



صندوق توسعه ملی

سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای صندوق توسعه ملی



ویرایش پنجم

مهرماه ۱۴۰۲



بسمه تعالی

مقدمه

عملکرد مالی صندوق توسعه ملی، طی عمر دوازده ساله خود از لحاظ شاخص‌های سودآوری، با فرض بازگشت تمامی منابع پرداخت شده، نزدیک به صفر درصد بوده است. این در حالی است که عملکرد سودآوری ارزی صندوق‌های بین‌المللی مشابه صندوق توسعه ملی حدود ۶ درصد سالانه گزارش شده‌اند. با نگاهی به حوزه‌های فعالیت صندوق‌های ثروت در دنیا، متوسط ارزش پرتفوی تخصیص یافته این صندوق‌ها کمتر از ۵.۴ درصد ارزش کل پرتفوی، بصورت اعطای وام انجام پذیرفته و الباقی سبد پرتفوی آنها به حوزه‌های گسترده‌ای از سرمایه‌گذاری‌ها و با بکارگیری از ابزارهای متنوع صورت پذیرفته است. هرچند که بنظر می‌رسد اهداف سرمایه‌گذاری اولیه تشکیل این صندوق‌ها به دلیل امکان بروز بیماری هلندی در اقتصادهای ملی، سرمایه‌گذاری در بازارهای بین‌المللی ترسیم شده‌اند لیکن طی سالهای بروز بیماری کرونا، تجارب سرمایه‌گذاری داخلی این صندوق‌ها با لحاظ تمهیدات و مقتضیات خاص، عملکرد قابل توجهی در اقتصاد ملی آنها رقم خورده و امروزه به عنوان پیشران توسعه اقتصادی کشورهای خود در حوزه‌های متنوعی از سرمایه‌گذاری محسوب می‌شوند.

صندوق توسعه ملی برگرفته از تجارب خود و با استفاده از ظرفیت اساسنامه‌ای^۱ مغفول مانده در حوزه‌های سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی و همچنین بنا به مقتضیات کنونی کشور (که میزان تشکیل سرمایه در اقتصاد کشور از استهلاک کمتر بوده بطوری‌که طی چهار سال گذشته پیاپی رشد منفی سرمایه‌گذاری خالص در اقتصاد ایران افتاده است) و درس‌های سرمایه‌گذاری داخلی و بین‌المللی و همچنین تجارب ناموفق بنگاهداری صندوق‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های بازنشستگی داخل کشور، اقدام به طراحی و بکارگیری مدل‌های متنوعی از سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای تحت عنوان (I-HOPE) مطابق با مقتضیات سرمایه‌گذاری داخلی و ظرفیتهای موجود قراردادی سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای در قوانین نموده است.

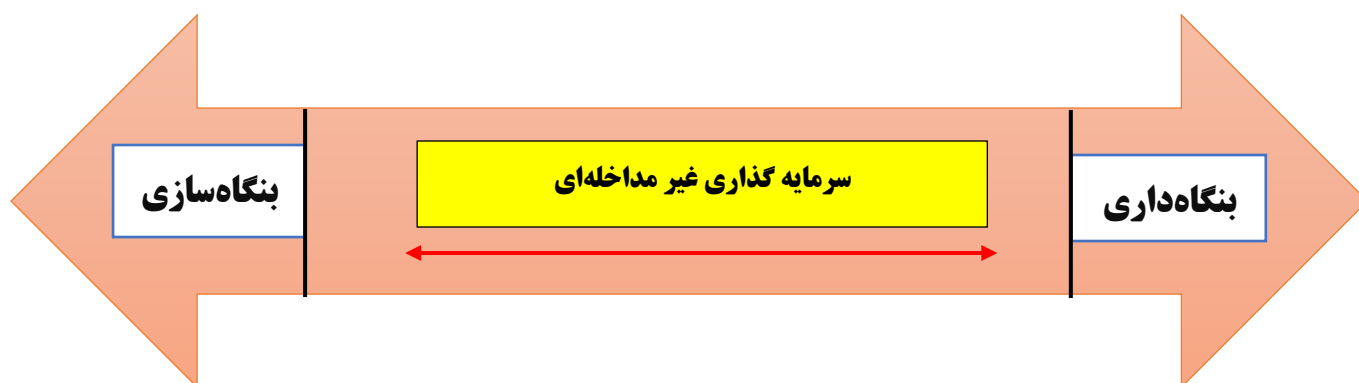
۱- بنگاه‌سازی در مقابل بنگاهداری

یکی از اساسی‌ترین چالش‌های حوزه سرمایه‌گذاری، گرفتار شدن نهادهای عمومی و دولتی در باتلاق بنگاهداری دولتی می‌باشد. صندوق توسعه ملی بر اساس مطالعه تجربه بنگاهداری توسط هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های

^۱ فی المثل در بند ۲ وظایف هیأت عامل

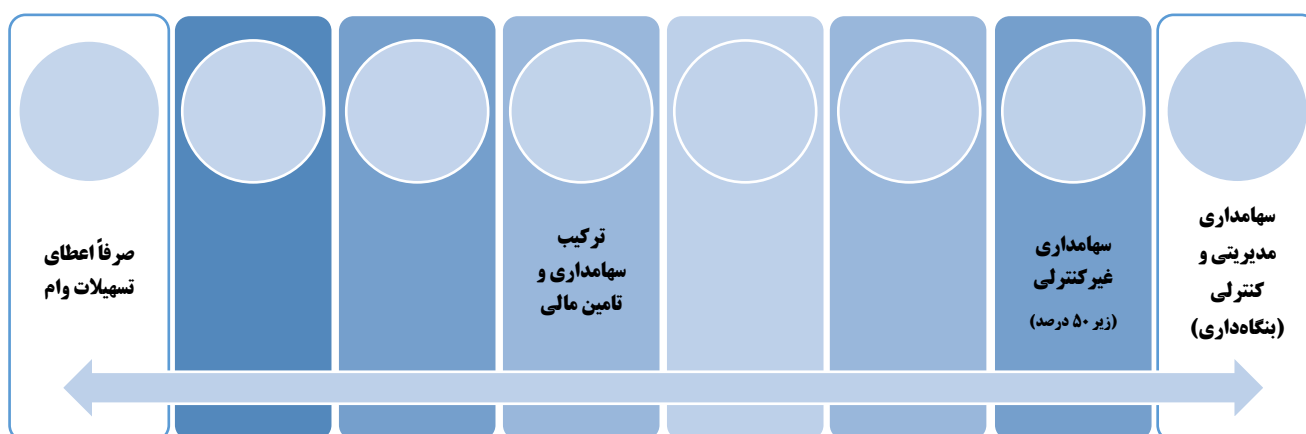
مدل های سرمایه گذاری غیر مداخله ای (I-HOPE)

بازنشستگی، بنگاهداری را خط قرمز خود دانسته و شروع به واکاوی مدل های متنوعی از سرمایه گذاری غیرمداخله ای کرد تا بدون ورود به بنگاهداری اقدام به بنگاه سازی و با استفاده از توان بخش خصوصی نماید. در عین حال بتواند بهره مندی مناسبی از عواید طرح را بدون دخالت در مدیریت طرحها داشته باشد. بدین منظور با بررسی تجارب سرمایه گذاری بین المللی و همچنین تجارب چند سال گذشته خود در کشور، طیف متنوعی از انواع مدل های مشارکت را از صرف اعطای تسهیلات وام تا سرمایه گذاری کامل را مورد ارزیابی قرار داد.



شکل ۱: مشارکت در حد فاصل بنگاهداری و بنگاه سازی

همانگونه که شکل ۲ نشان می دهد گزینه های صندوق برای مشارکت فقط تسهیلات صرف و یا فقط سرمایه گذاری صرف نبوده بلکه حد فاصل این دو نیز تعداد متنابهی مدل مشارکت قابل احصاء است.



شکل ۲: از مدل صرفاً وام دهی تا مدل صرفاً سرمایه گذاری

۲- عوامل مؤثر در طراحی مدل مشارکت صندوق

همانطور که بیان شد صندوق می‌تواند دو گزینه غائی (تسهیلات و یا سرمایه‌گذاری) و طیف وسیعی از گزینه‌ها را در میان این دو گزینه اصلی داشته باشد. عوامل چندی باعث انتخاب یک گزینه از میان ده‌ها گزینه مشارکت خواهد شد. عواملی همچون؛ نوع کسب و کار طرح‌ها (Business Model)، وجود سابقه اجرایی و عملیاتی آن در کشور، سطوح دانش بکار گرفته شده در آن و بلوغ فناوری‌های بکارگرفته شده (TRLs)، اهلیت و توانمندی گروه مدیریتی و سهامداری طرح (Management Audit)، وضعیت بازار محصولات و مواد اولیه، دسترسی به مواد اولیه و شبکه‌های توزیع و فروش، پایداری تامین انرژی و آب، مسائل اجتماعی و زیست محیطی (EIA)، ساختار تامین مالی، ریسک‌های صنعت.



شکل ۳- از مدل تک مولفه‌ای تا مدل‌های چند مولفه‌ای

به این دلیل صندوق توسعه ملی با توجه به ارزیابی و موشکافی دقیق طرح‌ها، برای هر پروژه، مدل مشارکت مناسب آن را طراحی و پیشنهاد خواهد داد. طبیعتاً چنین مدلی باید ضمن کاهش ریسک‌های مرتبط بر سرمایه‌گذاری صندوق، مانع بنگاهداری آن و باعث رشد منابع صندوق و نهایتاً توسعه کشور گردد.



مشارکت سال‌های گذشته صندوق، در طرح‌های مختلف تنها در قالب تک ابزار، یعنی اعطای تسهیلات وام از طریق عاملیت بانکی بوده و مانند یک پیچ گشتی تک سو با اندازه مشخص (شکل ۳- سمت چپ) عمل می‌کرده است. طبیعتاً صرف بکارگیری از این ابزار واحد نمی‌تواند پاسخگوی مناسبی برای انواع مشارکت‌ها باشد. مقتضیات اختصاصی طرح‌ها نیازمند طراحی ابزارهای مناسب (شکل ۳- سمت راست)، به منظور حل مسائل آن می‌باشد. انواع روش‌های سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای (I-HOPE)، به منظور دستیابی به این هدف، پاسخ‌های مناسب برای انواع مدل مشارکت با لحاظ خط قرمز بنگاهداری صندوق بوده و تجارب مناسبی از بکارگیری این مدل‌ها در فضای سرمایه‌گذاری بین‌الملل موجود می‌باشد.

در حقیقت مدل‌های سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای، حاصل ترکیبی از انواع ابزارهای وام، سهامداری غیر کنترلی، انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری (پروژه‌ای، خصوصی و ...)، انواع اوراق (ارزی و ریالی، مبتنی بر سهام، بدهی، دارایی و مشتقه) و ابزارهای مبتنی بر اختیار خرید/فروش می‌باشد.

۳- مراحل یا بلوک‌های مدل سرمایه‌گذاری غیر مداخله‌ای (I-HOPE)

مراحل انجام سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای به ترتیب در ۵ مرحله اصلی زیر انجام می‌پذیرد:

مرحله ۱- مدل تأمین مالی سرمایه‌گذاری یا تعیین ساختار مشارکت (I): در این مرحله مدل تأمین مالی سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای متناسب با ریسک‌های مترتب بر طرح انتخاب و ساختار مشارکت صندوق در طرح مشخص شده و با استفاده از ابزارهای قراردادی و تضامین لازم، عملیاتی گردد. همه گزینه‌های تأمین مالی از جمله وام، پرداخت نقدی، اوراق و سایر روش‌ها در این مرحله تصمیم‌گیری می‌شود. انواع روش‌های تأمین مالی بصورت مستقیم و یا با عاملیت بانک‌ها بصورت زیر است:

- I^۱: ارز
- I^۲: ریال
- I^۳: اوراق ارزی
- I^۴: اوراق ریالی
- I^۵: حواله نفتی
- I^۶: مجوزات
-
- I^{۱۱}: بانک عامل
- I^{۱۲}: بانک کارگر



- I ۱۳: شرکت مدیریت دارایی
- I ۱۴: صندوق پروژه
- I ۱۵: صندوق سرمایه‌گذاری
- I ۱۶: فرا صندوق
- I ۱۷: لیزینگ

مرحله ۲ - اجرای طرح شامل اخذ مجوزها و ساخت و ساز (H): در این مرحله، صندوق معمولاً هیچ دخالتی در مدیریت اجرای طرح نداشته و صرفاً با استفاده از ابزارهای متنوع نظارتی بصورت هوشمندانه و موثر، بر فرآیند هزینه کرد صحیح در راستای اهداف طرح و در جهت عملکرد بهتر آن اقدام می‌نماید. نحوه حضور و نظارت صندوق در مراحل اجرای طرح بصورت زیر است:

- H^۱: عدم مداخله و نظارت
- H^۲: صرفاً نظارت بازرسی قانونی (حسابرسی مستقل)
- H^۳: صرفاً نظارت عالی مدیریت و کنترل پروژه
- H^۴: صرفاً حسابرسی داخلی
- H^۵: نظارت جامع دوران ساخت
- H^۶: عضویت در کمیته‌های قانونی (فنی)

مرحله ۳ - دوره تولید و بهره‌برداری از طرح (O): در این مرحله نیز صندوق معمولاً هیچ دخالتی در مدیریت طرح نداشته و صرفاً با استفاده از ابزارهای متنوع نظارتی بصورت هوشمندانه و موثر، بر فرآیند هزینه کرد صحیح در راستای اهداف طرح و در جهت عملکرد بهتر آن اقدام می‌نماید. نحوه حضور و نظارت صندوق در مرحله تولید بصورت زیر است:

- O^۱: عدم مداخله و نظارت
- O^۲: صرفاً نظارت بازرسی قانونی (حسابرسی مستقل)
- O^۳: صرفاً نظارت حسابرسی داخلی
- O^۴: صرفاً نظارت عملکرد مالی
- O^۵: نظارت هوشمندانه و موثر

مرحله ۴ - تقسیم پیامدها یا مدل‌های انتفاع صندوق از طرح (P): در این رابطه براساس مدل سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای مشخص می‌شود که هر یک از طرفین طرح سرمایه‌گذاری چگونه از منافع طرح بهره‌مند می‌شوند. قاعده‌تاً



بهره‌مندی صندوق در این مرحله تنها شامل سود تسهیلات نبوده و ممکن است بعدی از انتفاع را مطرح نماید. بخشی از منافع فروش محصول یا سهام شرکت احداث شده را در برگیرد. انواع گوناگون تسهیم منافع طرح به شرح زیر است:

- P ۱: سهامداری عادی
- P ۲: سهامداری ممتاز
- P ۳: سهام تبدیل بهره ارزی
- P ۴: سهام تبدیل بهره ریالی
- P ۵: اختیار فروش
- P ۶: حق استفاده از مجوز
-
- P ۱۱: بهره وام ارزی
- P ۱۲: بهره وام ریالی
- P ۱۳: لیزینگ ریالی
- P ۱۴: لیزینگ ارزی
-
- P ۲۱: درصدی از درآمد
- P ۲۲: میزان مشخصی از درآمد
- P ۲۳: درصدی از کل محصولات
- P ۲۴: درصدی از گروه خالص
- P ۲۵: درصدی از سود خالص
- ..
- P ۳۱: اوراق ارزی
- P ۳۲: سود واحد (یونیت) های صندوق

مرحله ۵ - سناریوی خروج یا مدل خروج (E): شیوه خروج صندوق بر اساس مدل سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای انتخاب می‌شود و معمولاً، قبل از شروع به مشارکت در طرح، سناریو خروج نهایی شده و پس از طی زمان مشخص، صندوق از طرح خارج می‌شود. انواع سناریوهای خروج از طرح بصورت زیر است:

- E۱: ماندگاری (عدم خروج)
- E۲: پذیرش و عرضه در بورس (IPO)



- E^۳: اتمام قرارداد مشارکت
- E^۴: فروش قرارداد به متقاضی
- E^۵: فروش قرارداد به غیر
- E^۶: اتمام زمان اوراق
- E^۷: اتمام عمر صندوق
- E^۸: اتمام قرارداد لیزینگ

در شکل ۴ مراحل یا بلوک های مدل (I-HOPE) نشان داده شده است.



شکل ۴: مراحل یا بلوک های مدل (I-HOPE)

۴- نمونه مدل های سرمایه گذاری غیر مداخله ای (I-HOPE)

ذیلاً چند نمونه از مدل های (I-HOPE) که تاکنون اجرا شده است معرفی می گردد:

۴-۱- مدل مشارکت در طرح های توسعه میادین نفتی و گازی

در مدل سرمایه گذاری غیرمداخله ای صندوق توسعه ملی در توسعه میادین نفتی و گازی (که به اصطلاح وزارت نفت از نوع قراردادهای IPC است) مدل مشارکت صندوق، تأمین مالی بخش قابل توجهی از سرمایه مورد نیاز طرح (Exposure) در مشارکت بصورت غیرمداخله ای با شرکت های دارای صلاحیت اکتشاف و تولید (E&P) انجام می پذیرد. صندوق در مدیریت طرح و مراحل آماده سازی و بهره برداری کمترین مداخله را داشته و غالباً با استفاده از ابزار نظارتی موثر و هوشمندانه خود در جریان وقوع هزینه کرد کامل طرح قرار می گیرد.

عواید صندوق پس از تولید زود هنگام (FTP) از دو محل، یعنی اول سود تأمین مالی و دوم بهره مندی از درصدی از گزینه فروش زودتر از هنگام عواید قرارداد مشارکت برای شریک نیز در صورت موافقت صندوق وجود خواهد داشت.



Investment Handling Operation Pay off Exit



شکل ۵: مدل I-HOPE برای توسعه میادین نفت و گاز

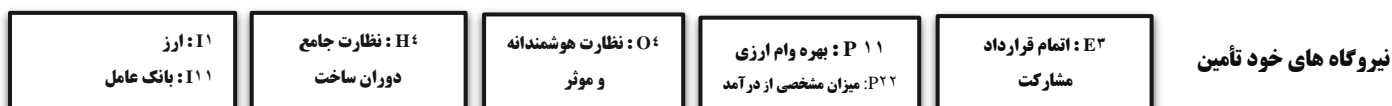
۲-۴ - مدل مشارکت در طرح های نیروگاهی خودتأمین

در مدل سرمایه گذاری غیرمداخله ای طراحی شده برای مشارکت در نیروگاه های خودتأمین با مدل ECA-BOT، مدل مشارکت صندوق صورت تأمین مالی بخش قابل توجهی از سرمایه مورد نیاز طرح متناسب با جریان نقدی مورد نیاز طرح بوده و صندوق با اجرا کننده قرارداد B.O.T ارزی و خریدار تضمینی ارزی برق، وارد قرارداد می شود. صندوق در مدیریت طرح و مراحل آماده سازی و بهره برداری کمترین مداخله را داشته و غالباً با استفاده از ابزار نظارتی مؤثر و هوشمندانه خود در جریان وقوع هزینه کرد کامل طرح قرار می گیرد.

عواید صندوق پس از بهره برداری از دو محل یکی سود تأمین مالی و دیگری بهره مندی از درصدی از درآمد فروش ارزی برق (Revenue Share) انجام می پذیرد. مدل خروج صندوق با اتمام زمان مشارکت پایان می یابد و گزینه فروش زودتر از هنگام عواید قرارداد مشارکت برای شریک نیز در صورت موافقت صندوق وجود خواهد داشت.

در این مدل اجرا کننده طرح انگیزه کافی برای ارتقاء عملکرد خود برای بهره برداری از طرح را خواهد داشت (زیرا که تمامی عواید به خود وی بصورت مستقیم می رسد) و صندوق نیز اطمینان مناسبی از بازگشت ارزی منابع ارزی سرمایه گذاری خود خواهد داشت و خریدار تضمینی برق نیز درآمد قابل توجهی به دلیل بهره مندی از برق پایدار کسب خواهد نمود.

Investment Handling Operation Pay off Exit



شکل ۶: مدل I-HOPE برای نیروگاه های خودتأمین



۳-۴ - سایر مدل های سرمایه گذاری غیر مداخله ای طراحی شده (I-HOPE)

همانگونه که شکل ۷ نشان می دهد مدل های I-HOPE با کد مشخصی قابل بکارگیری در سایر مدل های سرمایه گذاری است.

Investment Handling Operation Pay off Exit

I ^۱ : ارزش I ^{۱۱} : بانک عامل	H ^۴ : نظارت جامع دوران ساخت	O ^۴ : نظارت هوشمندانه و موثر	P ^{۱۱} : بهره وام ارزی P ^{۲۳} : درصدی از محصولات	E ^۳ : فروش قرارداد به متقاضی	طرح های پتروشیمی PDH-PP
I ^۱ : ارزش I ^{۱۳} : شرکت مدیریت دارایی	H ^۲ : صرفاً نظارت عالیه مدیریت و کنترل پروژه	O ^۱ : صرفاً نظارت بازرسی قانونی (حسابرسی مستقل)	P ^{۳۱} : اوراق ارزی	E ^۵ : اتمام زمان اوراق	شیرین سازی و انتقال آب (نوع ۱)
I ^۱ : ارزش I ^{۱۵} : صندوق سرمایه گذاری	H ^۵ : عضویت در کمیته های قانونی (فنی)	O ^۴ : نظارت هوشمندانه و موثر	P ^{۳۲} : سود واحد (یونیت) های صندوق	E ^۶ : اتمام عمر صندوق P.E	طرح های با اولویت بالای پایین دست پتروشیمی
I ^۱ : ارزش I ^{۱۱} : بانک عامل	H ^۴ : نظارت جامع دوران ساخت	O ^۴ : نظارت هوشمندانه و موثر	P ^{۱۱} : بهره وام ارزی P ^{۲۱} : درصدی از درآمد	E ^۲ : اتمام قرارداد مشارکت	شیرین سازی و انتقال آب (نوع ۲)
I ^۱ : ارزش I ^{۱۷} : لیزینگ	H ^۴ : نظارت جامع دوران ساخت	O ^۴ : نظارت هوشمندانه و موثر	P ^{۱۴} : لیزینگ ارزی	E ^۷ : اتمام قرارداد لیزینگ	طرح های بالای ۹۵ درصد پیشرفت فیزیکی
I ^۱ : ارزش I ^{۱۳} : شرکت مدیریت دارایی	H ^۴ : نظارت جامع دوران ساخت	O ^۴ : نظارت هوشمندانه و موثر	P ^۴ : سود وام P ^{۲۵} : درصدی از سود خالص	E ^۲ : اتمام قرارداد مشارکت	طرح های فناوری اطلاعات
I ^۱ : ارزش I ^{۱۳} : شرکت مدیریت دارایی	H ^۴ : نظارت جامع دوران ساخت	O ^۴ : نظارت هوشمندانه و موثر	P ^۳ : سهام تبدیل بهره ارزی P ^{۱۱} : بهره وام ارزی	E ^۱ : پذیرش و عرضه در بورس	طرح های دارای تکنولوژی بالا

شکل ۷: انواع مدل های I-HOPE برای طرح های آب، انرژی و فناوری

همانطوریکه در مدل های طراحی شده فوق ملاحظه می شود، صندوق توسعه ملی مداخله زیادی در مدیریت طرحها نداشته و صرفاً با استفاده از ابزارهای متنوع نظارتی، نظارت هوشمندانه و موثری بر جریان سرمایه گذاری خواهد داشت و از محل مشارکت انجام پذیرفته متناسب با این مدل، عوایدی مناسبی را نیز از طرح بهره مند خواهد شد و شریک طرح نیز انگیزه های کافی برای بهره وری مناسب تر و ارتقاء شاخص های عملکردی را خواهد داشت.



۵- مدل های سرمایه گذاری انجام پذیرفته

ذیلاً چند نمونه از انواع سرمایه گذاری انجام شده با مدل I-HOPE در جدول شماره ۱ آمده است. همانطور که کد عددی I-HOPE در ستون های آخر جدول نشان می دهد، هر مدل، مختص همان طرح بوده و با توجه به اقتضائات آن انتخاب شده است. اما در همه این طرح ها، عدم ورود یا حداقل ورود به بنگاهداری، کاهش ریسک مشارکت و افزایش عواید صندوق مدنظر بوده است.

جدول ۱: هفت طرح سرمایه گذاری تا تاریخ ۱۴۰۲/۰۷/۲۱ بر اساس مدل I-HOPE

I	H	O	P	E	نام طرح	ردیف
I ^۱ , I ^۲ I ^{۱۱} , I ^{۱۳}	۴	۴	P ^۱ P ^{۱۱}	۱	توسعه میادین نفتی آزادگان	۱
I ^۱	۰	۱	P ^۱	۰	خرید ۳۳ درصد بانک سینا	۲
I ^۱ I ^{۱۳}	۰	۰	P ^{۱۱}	۲	توسعه میادین گازی هما، وراوی و مرکز تفکیک تابناک	۳
I ^۱ I ^{۱۳}	۴	۴	P ^۳ P ^{۱۱}	۲	راه اندازی و بهسازی واحد آمونیاک ونزوئلا	۴
I ^۱ , I ^۲ I ^{۱۱} , I ^{۱۳}	۴	۴	P ^۱ P ^{۱۱}	۱	پتروشیمی PDH-PP تدبیر	۵
I ^۲ I ^{۱۳}	۴	۴	P ^۱	۱	تولید داروهای بایوتکنولوژی، بیوسیمیلار و واکسن	۶
I ^۱ I ^{۱۳}	۴	۴	P ^{۱۱} P ^{۲۱}	۲	نیروگاه ۵۱۴ مگاوات (نامی) تاربانا - تأمین برق فولاد خوزستان	۷