

تبیین مدل عملیاتی انتشار اوراق اجاره (صکوک اجاره)

اوراق اجاره را می‌توان به دو نوع کلی تقسیم نمود. نوع اول که در آن یک دارایی از فروشنده‌ای خریداری شده و به بانی اجاره داده می‌شود و نوع دوم که در آن دارایی از بانی خریداری شده و دوباره به وی اجاره داده می‌شود. در ادامه به تشریح فرآیند انتشار هر یک از این موارد می‌پردازیم. لازم به ذکر است واژگان بکار رفته شده مبتنی بر تعاریف ضوابط ابزار مالی اوراق اجاره می‌باشد.

۱. نوع اول جدایی بانی و فروشنده

نهادهای فعال در انتشار این نوع اوراق اجاره عبارتند از:

۱. بانی
۲. فروشنده
۳. واسط
۴. امین
۵. شرکت تامین سرمایه
۶. موسسه رتبه‌بندی اعتباری

در ادامه فرآیند انتشار اوراق اجاره نوع اول آورده شده است:

* از آنجا که بانی نیاز به دارایی دارد، لذا اقدامات اولیه توسط وی صورت خواهد گرفت. بانی در گام اول امین را از بین نهادهای حقوقی واجد شرایط انتخاب نموده و به سازمان پیشنهاد می‌نماید. در صورت تایید سازمان، بانی با امین وارد مذاکره رسمی شده و قرارداد همکاری با تعیین کلیه شرایط و وظایف طرفین منعقد می‌نماید.

بنابراین اولین گام در انتشار اوراق اجاره نوع اول به صورت زیر خواهد بود:

۱. بانی اقدام به انتخاب امین می‌نماید.

* در مرحله بعد باید واسط^۱ ایجاد شود.

۲. واسط توسط امین تاسیس می‌شود.

^۱ SPV=SPC=SPE

* در مرحله سوم باید نوع و قیمت دارایی که قرار است به فروش رسد تعیین شود. قیمت دارایی توسط فروشنده تعیین خواهد شد و به تایید بانی نیز خواهد رسید. همچنین چون در حقیقت سرمایه‌گذاران مالک دارایی هستند قیمت دارایی باید به تایید امین (به عنوان نماینده سرمایه‌گذاران) نیز برسد. بنابراین گام بعدی عبارت است از:

۳. قیمت دارایی توسط فروشنده تعیین و به تایید بانی و امین می‌رسد.

* از آنجا که سازمان به عنوان حافظ منافع سرمایه‌گذاران وظیفه نظارت بر بازار اولیه را دارد لذا واسط به عنوان ناشر اوراق باید اقدام به اخذ مجوز انتشار از سازمان نماید. واسط موظف است علاوه بر رعایت کلیه مقررات ثبت و عرضه اوراق بهادار، امیدنامه انتشار اوراق را نیز به سازمان ارائه دهد.

بنابراین گام بعدی به صورت زیر خواهد بود:

۴. واسط جهت اخذ مجوز انتشار از سازمان، اقدام به ارائه اطلاعات و مدارک مورد نیاز می‌نماید.

فرآیند اخذ مجوز طی پروسه زمانی صورت می‌گیرد که با ارائه مدارک اولیه توسط واسط آغاز و تا انتشار عمومی امید نامه ادامه خواهد داشت.

* از آنجا که سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق) با ریسک‌های مختلفی مواجه هستند و از طرف دیگر زمان و تخصص لازم جهت بررسی ریسک اوراق برای تمامی سرمایه‌گذاران ممکن نیست لذا باید اوراق توسط موسسه رتبه‌بندی اعتباری، رتبه‌بندی شود. بدیهی است میزان اجاره بها (سود) دریافتی سرمایه‌گذاران متأثر از رتبه اعتباری اوراق خواهد بود. لذا گام بعدی عبارت است از:

۵. موسسه رتبه‌بندی اعتباری، اوراق اجاره را رتبه‌بندی می‌کند.

* بدلیل اینکه واسط باید اوراق را از طریق شرکت تامین سرمایه در بازار اولیه به فروش رساند بنابراین در مرحله بعد باید شرکت تامین سرمایه توسط واسط تعیین شود.

۶. واسط اقدام به تعیین شرکت تامین سرمایه می‌نماید.

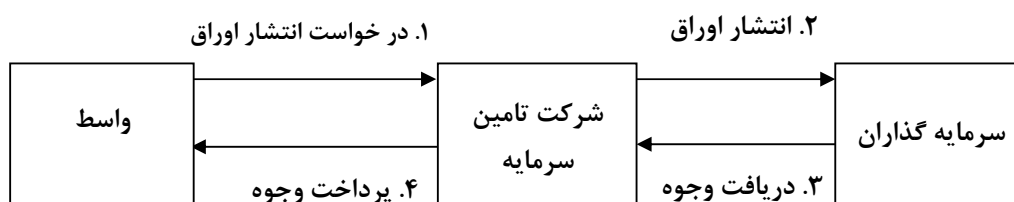
* در مرحله بعد واسط باید از طریق شرکت تامین سرمایه اقدام به انتشار اوراق نماید.

۷. واسط امید نامه اوراق را به عموم عرضه می کند و از طریق شرکت تامین سرمایه اقدام به پذیره نویسی اوراق اجاره نموده و مالکیت دارایی را به صاحبان اوراق منتقل کرده و به وکالت از طرف آنان امور مربوط به دارایی را مدیریت می کند که فرآیند آن به صورت زیر خواهد بود:

الف- دارایی قابل تقسیم باشد^۱ (در این حالت می توان از روش بیشترین تلاش^۲ یا تعهد پذیره نویسی^۳ استفاده نمود. در ادامه فرایند استفاده از روش بیشترین تلاش آورده شده است).

۱. واسط درخواست انتشار اوراق را به شرکت تامین سرمایه می دهد.
۲. شرکت تامین سرمایه اقدام به انتشار اوراق می نماید.
۳. شرکت تامین سرمایه وجوه بدست آمده را جمع آوری می نماید.
۴. وجوه به حساب مشترک امین و واسط واریز می شود (برداشت از حساب صرفاً با دو امضا ممکن است).

فرآیند انتشار اوراق روش بهترین تلاش



^۱ حالتی است که در آن دارایی مثلی به صورت یک کل منسجم نیست و قابل تفکیک به اجزاء مختلف باشد، به عنوان مثال:

- در صورتی که مصرف کننده تمایل به اجاره ۱۰۰ دستگاه اتومبیل داشته باشد (دارایی از نوع قابل تقسیم است، یعنی می توان آن را به بخش های مختلف تقسیم کرد) بنابراین می توان جهت انتشار اوراق از روش بیشترین تلاش استفاده نمود، در این حالت در صورتی که ۵۰ درصد صکوک منتشره به فروش برسد مصرف کننده می تواند ۵۰ دستگاه اتومبیل اجاره نماید؛
- ولی اگر دارایی به صورت یک کل منسجم باشد به عنوان مثال دارایی یک هواپیما باشد در صورتی که ۵۰ درصد صکوک به فروش رسد امکان خرید دارایی توسط واسط و اجاره آن به مصرف کننده وجود ندارد؛ به همین دلیل در مواردی که دارایی به صورت یک کل منسجم باشد شرکت تامین سرمایه باید لزوماً از طریق تعهد پذیره نویسی اوراق را منتشر نماید.

^۲ Best effort

^۳ Firm commitment

ب- دارایی قابل تقسیم نباشد (مانند هواپیما؛ در این صورت انتشار اوراق فقط از

طریق تعهد پذیره نویسی قابل انجام است) فرایند انتشار به صورت زیر است:

۱. واسط در خواست انتشار اوراق از طریق تعهد پذیره نویسی را به شرکت تامین

سرمایه می‌دهد.

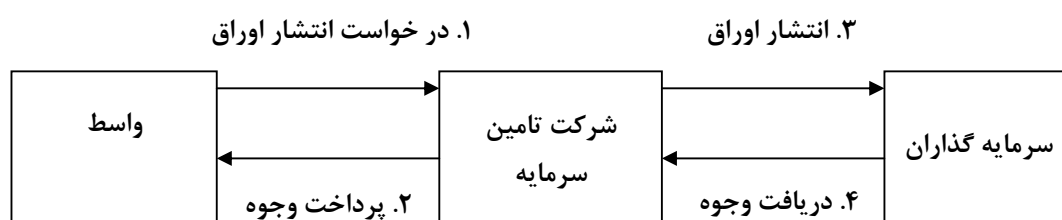
۲. شرکت تامین سرمایه مبلغی معادل کل ارزش صکوک را به حساب مشترک امین و

واسط واریز می‌نماید.

۳. شرکت تامین سرمایه اقدام به انتشار اوراق و دریافت وجوه از سرمایه‌گذاران

می‌نماید.

فرآیند انتشار اوراق از روش تعهد پذیره نویسی



* در مرحله بعد واسط اقدام به پرداخت وجوه به فروشنده نموده و دارایی را به وکالت از

سرمایه‌گذاران خریداری می‌نماید. بنابراین در پایان این مرحله دارایی به تملک سرمایه‌گذاران

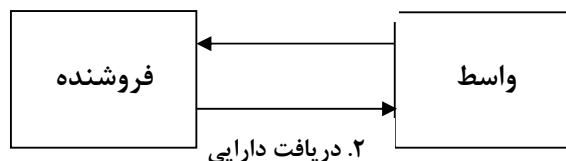
در می‌آید؛ ولی از آنجا که نمی‌توان دارایی را به نام سرمایه‌گذاران ثبت نمود، بنابراین دارایی

به نام واسط ثبت خواهد شد. مرحله بعد عبارت است از:

۸. واسط با پرداخت وجوه بدست آمده به فروشنده، دارایی را به وکالت از سرمایه‌گذاران

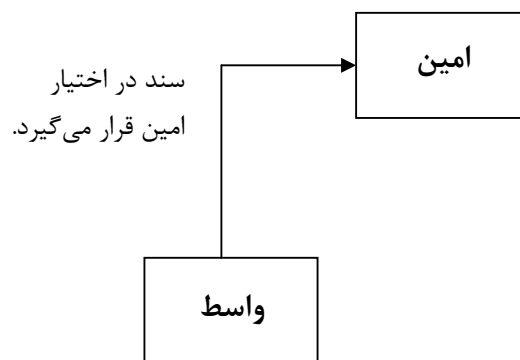
خریداری می‌نماید (قرارداد بیع و حق العمل کاری).

۱. پرداخت وجوه



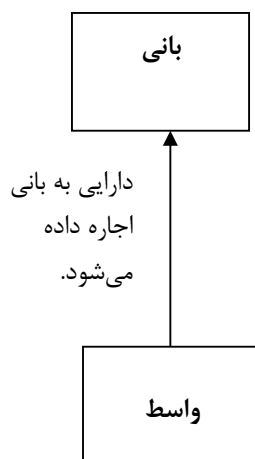
* از آنجا که امین بر فرآیند انتشار صکوک نظارت داشته و در واقع نماینده سرمایه‌گذاران می‌باشد لذا سند دارایی در اختیار وی (به عنوان وکیل) قرار خواهد گرفت. بنابراین مرحله بعد به صورت زیر خواهد بود:

۹. اسناد و مدارک مثبت مالکیت دارایی به وکالت از سرمایه‌گذاران در اختیار امین قرار می‌گیرد.



* در مرحله بعد واسط، دارایی را به وکالت از سرمایه‌گذاران به بانی اجاره می‌دهد.

۱۰. واسط به وکالت از سرمایه‌گذاران دارایی را به بانی اجاره می‌دهد (قرارداد اجاره).

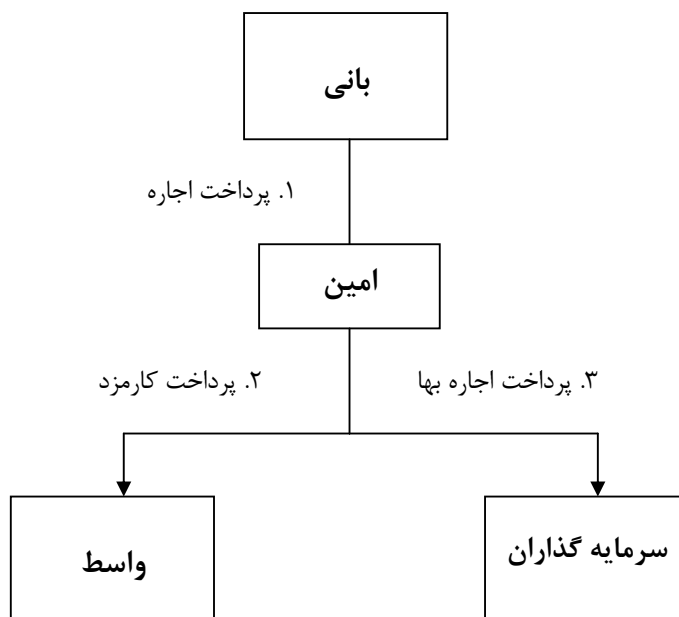


*بانی در زمان سررسید (ماهانه، فصلی و سالانه مطابق با قرارداد اجاره) اقدام به پرداخت اجاره بها به سرمایه‌گذاران می‌کند؛ ولی از آنجا که امین وظیفه نقل و انتقال وجوه را بر عهده دارد، بنابراین دریافت و پرداخت اجاره توسط امین خواهد بود. بر این اساس بانی اجاره بها را

به امین پرداخت می‌کند. امین پس از کسر کارمزد خود و واسط مابقی مبلغ اجاره دریافتی را به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌کند. بنابراین مراحل ۱۱ و ۱۲ عبارتند از:

۱۱. بانی اجاره بها را در مواعدهای مقرر به امین پرداخت می‌کند.

۱۲. امین پس از کسر کارمزد خود و واسط، مابقی مبلغ اجاره بها را به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.



** بنابراین مراحل ذکر شده در فوق عبارت است از:

۱. بانی اقدام به انتخاب امین می‌نماید.
۲. واسط توسط امین تاسیس می‌شود.
۳. قیمت دارایی توسط فروشنده تعیین و به تایید بانی و امین می‌رسد.
۴. واسط جهت اخذ مجوز انتشار از سازمان، اقدام به ارائه اطلاعات و مدارک مورد نیاز به سازمان می‌نماید.
۵. موسسه رتبه‌بندی اعتباری، اوراق صکوک اجاره را رتبه‌بندی می‌کند.
۶. واسط اقدام به تعیین شرکت تامین سرمایه می‌نماید.

۷. واسط امید نامه اوراق را به عموم عرضه می‌کند و از طریق شرکت تامین سرمایه اقدام به پذیره نویسی صکوک اجاره نموده و مالکیت دارایی را به صاحبان اوراق منتقل کرده و به وکالت امور مربوط به دارایی را مدیریت می‌کند.
۸. واسط با پرداخت وجوه بدست آمده به فروشنده، دارایی را به وکالت از سرمایه‌گذاران خریداری می‌نماید.
۹. اسناد و مدارک مثبت مالکیت دارایی به وکالت از سرمایه‌گذاران در اختیار امین قرار می‌گیرد.
۱۰. واسط به وکالت از سرمایه‌گذاران دارایی را به بانی اجاره می‌دهد.
۱۱. بانی اجاره بها را در مواعدهای مقرر به امین پرداخت می‌کند.
۱۲. امین پس از کسر کارمزد خود و واسط، مابقی اجاره بها را به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.

* در پایان مدت قرارداد یکی از حالت های زیر رخ خواهد داد:

۱. قرارداد از نوع اجاره عادی باشد؛ در این صورت فرآیند به صورت زیر خواهد بود:
- الف- در پایان مدت قرارداد و توافق واسط و بانی مبنی بر فروش دارایی به بانی؛ دارایی به قیمت کارشناسی و مورد تایید امین به وی فروخته می‌شود.
- ب- در صورت عدم توافق، بانی ملزم به تسلیم دارایی به واسط خواهد بود. واسط دارایی را به وکالت از سرمایه‌گذاران و به قیمت کارشناسی مورد تایید امین به فروش می‌رساند.
- ج- امین پس از کسر کارمزد خود و واسط، مبلغ باقی مانده را در مقابل اخذ اوراق صکوک پرداخت می‌نماید.
۲. قرارداد از نوع اجاره به شرط تملیک باشد؛ در این صورت فرآیند به صورت زیر خواهد بود:
- الف- در پایان مدت قرارداد دارایی به تملک بانی در خواهد آمد. تملک دارایی ممکن است به یکی از حالت های زیر باشد:

۱. تملک مجانی^۱

۲. تملک در مقابل مبلغ معینی که در ابتدای قرارداد مشخص شده باشد^۲.

۳. تملک در مقابل قیمت کارشناسی و براساس قیمت بازاری دارایی و مورد تایید امین.

۴. تملک بر اساس کسری از قیمت بازاری دارایی و مورد تایید امین.

ب- در صورتی که تملک مجانی نباشد، بانی وجوه را به امین پرداخت می‌نماید.

ج- امین پس از کسر کارمزد خود و واسطه، مبلغ باقی مانده را در مقابل اخذ اوراق صکوک پرداخت می‌نماید.

۳. اجاره همراه با شرط اختیار فروش برای سرمایه‌گذاران^۳

الف- بانی ضمن عقد اجاره ملزم می‌شود در صورت اعلام اراده سرمایه‌گذاران به فروش دارایی به وی، دارایی را خریداری نماید^۴.

ب- در پایان مدت قرارداد اجاره، واسطه می‌تواند دارایی را به مصرف کننده یا شخص دیگری بفروشد (در صورتی که سرمایه‌گذاران(واسطه) تمایل داشته باشند دارایی را به بانی به فروش رسانند، بانی ملزم به خرید آن به قیمت از پیش تعیین شده خواهد بود).

ج- امین پس از کسر کارمزد خود و واسطه، مبلغ باقی مانده را در مقابل اخذ اوراق صکوک پرداخت می‌نماید.

^۱ در این حالت با پرداخت آخرین قسط مالکیت به بانی منتقل خواهد شد. به عنوان مثال قراردادهای اجاره به شرط تملیک مسکن که در حال حاضر در سیستم بانکی وجود دارد از این نوع می‌باشد؛ در این نوع قراردادهای، مبلغ هر قسط زیاد است.
^۲ این حالت زمانی مناسب خواهد بود که بانی توان پرداخت اقساط با مبالغ بالا را نداشته باشد و از طرف دیگر در پایان مدت قرارداد پول زیادی بدست وی برسد.

^۳ در این نوع اجاره نگرانی (ریسک) سرمایه‌گذاران مبنی بر وجود حداقل یک مشتری برای دارایی تحت تملک از بین می‌رود؛ همچنین این امر سبب خواهد شد بانی در استفاده از دارایی دقت لازم را بنماید.

^۴ ممکن است این حق در قبال دریافت مبلغ معینی از سرمایه‌گذاران، به آنها اعطا شود.

۴. اجاره همراه با شرط اختیار خرید برای بانی^۱

الف- سرمایه‌گذارن ضمن عقد اجاره ملزم می‌شوند در صورت اعلام اراده بانی به خرید دارایی، دارایی را به وی بفروشند.^۲

ب- در پایان مدت قرارداد اجاره، واسط می‌تواند دارایی را به بانی یا شخص دیگری بفروشد (در صورتی که بانی تمایل به خرید دارایی داشته باشد واسط ملزم به فروش آن به وی به قیمت از پیش تعیین شده خواهد بود).

ج- امین پس از کسر کارمزد خود و واسط، مبلغ باقی مانده را در مقابل اخذ اوراق صکوک پرداخت می‌نماید.

۲- اتحاد فروشنده و بانی

در ادامه فرآیند انتشار صکوک اجاره نوع دوم آورده شده است.

مراحل عملیاتی این نوع صکوک نیز تا حدود زیادی شبیه به صکوک نوع اول می‌باشد. بنابراین مراحلی که تغییر خاصی نسبت به صکوک نوع اول ندارند بدون توضیح آورده می‌شوند.

۱. بانی اقدام به انتخاب امین می‌نماید.

۲. واسط توسط امین تاسیس می‌شود.

* در مرحله سوم باید نوع و قیمت دارایی (به عنوان مثال زمین) که قرار است به فروش برسد تعیین شود. از آنجا که در صکوک نوع دوم بانی نقش فروشنده را نیز وجود دارد، لذا کافی است قیمت دارایی به تایید امین برسد. گام بعدی عبارت است از:

۳. قیمت دارایی توسط بانی تعیین و به تایید امین می‌رسد.

۴. واسط جهت اخذ مجوز انتشار از سازمان، اقدام به ارائه اطلاعات و مدارک مورد نیاز به سازمان می‌نماید.

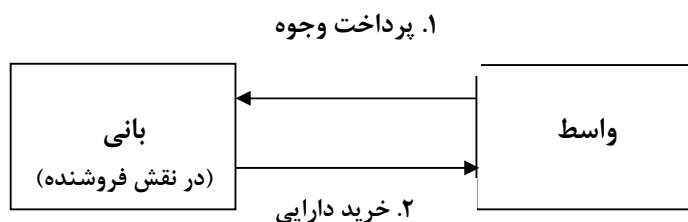
۵. موسسه رتبه‌بندی اعتباری، اوراق صکوک اجاره را رتبه‌بندی می‌کند.

۶. واسط شرکت تامین سرمایه را مشخص می‌کند.

^۱ در این نوع اجاره، ریسک مصرف‌کننده مبنی بر تحت مالکیت قرار گرفتن دارایی پس از اتمام دوره اجاره از بین می‌رود.
^۲ ممکن است مصرف‌کننده در قبال دریافت این حق مبلغ معینی را به سرمایه‌گذار بدهد.

۷. واسط امیدنامه اوراق را به عموم عرضه می‌کند و از طریق شرکت تامین سرمایه اقدام به پذیره نویسی صکوک اجاره می‌نماید.

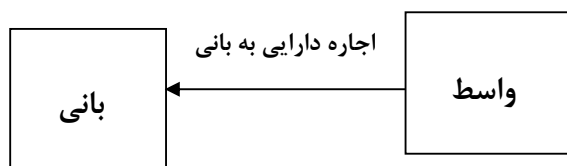
* در مرحله بعد واسط وجوه بدست آمده را به بانی (که در حقیقت در اینجا نقش فروشنده را بر عهده دارد) داده و دارایی را به وکالت از سرمایه‌گذاران از وی خریداری می‌کند.
۸. واسط با پرداخت وجوه به بانی، دارایی را به وکالت از سرمایه‌گذاران خریداری می‌نماید.



۹. اسناد و مدارک مثبت مالکیت دارایی به وکالت از سرمایه‌گذاران در اختیار امین قرار می‌گیرد.

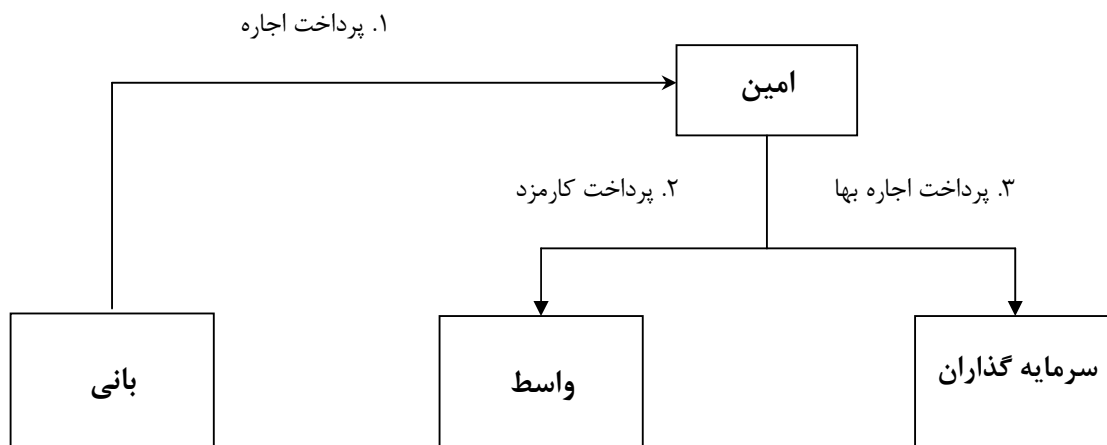
* در مرحله بعد واسط همانند صکوک نوع اول، دارایی را به بانی اجاره می‌دهد. بنابراین مرحله ۱۰ به صورت زیر خواهد بود:

۱۰. واسط به وکالت از سرمایه‌گذاران دارایی را به بانی اجاره می‌دهد (قرارداد اجاره).



۱۱. بانی اجاره بها را در موعدهای مقرر به امین پرداخت می‌کند.

۱۲. امین پس از کسر کارمزد خود و واسط، مابقی مبلغ اجاره بها را به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.



** بنابراین مراحل ذکر شده در فوق عبارت است از:

۱. بانی اقدام به انتخاب امین می نماید.
۲. واسط توسط امین تاسیس می شود.
۳. قیمت دارایی توسط بانی تعیین و به تایید امین می رسد.
۴. واسط جهت اخذ مجوز انتشار از سازمان، اقدام به ارائه اطلاعات و مدارک مورد نیاز به سازمان می نماید.
۵. موسسه رتبه بندی اعتباری، اوراق صکوک اجاره را رتبه بندی می کند.
۶. واسط شرکت تامین سرمایه را مشخص می کند.
۷. واسط امیدنامه اوراق را به عموم عرضه می کند و از طریق شرکت تامین سرمایه اقدام به پذیره نویسی صکوک اجاره می نماید.
۸. واسط با پرداخت وجوه به بانی، دارایی را به وکالت از سرمایه گذاران خریداری می نماید.
۹. اسناد و مدارک مثبت مالکیت دارایی به وکالت از سرمایه گذاران در اختیار امین قرار می گیرد.
۱۰. واسط به وکالت از سرمایه گذاران دارایی را به بانی اجاره می دهد (قرارداد اجاره).
۱۱. بانی اجاره بها را در مواعدهای مقرر به امین پرداخت می کند.

۱۲. امین پس از کسر کارمزد خود و واسط، مابقی مبلغ اجاره بها را به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.

*** در پایان مدت قرارداد نیز همانند صکوک نوع اول یکی از حالت‌های چهارگانه رخ خواهد داد.