول. ويكمن التحدي الرئيسي لهذا القطاع في إيجاد هيكليات تمويل مبتكرة من شأنها تلبية متطلبات التعاملات المعقدة لمشاريع البنية التحتية.

وتعتمد مدى مساهمة قطاع الخدمات المالية الإسلامية في تطوير مشاريع البنية التحتية على عوامل عديدة؛ فعلى الصعيدين الوطني والعالمي، ثمة حاجة لتعزيز الثقة من خلال اعتماد وثائق قانونية إسلامية موحدة يمكن لمختلف الأطراف استخدامها في تمويل مشاريع البنية التحتية. ولا بد أيضاً من إيجاد بيئة قانونية وتنظيمية داعمة من شأنها التقليل من المخاطر ذات الصلة وتوفير بيئة استثمارية تضاهي بيئة القطاع المالي التقليدي. أما على الصعيد التنظيمي، فيمكن زيادة الموارد المالية المتاحة لتمويل مشاريع البنية التحتية مع توسع القطاع المالي الإسلامي ليضم مؤسسات غير مصرفية (كالمصارف الاستثمارية وشركات التكافل)، والصناديق (كالصناديق المشتركة، وصناديق التحوط والتقاعد). كما يمكن تسهيل الاستثمار في الأدوات الإسلامية المعتمدة في تمويل مشاريع البنية التحتية في حال توفير مجموعة من الأوراق المالية على سويات مختلفة من معدلات المخاطرة والعائدات والاستحقاق.

ويعتمد الدور المستقبلي لقطاع الخدمات المالية الإسلامية في تطوير مشاريع البنية التحتية على مدى قدرة هذا القطاع على تزويد المستثمرين بالأدوات الاستثمارية المتنوعة. ويتحقق ذلك من خلال إيجاد أوراق مالية مبتكرة (بما في ذلك الصكوك) وغيرها من الأدوات التي تلبى المتطلبات القانونية والشرعية من جهة وتواكب احتياجات المستثمرين والمصدرين من جهة أخرى.

«هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية» (١٩٩٨)، معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة.

«هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية» (٢٠٠٢) المعايير الشرعية ٥-١٤٢٥ هـ/٤-٢٠٠٢ م، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة

أوصاف أحمد (١٩٩٢)، الممارسات المعاصرة لأساليب التمويل الإسلامية، ورقة بحث رقم ٢٠، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة.

أوصاف أحمد وطارق الله خان (١٩٩٧)، «مقدمة»، أوصاف أحمد وطارق الله خان (المحررين)، الأدوات المالية الإسلامية في تعبئة موارد القطاع العام، وقائع الندوة رقم ٢٩، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة.

نانسي بريدسال وجون نيليس (٢٠٠٢)، «الرابعون والخاسرون: تقييم الأثر التوزيعي للخصخصة»، مركز التنمية العالمية ٢١ (١٠)، ١٦٣٣-١٦١٧.

ديفيد كارس (٢٠٠٢)، مخاطر التوثيق ومخاطر التشغيل والمعايير الجديد لكفاية رأس المال، مراجعة بنك التسويات الدولي ٢٣/٢٠٠٢.

رالف شامي، كونييل فولينكامب وسونيل شارما (٢٠٠٩)، «إطار لتطوير السوق المالية»، ورقة عمل صندوق النقد الدولي رقم WP/٠٩/١٥٦، صندوق النقد الدولي، واشنطن.

كليفورد تشانس (٢٠٠٩)، مدخل إلى التمويل الإسلامي للمشاريع، خلاصة متطلبات العميل، يناير ٢٠٠٩.

كليمنسيا دي ماستل وأدا كارينا إيزاجوير (٢٠٠٨) «الاتجاهات الحديثة لنشاط القطاع الخاص في البنية التحتية: ما أهمية تجنب المخاطر بالنسبة لخطة العمل»، جريدلاينز نشرة رقم ٢١، الصندوق الاستشاري لشؤون البنية التحتية العامة والخاصة. البنك الدولي.

«البنك الأوروبي لإعادة الإعمار والتنمية» (٢٠٠٦)، «مبادئ البنك الأساسية لقانون امتيازات عصري- اختيار وتبرير المبادئ» <http://www.ebrd.com/country/sector/law/concess/core/coreprin.pdf> (تاريخ دخول الموقع ٨ سبتمبر ٢٠٠٩)

«ارنست آند يونج» (٢٠٠٨) «ردم الهوة: الاستثمار الخاص في البنية التحتية للشرق الأوسط». [http://www.ey.com/Global/assets.nsf/Middle_East/Middle_East_Infrastructure/\\$file/Middle_East_Infrastructure.pdf](http://www.ey.com/Global/assets.nsf/Middle_East/Middle_East_Infrastructure/$file/Middle_East_Infrastructure.pdf)

بنجامين إستي (٢٠٠٢) «الحافز الاقتصادي لتمويل المشاريع»، ميميو، جامعة هارفارد.

المفوضية الأوروبية (٢٠٠٢) «المالية العامة في الاتحاد النقدي الأوروبي» ٢٠٠٣، بروكسل.

فيفيان فوستر، (٢٠٠٨) «إصلاح محرك النمو: البنية التحتية في إفريقيا»، تشخيص البنية التحتية للدول الإفريقية، البنك الدولي، واشنطن.

روبرت جراي وأرشد اسماعيل (٢٠٠٧) «تنظيم أسواق رأس المال الإسلامية»، سيمون آرثرش ورفعت أحمد عبد الكريم (المحررين)، التمويل الإسلامي: التحدي التنظيمي، «جون وايلي آند صنز» (آسيا) ليمتد، سنغافورة.

دارن جريمسي ومارفين لويس (٢٠٠٢)، «تقييم مخاطر شراكة القطاعين العام والخاص في مشاريع البنية التحتية»، المجلة الدولية لإدارة المشاريع، ٢٠١٠-١١٨.

باسل حموي وأنتوني آيلوارد (١٩٩٩) «التمويل الإسلامي: سوق عالمية متنامية»، مجلة «ثاندربيرد إنترناشيونال بزنس ريفيو»، ٤١ (٥/٤)، ٤٠٧-٤٢٠.

رون هاروني (٢٠٠٨)، «ازدهار البنية التحتية للأسواق الناشئة»، ٢٠ يوليو ٢٠٠٨،

<http://wallstreetpit.com/320-emerging-market-infrastructure-is-booming>

الاتحاد الدولي للمحاسبين والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب (٢٠٠٠)، قرارات وتوصيات مجلس مجمع الفقه الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة.

مؤسسة التمويل الدولية (٢٠٠٨) «موجز العدد: مرفق أزمات البنية التحتية في مؤسسة التمويل الدولية»، مؤسسة التمويل الدولية، مجموعة البنك الدولي (ديسمبر ٢٠٠٨)، [http://www.ifc.org/ifcext/about.nsf/AttachmentsByTitle/IssueBrief_ICF/\\$FILE/IssueBrief_ICF.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/about.nsf/AttachmentsByTitle/IssueBrief_ICF/$FILE/IssueBrief_ICF.pdf).

«المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية» (٢٠٠٣)، «أهداف ومبادئ تنظيم الأوراق المالية»، المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>

«المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية» (٢٠٠٤)، «تقرير تقصي الحقائق لسوق رأس المال الإسلامية»، تقرير لجنة عمل سوق رأس المال الإسلامية التابعة للمنظمة الدولية للجان الأوراق المالية.

عبد اللطيف عبدالرحيم جناحي (٢٠٠٥)، «البدائل الشرعية للسندات الحكومية»، في منور اقبال وطارق الله خان (المحررين) (٢٠٠٥)، الهندسة المالية والعقود المالية، بالفريغ ماكميلان، نيويورك.

تيموثي ايروين (٢٠٠٧)، الضمانات الحكومية: توزيع وتقييم المخاطر في مشاريع البنية التحتية الممولة من القطاع الخاص، البنك الدولي، واشنطن. مارسيل كاهان ومايكل كلاوسنر (١٩٩٧)، «التوحيد والابتكار في التعاقد المؤسسي» (أو «اقتصاديات القوالب الجاهزة»)، مجلة «فرجينيا لوريفيو»، ٨٢ (٨٤)، ٧١٣-٧٧٠.

منذر كهف و طارق الله خان (١٩٩٢)، مبادئ التمويل الإسلامي، ورقة بحث رقم ١٦، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة.

مايكل كيرف وآدا كارينا إيزاجوير (٢٠٠٧)، «إحياء مشاركة القطاع الخاص في تطوير البنية التحتية للبلدان النامية: نظرة على الاتجاهات الجديدة ومضامين عملها»، جريدلاينز نشرة رقم ١٦، الصندوق الاستشاري لشؤون البنية التحتية العامة والخاصة. البنك الدولي.

طارق الله خان (٢٠٠٢)، «تمويل مشاريع البناء والتشغيل وتحويل الملكية (BOT): حالة الأدوات الإسلامية»، دراسات اقتصادية إسلامية ١٠ (١)، ١.

طارق الله خان (١٩٩٩ و ٢٠٠٠)، «الأدوات الإسلامية شبه الأسهم (الدين) وتحديات تحوط الميزانية العمومية: تحليل استطلاعي»، «دراسات اقتصادية إسلامية»، ٧، ١-٢٢.

سونيتا كيكري وجون نيلز وماري شيرلي (١٩٩٤)، «الخصخصة: الدروس المستفادة من اقتصاديات السوق»، «ذا وورلد بانك ريسيرتش اوبسيرفر»، ٩ (٢)، ٢٤١-٢٧٢.

يان لينيرت (٢٠٠٩)، «أين ينتهي دور القطاع العام وأين يبدأ دور القطاع الخاص؟» ورقة عمل صندوق النقد الدولي WP/٠٩/١٢٢، صندوق النقد الدولي، واشنطن.

لينارت لاندكفيست (١٩٨٨)، «الخصخصة: نحو مفهوم تحليل السياسة المقارن»، جورنال أوف بابلبيك بوليسي، ٨ (١)، ١-١٩.

منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (٢٠٠٧)، البنية التحتية حتى عام ٢٠٣٠: النتائج والتوصيات الرئيسية، منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، باريس.

منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (دون تاريخ)، قانون الامتياز (ترجمة غير رسمية)

<http://www.oecd.org/dataoecd/4/38/40512020.pdf>

برايس ووترهاوس كوبرز (٢٠٠٨)، تمويل البنية التحتية - النجاة من أزمة الائتمان، نشرة مركز أبحاث القطاع العام في برايس ووترهاوس كوبرز.

توموكا ماتسوكاوا وأودو هابيك (٢٠٠٧)، «الاتجاهات الحديثة لأدوات تخفيف المخاطر في تمويل البنية التحتية»، جريدلاينز نشرة رقم ٢٠، الصندوق الاستشاري لشؤون البنية التحتية العامة والخاصة. البنك الدولي.

مايكل جي تي ماكميلان (٢٠٠٧)، «تمويل المشاريع المتوافق مع أحكام الشريعة: نظرة عامة تتضمن الهيكلية المعتمدة»، مجلة اقتصاديات إسلامية، المصارف والتمويل ٣، (١)، ١٨-٤٧.

مايكل جي تي ماكميلان (٢٠٠٧ب) «التمويل الإسلامي للمشاريع»، محمد حسن كبير ومارفين كي لويس (المحررين)، دليل الخدمات المصرفية الإسلامية، ادوارد إلغار بابليشينج ليميتد، شيلتهام.

مايكل جي تي ماكميلان (٢٠٠٨)، «البنية التحتية المتوافقة مع أحكام الشريعة وتمويل المشاريع»، هنري اي دافيس (المحرر)، «تمويل البنية التحتية: الاتجاهات والتقنيات»، يوروموني انستيتيوشنال انفستر، لندن.

روبيرت ميرتون وزيفي بودي (١٩٩٥)، «الإطار التصوري لتحليل البيئة المالية»، دي بي كرين، وآر سي ميرتون، وكي أي فروت، وزيفي بودي، واس بي ميسون، واي ار سيرري، وايه إي بيرلود، وبي توفانا (المساهمين)، «النظام المالي العالمي، منظور وظيفي»، طبعة مدرسة هارفارد للأعمال، بوسطن.

نيل دي ميلر ومارك موريس (٢٠٠٨)، «تطبيق التمويل الإسلامي في تمويل المشروع»، رحيل علي (المحرر)، «التمويل الإسلامي، دليل عملي»، جلوب لو أند بزنس، لندن.

ناشيكي موروسانجيف سيرارات (٢٠٠٦): «مصادر تمويل البنية التحتية»، سلسلة أوراق العمل، معهد الإدارة والأبحاث المالية، سنتر فور ديفلوبمنت فايننس، تشيناي.

راجات ام ناج (٢٠٠٩)، «تمويل البنية التحتية في اقتصاد عالمي حافل بالتحديات»، خطاب رئيسي في مؤتمر يوروموني السنوي الثاني لتمويل البنية التحتية العالمية.

«رام لخدمات التقييم الائتماني بيرهاد» (٢٠٠٩)، «هيكلية الصكوك المبتكرة لتمويل مشروع 'بروجيك لينتازين شاه علم بيرهاد'، إزميك فايننس بوليتن، العدد رقم ٢٣، ١٢-١٨.

جيرار رولاند (١٩٩٤)، «حول سرعة وتعاقب عمليات الخصخصة وإعادة الهيكلة»، ذا إيكونوميك جورنال، ١٠٤، ١١٥٨-١١٦٨.

رستم شاه (٢٠٠٨)، «القروض المشتركة الإسلامية: الاعتبارات القانونية والهيكلية»، رحيل علي (المحرر)، التمويل الإسلامي، دليل عملي، جلوب لو أند بزنس، لندن.

خوان سول (٢٠٠٨)، «آفاق وتحديات تطوير سوق السندات والصكوك المؤسسية: الدروس المستفادة من دراسة الحالة في الكويت»، المجلة الدولية للإدارة والتمويل الإسلامي والشرق أوسطي، ١ (١)، ٢٠-٣٠.

ستاندر آند بورز (٢٠٠٩)، الصكوك الإسلامية تبلغ سن الرشد في تمويل المشاريع والبنية التحتية، ستاندر آند بورز، ريتينغ دايركت، ٢٠ أبريل ٢٠٠٩.

ستيفان ستروب، وتشارلز فيلوتيني، ومايكل والترز (٢٠٠٨)، «البنية التحتية والنمو الاقتصادي في شرق آسيا»، ورقة العمل أبحاث السياسات رقم ٤٥٨٩، البنك الدولي، واشنطن.

علي أرسلان طارق، وهمايون دار (٢٠٠٧)، «مخاطر الصكوك: مضامين تعبئة الموارد»، مجلة «ثاندريرد إنترناشيونال بزنس ريفيو»، ٤٩ (٢)، [http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/114128889/PDFSTART] .٢٢٢-٢٠٢.

عبد القادر توماس (٢٠٠٧)، «التوريق في التمويل الإسلامي»، سيمون آرثرش ورفعت احمد عبد الكريم (المحررين)، التمويل الإسلامي: التحدي التنظيمي، جون وايلي أند سنز (آسيا) ليمتد، سنغافورة.

محمد تقي عثمانى (١٩٩٩)، مدخل إلى التمويل الإسلامي، إدارة المعارف، كراتشي.

محمد تقي عثمانى (٢٠٠٨)، «الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة»، http://www.failaka.com/downloads/Usmani_SukukApplications.pdf.

بول فالر، وباركلي جيمس، وروث اغيليرا (٢٠٠٨)، «المخاطر وهيكلية رأس المال في تمويل المشاريع الآسيوية»، مجلة إيجا باسيفيك جورنال أوف مانجمنت، ٢٥، ٢٥-٥٠.

جون فيكرز وجورج يارو (١٩٩١)، «الآفاق الاقتصادية للخصخصة»، مجلة جورنال أوف إيكونوميك بيرسيبيكتيفز، ٥ (٢)، ١١١-١٣٢. انطونيو فيفيس، ومارتن كريسني (غير مؤرخ)، «دور القطاع الخاص والحكومات والدائنين متعددي الأطراف في مشاريع البنية التحتية الخاصة في أمريكا اللاتينية»، http://rru.worldbank.org/Documents/Toolkits/Highways/pdf/57.pdf.

البنك الدولي (١٩٩٤)، البنية التحتية للتنمية، تقرير التنمية العالمية ١٩٩٤، البنك الدولي، واشنطن.

البنك الدولي (٢٠٠٧)، «مشاركة القطاع الخاص في المنهجية الموسعة لقاعدة بيانات البنية التحتية»، http://ppi.worldbank.org/documents/methodology_expanded_May_2007.pdf

البنك الدولي (٢٠٠٨)، «لمحة عامة عن البنية التحتية»،

http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTABOUTUS/ORGANIZATION/EXTSDNETWORK/0,,contentMDK:20127296~menuPK:3235453~pagePK:64159605~piPK:64157667~theSitePK:3167628,00.html

إي آر يسكومب (٢٠٠٧)، الشراكات بين القطاعين العام والخاص: مبادئ السياسة الاقتصادية والتمويل، بتروورث وهانيمان، أوكسفورد. زاويا (٢٠٠٨)، «الحاجة لدعم تطوير البنية التحتية»، ٢٦ تشرين الأول ٢٠٠٨.

الملحق ١: أنواع العقود المتداولة لمشاركة القطاع الخاص

١. عقد بناء وتملك وتشغيل (OOB): يقوم المستثمر بموجبه ببناء مشروع جديد وامتلاكه وتشغيله متحملاً كافة المخاطر المترتبة عليه. وتقوم الحكومة عادةً بتقديم ضمانات العائدات أو الدفعات على خدمات/منتجات المشروع.
٢. عقد بناء وتأجير وتملك (OLB): تقوم الشركة الخاصة بموجبه ببناء مشروع جديد متحملة كافة مخاطره، وتقوم بتحويل ملكيته إلى الحكومة، ومن ثم تستأجره بما يترتب عليه من مخاطر ليتحول مجدداً إلى ملكيتها مع انتهاء عقد الامتياز. ويختلف هذا العقد عن سابقه في انتقال ملكية المشروع بعد انتهاء مدة الإيجار.
٣. عقد بناء وتملك وتشغيل وتحويل الملكية (TOOB): تقوم الشركة الخاصة بموجبه ببناء مشروع جديد وامتلاكه وتشغيله متحملاً كافة المخاطر المترتبة عليه. ومن ثم تنتقل ملكية المشروع إلى الحكومة بعد انتهاء مدة الامتياز. وتقوم الحكومة عادةً بتقديم ضمانات العائدات على خدمات/منتجات المشروع.
٤. عقد بناء وتشغيل وتحويل الملكية (TOB): كما في سابقه، تقوم الشركة الخاصة ببناء وتشغيل مشروع جديد متحملاً كافة المخاطر المترتبة عليه. ومن ثم تنتقل ملكية المشروع إلى الحكومة بعد انتهاء مدة الامتياز. وتقوم الحكومة عادةً بتقديم ضمانات العائدات على خدمات/منتجات المشروع.
٥. عقد بناء وتجديد وتشغيل وتحويل الملكية (TORB): تقوم الشركة الخاصة بموجبه إما بإكمال وبناء جزء من المشروع أو بناء ملحق لمشروع موجود مسبقاً، ومن ثم تتولى صيانته/تشغيله خلال مدة الامتياز لتنتقل ملكيته بعدها مجدداً إلى الحكومة.
٦. عقد تجديد وتشغيل وتحويل الملكية (TOR): تقوم الشركة الخاصة بموجبه بتجديد مشروع موجود مسبقاً، وتتولى صيانته/تشغيله متحملاً كافة المخاطر المترتبة عليه. ومن ثم تنتقل ملكية المشروع إلى الحكومة بعد انتهاء مدة العقد.
٧. عقد تجديد وتأجير أو إيجار وتحويل الملكية (TOLR): تقوم الشركة الخاصة بموجبه بتجديد مشروع موجود مسبقاً، وتستأجره من الحكومة متحملاً كافة المخاطر المترتبة عليه. ثم تتولى صيانة وتشغيل المشروع خلال مدة الامتياز.



DIFC