



**Findings & Recommendations of 15th  
Symposium on Future of the Islamic Banking**

**نتائج وتوصيات ندوة مستقبل  
العمل المصرفي الإسلامي الخامسة عشرة**

**The Recent Developments in the  
Investment Funds**

**مستجدات الصناديق الاستثمارية**

## Findings & Recommendations of 15th Symposium on Future of the Islamic Banking

All Praise is due to Allah, Lord of the worlds; peace and blessings be upon our Master and Prophet Muhammad, and upon all his Household and Companions.

On Wednesday & Thursday 29 of Jumada Al-Awwal - 1 of Jumada Al-Thani 1445 AH (corresponding to 1314- of December 2023), the Saudi National Bank (SNB) held the 15th Symposium on Future of the Islamic Banking in Riyadh, the JW Marriott Hotel, to discuss the following topics regarding "The Recent Developments in the Investment Funds":

- Stock Exchange-Traded Funds (ETFs)
- Venture Capital Funds (VCFs)
- Private Equity Funds (PEFs)

The symposium was attended by a number of honorable scholars and researchers in the field of Fiqh and Islamic economics. The recommendations of this symposium focused mainly on the rulings of recent developments in these funds, far from the established rulings on the investment funds as set out by the Fiqh-based contemporary Ijtihad.

Over two days, the participants reviewed the researches prepared for the symposium topics and listened to comments and discussions on them, which were characterized by frankness and constructive discussions. At the end of the symposium, the majority of the participants submitted the following findings and recommendations<sup>(1)</sup>:

- (1) Methodology for preparing the findings and recommendations:  
The Symposium Committee adopted a methodology for preparing the findings and recommendations, as follows:  
1- The Symposium Committee asked the honorable researchers to prepare a draft of the findings and recommendations related to their researches.  
2- The Symposium Committee reviewed the draft findings and recommendations submitted by the researchers and prepared a draft of findings and recommendations of the Symposium.  
3- Sub-committees were formed for each topic, consisting of the researchers, the commentators and some participants and they were held after each session.  
4- Results of the sub-committees' works were presented at the closing session of the Symposium and were discussed in an open session.  
5- The initial draft of the findings and recommendations was sent via e-mail to all the Symposium participants to receive their observations within two weeks after the date of sending.  
6- Within the prescribed period, the Symposium Committee received a number of observations.  
7- The Symposium Committee held several meetings to examine the observations; some findings were modified based on the observations received by the Committee.

## نتائج وتوصيات ندوة مستقبل العمل المصرفي الإسلامي الخامسة عشرة

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على سيدنا ونبينا محمد، وعلى آله وصحبه أجمعين، وبعد:

فقد عقد البنك الأهلي السعودي ندوة مستقبل العمل المصرفي الإسلامي الخامسة عشرة، يومي الأربعاء والخميس، بتاريخ: ٥ / ٢٩ - ١٤٤٥ هـ الموافق: ١٣ - ١٤ / ١٢ / ٢٠٢٣ م، في فندق جي دابليو ماريوت بمدينة الرياض، للنظر في موضوع «مستجدات الصناديق الاستثمارية»، وفق المحاور الآتية:

- «صناديق المؤشرات المتداولة في الأسهم».
- «صناديق الاستثمار الجريء».
- «صناديق الملكية الخاصة».

وقد حظيت الندوة بمشاركة عددٍ من أصحاب المعالي والفضيلة العلماء، والباحثين في الفقه والاقتصاد الإسلامي، واقتصرت توصيات هذه الندوة على أحكام ما استجد من هذه الصناديق، دون ما استقر من أحكام الصناديق الاستثمارية في الاجتهاد الفقهي المعاصر.

واستعرض المشاركون على مدى يومين البحوث المعدة لمحاور الندوة، كما استمعوا إلى التعقيبات والمناقشات عليها التي اتسمت بالصرحة والنقاش العلمي البناء، وانتهت الندوة بأغلبية المشاركين إلى النتائج والتوصيات الآتية<sup>(١)</sup>:

- (١) منهج إعداد النتائج والتوصيات:  
اعتمدت اللجنة العلمية للندوة منهجاً لإعداد النتائج والتوصيات، وفقاً لما يلي:  
١- طلبت اللجنة العلمية من أصحاب الفضيلة الباحثين إعداد مسودة للنتائج والتوصيات المتعلقة بأبحاثهم.  
٢- راجعت اللجنة العلمية مسودة النتائج التوصيات المقدمة من الباحثين، وأعدت مشروعاً لنتائج وتوصيات الندوة.  
٣- شكّلت لجان صياغة فرعية لكل محور، مكونة من الباحثين والمُعقّبين وبعض المشاركين انعقدت بعد كل جلسة.  
٤- عرضت نتائج أعمال اللجان الفرعية في الجلسة الختامية للندوة، ونوقشت في جلسة علنية.  
٥- أرسلت النسخة الأولية من النتائج والتوصيات عبر البريد الإلكتروني للمشاركين في الندوة، لاستقبال الملاحظات خلال أسبوعين من تاريخ الإرسال.  
٦- ورد إلى اللجنة العلمية خلال المدة المقررة عدد من الملاحظات.  
٧- عقدت اللجنة العلمية عدة اجتماعات لدراسة الملاحظات الواردة ومراعاتها في النتائج.

## First Topic Stock Exchange-Traded Funds (ETFs)

### First: Definition of Stock Exchange-Traded Funds (ETFs)

- 1- Stock exchange-traded funds are a type of investment vehicles consisting of shares of listed companies, selected according to specific indices prepared by specialized entities, so that the fund simulates the performance of that index, and their units are traded in financial markets the same as stock trading.
- 2- Exchange-traded funds are divided, according to the fund manager's simulation of indices, into two types:
  - A- Exchange-traded funds that are based on a fully-immersive simulation of a specific index; wherein the shares of companies in the fund are completely identical to the index components and their weightage. Consequently, the fund manager has no discretion to select or change the fund's shares unless there is a change in the components of the index itself and their weightage. The fund's management is limited to monitoring the fund's performance and ensuring the fully-immersive simulation by achieving a performance identical to the index performance. This type is the most common practice in financial markets.
  - B- Exchange-traded funds that are based on a non-immersive simulation of a specific index; wherein the shares of companies in the fund are not completely identical to the index components and their weightage. Consequently, the fund manager has more discretion not to make the fund's components identical to the components of the index and their weightage within specified limits, in accordance with the fund's provisions and conditions.
- 3- The significance of exchange-traded funds is underscored through their role as catalysts for trading in the financial market via the investment in units including a number of shares for risk diversification, and these units are tradable during the trading periods. One of the advantages of ETFs lies in the cost efficiency they offer to investors due to the reduced fees of the fund manager, whose role is confined to monitoring the index simulation.

### Second: Rulings on Stock Exchange-Traded Funds (ETFs)

- 1- It is permissible to establish or invest in exchange-traded funds that invest in shares of Shariah-compliant companies, under the supervision of a Shariah committee.
- 2- It is not permissible to establish exchange-traded funds that invest in shares of Shariah-non-compliant companies, whether their non-compliance is due to prohibited activity or to exceeding the prescribed limits for the permissibility of investing in shares.
- 3- It is not permissible to invest in exchange-traded funds that simulate the performance of an index without actual ownership.

## المحور الأول

### صناديق المؤشرات المتداولة في الأسهم

#### أولاً: مفهوم صناديق المؤشرات المتداولة في الأسهم

- ١- صناديق المؤشرات المتداولة في الأسهم هي أوعية استثمارية تتكون من أسهم شركات مدرجة، يجري اختيارها وفقاً لمؤشرات محددة معدة من جهات متخصصة، ليحاكي الصندوق أداء ذلك المؤشر، وتتداول وحداتها في الأسواق المالية مثل تداول الأسهم.
- ٢- تنقسم صناديق المؤشرات المتداولة باعتبار طريقة محاكاة مدير الصندوق للمؤشرات إلى نوعين:
  - أ- صناديق مؤشرات متداولة تقوم على المحاكاة الكاملة لمؤشر محدد بحيث تكون أسهم الشركات في الصندوق مطابقة تماماً لمكونات المؤشر وأوزان هذه المكونات، فليس لمدير الصندوق اختيار أسهم الصندوق أو تغييرها إلا إذا تغيرت مكونات المؤشر نفسه وأوزانها، وتقتصر إدارته على متابعة أداء الصندوق والتأكد من المحاكاة الكاملة بتحقيق أداء يتطابق مع أداء المؤشر، وهذا النوع هو الأغلب في الأسواق المالية.
  - ب- صناديق مؤشرات متداولة تقوم على المحاكاة غير الكاملة لمؤشر محدد بحيث تكون أسهم الشركات في الصندوق غير مطابقة تماماً لمكونات المؤشر وأوزان هذه المكونات، فيحق لمدير الصندوق عدم مطابقة مكونات الصندوق مع مكونات المؤشر وأوزانها في حدود معينة وفق شروط الصندوق وأحكامه.
- ٣- تظهر أهمية صناديق المؤشرات المتداولة في كونها تحفز التداول في السوق المالية من خلال الاستثمار في وحدات تتضمن عدة أسهم لتوزيع المخاطر، كما يمكن تداول الوحدات خلال فترات التداول، ومن مزاياها انخفاض التكلفة للمستثمرين؛ بسبب انخفاض رسوم مدير الصندوق؛ لأن دوره يقتصر على متابعة محاكاة المؤشر.

#### ثانياً: أحكام صناديق المؤشرات المتداولة في الأسهم

- ١- يجوز تأسيس صناديق مؤشرات متداولة تستثمر في أسهم شركات متوافقة مع الضوابط الشرعية بإشراف لجنة شرعية، والاستثمار فيها.
- ٢- لا يجوز تأسيس صناديق مؤشرات متداولة تستثمر في أسهم شركات غير متوافقة مع الضوابط الشرعية سواء أكان عدم التوافق للنشاط المحرم أم لتجاوز النسب المقررة لجواز الاستثمار في الأسهم.
- ٣- لا يجوز الاستثمار في صناديق مؤشرات متداولة تحاكي أداء مؤشر دون ملكية فعلية.

4- With regard to the ruling of investment in exchange-traded funds that are based on a fully-immersive simulation of a specific index and include shares that are not compliant with Shariah standards, the participants have two approaches:

**First approach:** The impermissibility of investment in these funds; because they engage in a prohibited activity. Accordingly, the investment in such funds takes the same ruling as the direct investment in shares of companies that are not compliant with Shariah standards, whether the investment is executed through discretionary portfolios management (DPMs) or regular investment funds.

**Second approach:** The permissibility of investment in these funds, provided that the investment standards in the shares of companies should be observed on the entire fund, particularly with regard to the prohibited revenue that shall not exceed 5% of the total revenues of the fund, and that the fund shall be treated as a single entity, because their nature does not allow modifying the components of the index and their weightage. Consequently, their units take the same ruling as shares of companies that involve prohibited transactions, and thus the ruling on these funds differs from the ruling on other investment funds.

Some proponents of this approach exclude from permissibility the case when these funds include shares of companies engaging in prohibited activities, and restrict the permissibility to shares of companies that have violated the prescribed limits for the permissibility of investment in shares.

### Third: Recommendations

- 1- Conducting a thorough study into the ruling of investment in stock exchange-traded funds that are based on a non-immersive simulation.
- 2- Examining investment standards in stock exchange-traded funds, taking into account their technical and financial nature.
- 3- Encouraging financial institutions to establish more stock exchange-traded funds that are compliant with Shariah standards.

٤- اتجه المشاركون في حكم الاستثمار في صناديق مؤشرات متداولة تقوم على المحاكاة الكاملة وتتضمن أسهمًا غير متوافقة مع الضوابط الشرعية إلى اتجاهاين:

**الاتجاه الأول:** منع الاستثمار في هذه الصناديق؛ لأنها تمارس نشاطًا محرّمًا، فيأخذ الاستثمار فيها حكم الاستثمار بشكل مباشر في أسهم شركات غير متوافقة مع الضوابط الشرعية، سواء كان الاستثمار عبر محافظ استثمارية خاصة (DPM) أو صناديق استثمارية عادية.

**الاتجاه الثاني:** جواز الاستثمار في هذه الصناديق بضوابط الاستثمار في أسهم الشركات على مجمل الصندوق وعلى وجه الخصوص ألا يزيد الإيراد المحرم عن ٥٪ من مجمل إيرادات الصندوق، ويعامل الصندوق على أنه كيان واحد؛ لأن طبيعتها لا تقبل تعديل مكونات المؤشر وأوزان هذه المكونات؛ فتأخذ وحداتها حكم أسهم الشركات التي لديها تعاملات محرمة، وبهذا يختلف حكم هذه الصناديق عن حكم صناديق الاستثمار الأخرى.

وبعض أصحاب هذا الاتجاه يستثني من الجواز ما إذا اشتملت هذه الصناديق على أسهم شركات ذات نشاط محرّم، ويقصر الجواز على أسهم الشركات التي خالفت النسب المقررة لجواز الاستثمار في الأسهم.

### ثالثًا: التوصيات

- ١- دراسة حكم الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة في الأسهم القائمة على المحاكاة غير الكاملة.
- ٢- دراسة ضوابط الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة في الأسهم، بما يراعي طبيعتها الفنية والمالية.
- ٣- إنشاء المؤسسات المالية المزيد من صناديق المؤشرات المتداولة في الأسهم المتوافقة مع الضوابط الشرعية.



## Second Topic Venture Capital Funds (VCFs)

## المحور الثاني صناديق الاستثمار الجريء

### First: Definition of Venture Capital Funds (VCFs)

- 1- Venture capital funds are a type of investment vehicles that make a private placement to qualified investors, and acquire stakes in startups and early-stage emerging businesses of high growth prospects. The objective is to achieve capital gains resulting from the sale of stakes at the end of the fund's period.
- 2- Venture capital funds are a form of investment in private equity of non-listed companies. However, they often invest in early-stage startups, whereas the private equity funds usually invest in advanced-stage companies.
- 3- Venture investment, as a rule, is compliant with the original purposes of Islamic finance because it is structured on the basis of partnership contracts (Musharakah).
- 4- Generally, the provisions of venture capital funds do not differ from other investment funds in both the contractual formula concluded between the fund manager and the investors, and the provisions of remunerations and incentives.
- 5- The significance of venture capital is underscored as being a main enabler to support early-stage startups, which serve as vital components of national economies' growth, as well as being an investment method that encourages development and innovation in companies and industries, particularly in the field of modern technologies.

### Second: Rulings on Venture Capital Funds (VCFs)

- 1- It is permissible to invest in venture capital funds that invest in startups whose activity is permissible, through financial instruments have not been shown that they (according to the available information) violate the Shariah standards of investment in shares of companies involving prohibited transactions.
- 2- The ruling outlined in Clause (Second) of the findings of the Third Topic regarding Private Equity Funds (PEFs) is applicable to Venture Capital Funds (VCFs).

### Third: Investment through Convertible Financial Instruments

Convertible financial instruments are a common form of venture investment, the most prominent of which are:

#### 1- Convertible Notes:

These are debt-based agreements, whereby the investors provide financing to the startup company under investment, and they can be converted in the future into equity according to certain conditions. They may include the issuance of debt under the agreement of Keep It Simple Security (KISS), which stipulates specific privileges for investors upon conversion,

### أولاً: مفهوم صناديق الاستثمار الجريء

- ١- صناديق الاستثمار الجريء هي أوعية استثمارية تطرح طرحاً خاصاً على مستثمرين مؤهلين، تستحوذ على حصص في شركات ومشروعات ناشئة يُتوقع لها فرص نمو عالية، بهدف تحقيق ربح رأسمالي ناتج عن بيع الحصص في نهاية مدة الصندوق.
- ٢- تعدّ صناديق الاستثمار الجريء من صور الاستثمار في الملكية الخاصة للشركات غير المدرجة، غير أنها تستثمر في شركات ناشئة في مراحلها الأولية غالباً، بينما تستثمر صناديق الملكية الخاصة عادة في الشركات في مراحلها المتقدمة.
- ٣- يُعدّ الاستثمار الجريء من حيث الأصل متوافقاً مع المقاصد الأصلية للمالية الإسلامية لقيامه على عقود المشاركات.
- ٤- لا تختلف أحكام صناديق الاستثمار الجريء في الجملة عن الصناديق الاستثمارية الأخرى في الصيغة التعاقدية بين مدير الصندوق والمستثمرين، وفي أحكام الأجور والحوافز.
- ٥- تظهر أهمية الاستثمار الجريء بأنه بات ممكناً أساسياً لدعم المشروعات الناشئة التي تسهم في نمو اقتصادات الدول، وأسلوب استثماري يشجع على التطوير والابتكار في الشركات والصناعات لاسيما في التقنيات المتقدمة الحديثة.

### ثانياً: أحكام الاستثمار في صناديق الاستثمار الجريء

- ١- يجوز الاستثمار في صناديق استثمار جريء تستثمر في شركات ناشئة ذات نشاط مباح، بأدوات مالية لم يتبين من خلال المعلومات المتاحة مخالفتها لضوابط الاستثمار في أسهم الشركات التي لديها تعاملات محرمة.
- ٢- يسري على صناديق الاستثمار الجريء، حكم البند (ثانياً) من نتائج المحور الثالث بشأن صناديق الملكية الخاصة.

### ثالثاً: الاستثمار من خلال أدوات مالية قابلة للتحويل

تعدّ الأدوات المالية القابلة للتحويل إحدى الصور الشائعة للاستثمار الجريء، ومن أبرزها:

#### ١- أدوات دين قابل للتحويل إلى أسهم (Convertible Note):

وهي اتفاقيات قائمة على الدين يمنح المستثمرون بموجبها تمويلات للشركة الناشئة محل الاستثمار، ويمكن تحويلها في المستقبل إلى حقوق ملكية وفق شروط معينة، ويُلحق بها: إصدار الديون من اتفاقية (K.I.S.S)، ويُنص فيها للمستثمرين على امتيازات محددة عند التحويل،

for example, giving the investor a right to convert debt into a stake in the company according to an agreed-upon formula, or choose the best subsequent condition of other investors.

The ruling on investment in these notes varies based on the type of debt-based financing and the conversion formula, as follows:

- A- It is not permissible to invest in convertible notes if the financing involves interest-bearing loan. However, it is permissible if the financing is structured in a form compliant with Shariah standards. If the financing is structured on the basis of a benevolent loan (Qard Hasan), it is not permissible to grant preferential conditions unless a Shariah committee proves through Shariah-based-reasoning (Ijtihad) that the preferential treatment is not as a result of the loan.
- B- The conversion formula should be compliant with Shariah standards, as outlined in the findings of the 11<sup>th</sup> Symposium on Future of Islamic Banking in Topic (Convertible Sukuk).

## 2- Financial Instruments Granting Future Equities to Investors:

They are financial instruments whereby the investor provides a certain amount in exchange for a right to own shares in startups in the future, based on specific conditions. These instruments grant investors the previous preferential advantages upon conversion; the most important of which are the Simple Agreements for Future Equity (SAFE) and the issuance of shares under the agreement of Keep It Simple Security (KISS).

The participants have discussed a number of Fiqh-based interpretations for the origin of this transaction, including:

- A- It is a partnership contract concluded at the moment the partnership capital is delivered, and the investor's stake shall be known at the time of contracting in proportion of the investment amount (partnership capital) to the total nominal value of the partners' stakes. A subsequent sorting of stakes is to be agreed upon during evaluation in case the company achieves a profit.
- B- They constitute a binding promise to conclude a partnership contract in the future, and the partnership is established when its condition is fulfilled by handing over or by exchanging an offer and acceptance at the time, or they are a contingent partnership contract that is concluded when its condition is fulfilled. The investor's stake shall be known when the partnership is established, and the amount of investment paid upon signing is held in trust as it shall be subject to guarantee upon misuse. This is akin to some Fiqh scholars' interpretations stating that the buyer's commitment to pay the commodity value in Bay' al-Istjrar (supply sale) is a form of guarantee against damages.

مثل أن يكون للمستثمر الحق في تحويل الدين إلى حصة في الشركة في ضوء معادلة متفق عليها، أو في الأخذ بأفضل شرط لاحق لمستثمرين آخرين.

ويختلف الحكم في الاستثمار بهذه الأدوات بناءً على نوع التمويل القائم على الدين، وصيغة التحويل، وفقاً لما يلي:

أ- لا يجوز الاستثمار بأدوات دين قابلة للتحويل إذا كان التمويل بقرض ربوي، ويجوز إذا كان التمويل بصيغة متوافقة مع الضوابط الشرعية. وأما إذا كان التمويل بقرض حسن فلا يجوز منح شروط تفضيلية إلا إذا ثبت باجتهاد لجنة شرعية أن التفضيل ليس بسبب القرض.

ب- يجب أن تكون صيغة التحويل متوافقة مع الضوابط الشرعية في ضوء ما جاء في نتائج ندوة مستقبل العمل المصرفي الإسلامي الحادية عشرة في محور (الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم).

## ٢- أدوات مالية تمنح المستثمرين حقوق ملكية في المستقبل:

وهي أدوات مالية يقدم بموجبها المستثمر مبلغًا محددًا مقابل حق في تملك أسهم بالمستقبل في شركات ناشئة وفقاً لشروط معينة، ويثبت بها للمستثمرين المزايا التفضيلية السابقة عند التحويل، ومن أهمها الاتفاقيات البسيطة لتملك الأسهم في المستقبل (S.A.F.E)، وإصدار الأسهم من اتفاقية (K.I.S.S).

وقد تداول المشاركون عدداً من التخرجات الفقهية لأصل فكرة هذه المعاملة، وهي:

أ- أنها عقد مشاركة ينعقد من لحظة تسليم رأس مال المشاركة، وتكون حصة المستثمر معلومة عند التعاقد بنسبة مبلغ الاستثمار (رأس مال المشاركة) إلى مجموع القيمة الاسمية لحصص الشركاء، مع الاتفاق على فرز لاحق للحصص عند التقييم إذا ظهر ربح في الشركة.

ب- أنها وعد ملزم بعقد مشاركة في المستقبل، وتنعقد المشاركة عند تحقق شرطها بالمعاطاة أو بتبادل إيجاب وقبول في حينه، أو أنها عقد مشاركة معلق ينعقد عند تحقق شرطه، وتُعلم حصة المستثمر عند انعقاد المشاركة، ويكون مبلغ الاستثمار المدفوع عند التوقيع أمانة يضمن بالتصرف ضمان المتلفات، ويلحق هذا بتخريج بعض الفقهاء التزام أخذ السلع بدفع قيمتها في بيع الاستجزار أنه من قبيل ضمان المتلفات.

C- It is a contract to purchase deferred shares, the amount of which is determined based on the conversion equation. The investment amount paid is the purchase price, and the ignorance about the deferred period is forgiven because it does not lead to dispute. The same ruling is applicable to ignorance about the quantity of shares, since it does not prevent delivery in view of the fact that the two parties have agreed upon an accurate method through which the knowledge about the quantity of shares is determinable.

#### Fourth: Preferential Conditions in Convertible Financial Instruments

- 1- The basic principle is the obligation to observe the general rules of partnerships, and to amend the conditions of investment contracts in venture capital in accordance with the rules of profit and loss whenever possible, and to ensure that they are compliant with the relevant laws and that they are accepted by the competent courts in a manner that does not contradict the rulings of Islamic Shariah.
- 2- The participants have disagreed regarding the ruling on venture investment that involves preferential conditions granting some investors priority in recovering the investment amount upon the company's liquidation for the purpose of protecting the venture capital investor from the founders' negligence in preserving investors' rights, their disagreement was according to two approaches:

**First approach:** The impermissibility of these preferential conditions, since they may lead to complete exclusion of a partner from profit and loss sharing. Such conditions are considered prohibited forms of preferred shares, and it is not permissible to enter into a transaction that includes these conditions.

However, some proponents of this approach have permitted investment under these conditions that contradict the requirements of partnership contracts, provided that no revenues are taken as a result of these prohibited conditions, nor to request their fulfillment. This is because such conditions are considered legally void, unless they are fulfilled due to the founders' misuse, negligence or violation of the conditions, then it will be fulfilled accordingly. The Shariah committees shall be referred to address the effects of these revenues or preferential conditions after their occurrence if the original contract cannot be corrected. For example, the investor may waive a portion of the amounts due to him under these conditions, whether in the profits distribution in a manner that does not completely exclude a partner from profit, or in prioritizing claims upon the company's liquidation.

ج- أنها عقد شراء أسهم مؤجلة يُحدد مقدارها بناءً على معادلة التحويل، ويكون مبلغ الاستثمار المدفوع ثمن الشراء، وتُغتفر جهالة الأجل؛ لأنها ليست مما يؤدي إلى النزاع، ومثلها في الحكم جهالة مقدار الأسهم؛ لأنها لا تمنع التسليم؛ لاتفاق الطرفين على معيار منضبط يتحدد به العلم بمقدار الأسهم.

#### رابعاً: الشروط التفضيلية في الأدوات المالية القابلة للتحويل:

١- الأصل وجوب الالتزام بالقواعد العامة للمشاركات، وتعديل شروط عقود الاستثمار في رأس المال الجريء بما يتوافق مع قواعد الربح والخسارة ما أمكن ذلك، والتأكد من توافقها مع القوانين والتشريعات ذات الصلة، وقبولها لدى المحاكم المختصة بما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية.

٢- اختلف المشاركون في حكم الاستثمار الجريء المشتمل على شروط تفضيلية تمنح بعض المستثمرين أولوية في استرداد مبلغ الاستثمار عند تصفية الشركة؛ لغرض حماية المستثمر برأس المال الجريء من تفريط المؤسسين في حفظ حقوق المستثمرين، على اتجاهاين:

الاتجاه الأول: منع هذه الشروط التفضيلية؛ لأنها قد تؤول إلى قطع المشاركة في الربح والخسارة كلياً عن أحد الشركاء، فهي من الصور الممنوعة للأسهم الممتازة، ولا يجوز الدخول في تعامل يتضمن هذه الشروط.

ورخص بعض أصحاب هذا الاتجاه بالاستثمار مع وجود هذه الشروط المخالفة لمقتضى عقود المشاركات، على أنه لا يجوز أخذ أي عائد يترتب على هذه الشروط المحرمة، ولا المطالبة بتنفيذها؛ لأنها في حكم المعدوم شرعاً، ما لم يكن موجب تنفيذها تعدي المؤسسين أو تقصيرهم أو مخالفتهم للشروط، فتتفد بموجب ذلك، ويُرجع إلى اللجان الشرعية في التعامل مع هذه العوائد أو الشروط التفضيلية بمعالجة آثارها بعد وقوعها إن لم يمكن تصحيح أصل التعاقد، مثل أن يتنازل المستثمر عن حقه في جزء من المبالغ المستحقة بموجب هذه الشروط، سواء كان في توزيع الأرباح بما لا يقطع الربح كلياً عن أحد الشركاء، أو في ترتيب الأولوية عند تصفية الشركة.

**Second approach:** The permissibility of these preferential conditions in view of the fact that they constitute a waiver of priority rights in the assets or a promise to donate them, or that these conditions do not conflict with the requirements of the wealth partnership that are based on the separation of ownership and management. This is because it is an ownership partnership among investors, and each investor is considered as a foreigner in disposing of his partner's shares.

### **Fifth: Recommendations**

- 1- Conducting a thorough study into the Fiqh-based interpretations of these transactions, analyzing the consequences of each interpretation, making a comparison among them, and establishing Shariah-compliant standards for them.
- 2- Examining the agreements applied to venture investment deals, and developing Shariah-compliant alternatives to them when necessary.
- 3- Examining the preferential conditions that grant investors advantages in pricing, profit distribution, and priority in recovering the investment amount upon the company's liquidation, and proposing alternatives as needed in a manner that does not contradict Shariah standards.
- 4- Encouraging the financial institutions to establish more venture capital funds that are compliant with Shariah standards.

الاتجاه الثاني: جواز هذه الشروط التفضيلية؛ بناءً على أنه تنازلٌ عن حق الأولوية في الأصول أو وعدٍ بهبثها، أو على أن هذه الشروط لا تتعارض مع مقتضى شركة الأموال القائمة على الفصل بين الملكية والإدارة؛ باعتبار أنها شركة ملك بين المستثمرين وأن كل مستثمر أجنبي في التصرف في أسهم شريكه.

### **خامساً: التوصيات**

- ١- دراسة التخریجات الفقهية لهذه المعاملات، والآثار المترتبة على كل تخریج، والموازنة بينها، ووضع الضوابط الشرعية لها.
- ٢- دراسة الاتفاقيات التي يتم التعامل بها في صفقات الاستثمار الجري، ووضع البدائل الشرعية لها عند الحاجة لذلك.
- ٣- دراسة المزايا التفضيلية التي تعطي للمستثمر التفضيل في التسعير وتوزيع الأرباح والأولوية في استرداد مبلغ الاستثمار عند تصفية الشركة، واقتراح بدائل عند الحاجة لذلك بما لا يتعارض مع الضوابط الشرعية.
- ٤- إنشاء المؤسسات المالية المزيد من صناديق الاستثمار الجريء المتوافقة مع الضوابط الشرعية.





## Third Topic Private Equity Funds (PEFs)

## المحور الثالث صناديق الملكية الخاصة

### First: Definition of Private Equity Funds (PEFs)

- 1- Private equity funds are a type of investment vehicles that make a private placement to qualified investors, and acquire stakes in medium-growth companies that are not listed in the financial markets by purchasing stakes in these companies and changing their growth strategy, with the intention of divesting within a specified period.
- 2- Investment funds are one of the legal structures for the investment methods in private equity. However, the investment may be executed through other legal structures, such as joint stock companies or financial trusts (Trust).
- 3- The investment in private equity, as a rule, is compliant with the original purposes of Islamic finance because it is structured on the basis of partnership contracts.
- 4- Private equity funds are managed by General Partners, who manage the money of Limited Partners and may contribute a portion of the fund's capital.
- 5- The provisions for private equity funds generally do not differ from regular investment funds either in the contractual relationship between the fund manager and the investors, or in the provisions for remunerations and incentives.
- 6- The significance of investment in private equity is underscored through its impact in supporting medium and small-sized enterprises, which serve as vital components of national economies, and contribute to enhancing their efficiency and rescuing the distressed ones.

### Second: Rulings on the Investment in Private Equity Funds (PEFs)

- 1- It is not permissible to establish or invest in private equity funds if some of their activities is to acquire companies engaged in prohibited activities, or if it is known that these companies do not comply with the Shariah standards governing investment in shares of companies that involve prohibited transactions, unless the investors' purpose of establishing the fund or investing in it is to change the company's activity and rectify its situation according to a specific plan approved by a Shariah committee, provided having the ability to do so.
- 2- It is permissible to invest in private equity funds that invest in private companies whose activity is permissible, and it has not been shown that they (according to the available information) violate the Shariah standards of investment in shares of companies that involve prohibited transactions.
- 3- It is permissible, in private equity funds, to completely collect the investors' funds upon incorporation. However, the investors may commit to paying the fund's capital in installments based on the request of the fund manager (General Partner).

### أولاً: مفهوم صناديق الملكية الخاصة

- ١- صناديق الملكية الخاصة هي أوعية استثمارية تطرح طرحاً خاصاً على مستثمرين مؤهلين، تستحوذ على حصص في شركات متوسطة النمو غير مدرجة في الأسواق المالية من خلال شراء حصص فيها وتغيير استراتيجيتها للنمو، والتخارج منها خلال فترة معينة.
- ٢- الصناديق الاستثمارية أحد الهياكل القانونية لأساليب الاستثمار في الملكية الخاصة، وقد يكون الاستثمار عن طريق هياكل قانونية أخرى، مثل شركات المساهمة أو العهدة المالية (الترست).
- ٣- يُعدّ الاستثمار في الملكية الخاصة من حيث الأصل متوافقاً مع المقاصد الأصلية للمالية الإسلامية لقيامه على عقود المشاركات.
- ٤- يدير صناديق الملكية الخاصة شركاء عموميون (General Partners)، وهم الذين يديرون أموال المستثمرين المحدودين (Limited Partners)، وقد يساهمون بجزء من رأس مال الصندوق.
- ٥- لا تختلف أحكام صناديق الملكية الخاصة في الجملة عن الصناديق الاستثمارية العادية في العلاقة التعاقدية بين مدير الصندوق والمستثمرين، وفي أحكام الأجور والحوافز.
- ٦- تظهر أهمية الاستثمار في الملكية الخاصة لما لها من أثر في دعم المنشآت المتوسطة والصغيرة التي تعتمد عليها اقتصادات الدول، ويؤدي إلى رفع كفاءتها وإنقاذ المتعثر منها.

### ثانياً: أحكام الاستثمار في صناديق الملكية الخاصة

- ١- لا يجوز تأسيس صناديق ملكية خاصة أو الاستثمار فيها إذا كان الغرض منها الاستحواذ على شركات محرمة النشاط، أو إذا علم عدم توافقها مع الضوابط الشرعية للاستثمار في أسهم الشركات التي لديها تعاملات محرمة، إلا إذا كان غرض المستثمرين من تأسيس الصندوق أو الاستثمار فيه تغيير نشاط الشركة وتصحيح أوضاعها - وفق خطة محددة تعتمدها لجنة شرعية - بشرط القدرة على ذلك.
- ٢- يجوز الاستثمار في صناديق ملكية خاصة تستثمر في شركات خاصة مباحة النشاط ولم يتبين من خلال المعلومات المتاحة مخالفتها لضوابط الاستثمار في أسهم الشركات التي لديها تعاملات محرمة.
- ٣- يجوز في صناديق الملكية الخاصة إتمام جمع أموال المستثمرين عند التأسيس، كما يجوز أن يلتزم المستثمرون بسداد رأس مال الصندوق على دفعات بناء على طلب مدير الصندوق (الشريك العمومي).

- 4- It is permissible to stipulate in the fund's incorporation documents that the fund manager has the right to take measures against a partner who has committed to providing a portion of the capital, but did not pay it upon the fund manager's request, in a manner that preserves the rights of the remaining investors and eliminates any harm that may befall them, in accordance with the provisions for damage compensation.
- 5- It is not permissible for the fund manager to obtain interest-based financing, and repay it from investors' subscriptions.
- 6- The ruling outlined in Clause (Fourth) of the findings of the Second Topic regarding Venture Capital Funds (VCFs) is applicable to Private Equity Funds (PEFs).

### Third: Recommendations

- 1- Conducting a thorough study into the ruling on investment in private equity funds that obtain an interest-bearing loan and repay it from investors' subscriptions in the event that the fund manager is unable to obtain financing compliant with Shariah standards, particularly in some international private equity funds.
- 2- Encouraging the financial institutions to establish private equity funds that invest in local companies, and developing formulas compliant with Shariah standards that achieve the purposes of these funds.
- 3- Examining and developing Shariah standards that take into account the nature of international private equity funds.

٤- يجوز النص في وثائق تأسيس الصندوق على حق مدير الصندوق باتخاذ إجراءات على الشريك الذي التزم بحصة من رأس المال، ولم يدفعها عند طلب مدير الصندوق، بما يحفظ حقوق بقية المستثمرين ويرفع ما قد يقع عليهم من ضرر، في ضوء أحكام التعويض عن الضرر.

٥- لا يجوز لمدير الصندوق الحصول على تمويل ربوي ثم سداه من اكتتابات المستثمرين.

٦- يسري على صناديق الملكية الخاصة، البند (رابعاً) من نتائج المحور الثاني بشأن صناديق الاستثمار الجريء.

### ثالثاً: التوصيات

- ١- دراسة حكم الاستثمار في صناديق الملكية الخاصة التي تقترض قرضاً ربوياً ثم تسدده من اكتتابات المستثمرين في حال تعذر حصول مدير الصندوق على تمويل متوافق مع الضوابط الشرعية لاسيما في بعض صناديق الملكية الخاصة الدولية.
- ٢- إنشاء المؤسسات المالية صناديق ملكية خاصة تستثمر في شركات محلية، وابتكار صيغ متوافقة مع الضوابط الشرعية تحقق مقصود هذه الصناديق.
- ٣- دراسة وتطوير الضوابط الشرعية التي تأخذ باعتبارها طبيعة صناديق الملكية الخاصة الدولية.

