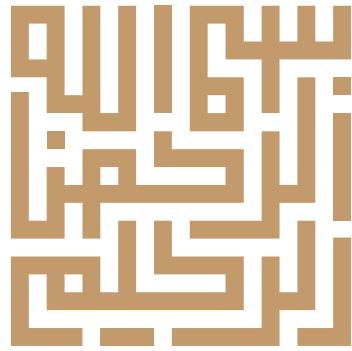


Mortgage-backed securities

IRAN FARA BOURSE



اوراق رهنی؛ حلقه گمشده نظام تامین مالی

در حالی که رشد و توسعه پایدار اقتصادی کشور و کنترل شوک‌ها و مهار تورم مستلزم عملکرد بهینه تمامی بخش‌های اقتصادی است، اما کارشناسان جایگاه پررنگی برای بخش مسکن در اقتصاد کشور قائل‌اند. به بیان دیگر از آنجاکه حدود ۲۱ درصد از تولید ناخالص داخلی مستقیم و غیرمستقیم به ساختمان و مستغلات مربوط است و بیش از ۳ میلیون نفر (معادل ۱۵ درصد از آمار اشتغال کشور) در بخش ساختمان و مسکن مشغول به کار هستند، صاحبانظران از این بخش تعبیر به لوکوموتیو اقتصادی کشور می‌کنند که با راه‌افتادن آن سایر بخش‌های اقتصادی نیز به راه خواهند افتاد.

تاکنون تامین مالی بخش مسکن و تقویت سمت تقاضا عمدتاً بانک محور بوده اما بازار سرمایه در راستای افزایش سهم موثر خود در جهت توسعه سرمایه‌گذاری و تقویت همه‌جانبه نظام مالی کشور با هدف پاسخگویی به نیازهای اقتصاد ملی سعی کرده با استفاده از انواع ابزارهای معاملاتی، پاسخ

روشنی به تمامی نیازهای تامین مالی در این بخش دهد. در همین راستا فرابورس ایران به عنوان یکی از ارکان اصلی بازار سرمایه کشور به کمک راه اندازی بازار ثانویه اوراق تسهیلات مسکن (تسه) و همچنین صندوق زمین و ساختمان، بخشی از مسئولیت تامین مالی بخش مسکن و عرصه ساخت و ساز در کشور را بر عهده گرفته و در تازه‌ترین اقدام با رونمایی از اوراق بهادار رهنی (MBS) که عمدتاً به عنوان ابزاری در تامین مالی اقتصاد مسکن شناخته می‌شوند سعی در تکمیل این زنجیره نموده است. ایجاد امکان معاملات ثانویه این اوراق در بازار فرابورس ایران ضمن آنکه با گسترش ابزارهای تامین مالی موجب تحریک بخش مسکن خواهد شد به توسعه بازار بدهی در کنار بازار سهام نیز کمک شایانی خواهد کرد.

فهرست

- ۲ اوراق رهنی؛ حلقه گمشده نظام تامین مالی
- ۳ اوراق بهادار رهنی (MBS) چیست؟
- ۴ پیشینه اوراق رهنی در جهان
- ۴ مسیر طی شده برای انتشار اوراق رهنی در فرابورس ایران
- ۵ بازار رهن ثانویه؛ ضرورتی انکارناپذیر
- ۵ اعتبارسنجی اوراق رهنی
- ۶ نوآوری های مالی در طراحی اوراق رهنی
- ۷ ارکان انتشار اوراق رهنی
- ۸ شرایط مطالبات رهنی
- ۸ شرایط اوراق رهنی

اوراق بهادار رهنی (MBS) چیست؟

از ترازنامه محسوب می‌شوند به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل و بعد از فروش اوراق بهادار در بازار اولیه، منابع مالی جدید برای بانک تجهیز می‌شود که با توجه به اصلاح ساختار مالی، بانک می‌تواند مجدداً تسهیلات جدید اعطا کند.

بررسی معاملات اوراق رهنی در جهان نشان می‌دهد در حال حاضر بازار ثانویه این اوراق یکی از نقدشونده‌ترین بازارهای اوراق تامین مالی با درآمد ثابت بوده و در جایگاه خوبی به لحاظ نقدشوندگی قرار دارد.

اوراق بهادار رهنی مزایای بی‌شماری برای بانک‌ها به همراه دارد که از آن جمله می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

با اوراق بهادارسازی و فروش مانده وام‌های رهنی از سوی بانک، ریسک نکول این وام‌ها به خریداران اوراق رهنی منتقل می‌شود.

بانک می‌تواند ضمن کسب یک بازدهی معقول نقدینگی لازم را برای پرداخت وام‌های جدید به دست آورده و خود را صرفاً محدود به سپرده افراد نکند و از اضافه برداشت‌های احتمالی از بانک مرکزی که نرخ سود بالایی دارند خودداری نماید.

بانک از این طریق قادر است ساختار مالی خود از جمله کفایت سرمایه را اصلاح کرده و ریسک ناشی از عدم انطباق زمانی دارایی‌ها و بدهی‌ها را کنترل و مدیریت کند. انتشار این اوراق سبب افزایش ارزش افزوده سهامداران می‌شود، زیرا وجوه حاصله به طور عمده صرف سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت می‌شود.

اوراق رهنی، اوراق بهاداری است که به منظور خرید مطالبات رهنی توسط ناشر منتشر شده و مشابه سایر اوراق تامین مالی، قابل خرید و فروش در بازار ثانویه است. مطالبات رهنی شامل مطالبات مدت‌دار اشخاص حقوقی ناشی از قراردادهای مبادله‌ای از قبیل فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک است که دارای وثیقه رهنی (به‌عنوان مثال سند ملک یا آپارتمان) است.

اوراق بهادارسازی به‌عنوان متداول‌ترین روش تامین مالی ساختاریافته که مصداق عینی آن اوراق رهنی است، فرآیندی به شمار می‌رود که طی آن بانک‌ها و موسسات مالی فعال در حوزه رهن، بخشی از مانده تسهیلات اعطایی رهنی خود را بعد از جمع‌بندی بسته‌بندی می‌کنند و ضمن رتبه‌بندی اعتباری بسته‌های تسهیلات، آن‌ها را به یک نهاد واسط و البته به کسر می‌فروشند. نهاد واسط نیز این بسته‌ها را به اوراق رهنی تبدیل و آن‌ها را در بازار اولیه عرضه می‌کند. بر این اساس دارایی‌هایی که به‌صورت سنتی جزئی



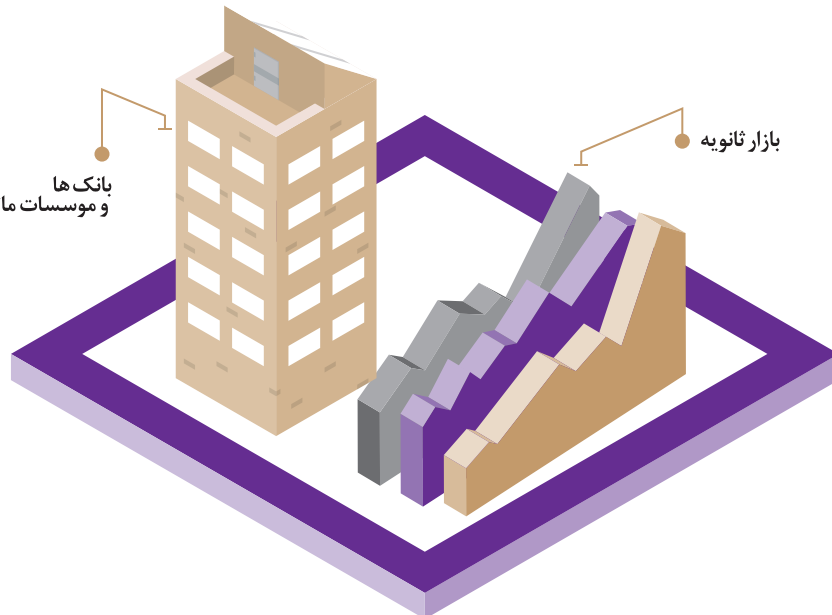
پیشینه اوراق رهنی در جهان

بررسی معاملات اوراق بهادار رهنی و بازار ثانویه رهن در کشورهای مختلف نشان می‌دهد این ابزار معاملاتی بیشترین کاربرد را در بحث تامین مالی اقتصاد مسکن داشته است. تاریخچه اوراق رهنی مسکن به پس از جنگ جهانی دوم در ایالات متحده آمریکا بازمی‌گردد که با افزایش تقاضای خرید مسکن، بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری با تقاضای فراوانی برای وام مسکن روبه‌رو شدند. از این رو بانک‌ها برای تامین مالی به بازار سرمایه و بازار رهن ثانویه روی آوردند و از ابزار مالی جدید یعنی اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی بهره گرفتند. با توجه به اهمیت بازار رهن ثانویه در تامین نقدینگی برای اعطای تسهیلات به متقاضیان خرید مسکن، در حال حاضر در آمریکا بیش از ۵۰ درصد از بازار رهن - بازار وام‌های خرید مسکن - متکی به منابع حاصل از رهن ثانویه است. در انگلیس، استرالیا و ژاپن نیز بازار رهن ثانویه، به ترتیب ۱۵،۳۰ و ۱۰ درصد از کل منابع لازم برای پرداخت تسهیلات خرید مسکن را تامین می‌کند.

مسیر طی شده برای انتشار اوراق رهنی در فرابورس ایران

تاکنون اعطای وام‌های رهنی خرید مسکن، اعطای وام‌های جعاله ساخت مسکن، اعطای تسهیلات نوسازی بافت فرسوده، اعطای معافیت‌های مالیاتی به شرکت‌های عمرانی و انبوه‌ساز، طراحی صندوق‌های زمین و ساختمان، انتشار اوراق حق تقدم تسهیلات خرید مسکن، ساخت مسکن اقشار آسیب پذیر توسط بنیاد مسکن، راه اندازی صندوق‌های پس‌انداز مسکن و اعطای زمین‌های دولتی به تعاونی‌های ساخت مسکن، مواردی از سیاست‌گذاری‌های دولتی برای تامین مسکن اقشار جامعه طی دهه‌های اخیر بوده است.

اما در راستای توسعه ابزارهای تامین مالی بخش مسکن و به‌منظور بهره‌گیری از مزایای بی‌شمار معاملات اوراق رهنی، کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در آبان ماه ۱۳۹۴ پس از بحث و بررسی پیرامون انتشار اوراق رهنی مبتنی بر تسهیلات اعطایی از طریق عقود مبادله‌ای (غیر از سلف) منتهی به مطالبات اعلام کرد که بانک‌ها و مؤسسات اعتباری می‌توانند تمام یا بخشی از مطالبات ناشی از تسهیلات منتهی به دین غیر از تسهیلات سلف را که دارای رهن معتبر هستند تبدیل به اوراق بهادار (اوراق رهنی) کرده و در بازار سرمایه به فروش برسانند. همچنین اعلام شد که



بازار رهن ثانویه؛ ضرورتی انکارناپذیر

بانک‌ها به عنوان یکی از مهم‌ترین واسطه‌های مالی در صورتی می‌توانند به درخواست تامین مالی متقاضیان دریافت تسهیلات پاسخ دهند که از توان کافی برای اعطای تسهیلات برخوردار باشند. در این مسیر «تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌های مالی بانک» یعنی تبدیل دارایی‌های مالی بانقدشوندگی پایین مانند وام رهنی به اوراق بهادار قابل معامله در بازار، به عنوان یکی از روش‌های نوین تامین مالی به کمک آن‌ها می‌آید.

پس از صدور مجوز انتشار اوراق رهنی از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار، این اوراق به‌منظور ایجاد ظرفیت برای اعطای تسهیلات جدید برای نخستین بار پس از درج در فهرست نرخ‌های بازار اوراق بدهی فرابورس ایران، پذیرهنویسی می‌شود تا به این ترتیب بازار ثانویه رهن در فرابورس ایران نیز پس از این مرحله به‌طور رسمی تشکیل شود.

در حال حاضر موسسات اعطاکنده وام رهنی با کمبود منابع مالی مواجهند و بسیاری از نهادهای مالی دیگر از جمله سرمایه‌گذاران نهادی بازار سرمایه دارای مازاد منابع مالی هستند. همچنین بانک مسکن و سایر موسسات مالی نمی‌توانند در شرایط کاهش نرخ‌های سودسپرده و کاهش منابع سپرده‌ای، به اعطای وام‌های رهنی مطابق برنامه‌ریزی‌ها اقدام کنند و برخی سرمایه‌گذاران نهادی مانند صندوق‌های بازنشستگی و بیمه‌ها نیز نیاز به اوراق تامین مالی با سررسیدهای بلندمدت دارند که اوراق رهنی مبتنی بر وام‌های رهنی خرید مسکن عموماً چنین شرایطی را دارند. بنابراین تشکیل بازار ثانویه اوراق رهنی بنابر موارد مذکور جزو ضرورت‌های بازارهای مالی محسوب می‌شود.

اعتبارسنجی اوراق رهنی

از آنجا که اوراق رهنی در بسیاری از کشورها توسط موسسات دولتی بسته‌بندی، اعتبارسنجی و تضمین می‌شوند، از این اوراق به‌عنوان اوراق تامین مالی کم‌ریسک یاد می‌شود. در مدل‌های رایج اوراق رهنی، ریسک نکول و عدم پرداخت اقساط تسهیلات مسکن به واسطه مالی و سرمایه‌گذاران اوراق رهنی منتقل می‌شود. واسطه مالی با استعلام اعتبارسنجی مشتریان بانک و سوابق بازپرداخت اقساط، وام‌های رهنی را به طبقات مختلفی بسته‌بندی می‌کند و برای نمونه بسته‌بندی اوراق با پشتوانه مانده تسهیلات رهنی مشتریان خوش حساب با ریسک و نرخ بازدهی کمی به فروش می‌رسد و بسته‌بندی اوراق با پشتوانه مانده تسهیلات رهنی مشتریان بدحساب با ریسک و نرخ بازدهی بالا مورد معامله قرار می‌گیرد. همچنین باید سنجه‌هایی برای ارزیابی مشتریان با ریسک بازپرداخت و تسویه پیش از موعد در اختیار داشت. واضح است قیمت هر طبقه اوراق رهنی در بازار ثانویه تابع شرایط بازار بوده و قیمت اوراق همواره در معرض ریسک‌های نرخ بهره، تورم و تغییرات شاخص قیمت مسکن خواهد بود. وام‌های رهنی پشتیبان اوراق ممکن است هر یک دارای ویژگی‌های مختلف مانند نرخ وام و سررسیدهای متفاوتی باشند به همین دلیل برای سبدهای پشتیبان اوراق، میانگین موزون سررسید و میانگین موزون نرخ کوپن محاسبه می‌شود. وزن هر وام در محاسبه میانگین موزون برابر با نسبت اصل وام باقی مانده به مجموع اصل وام همه وام‌های رهنی موجود در سبد است.

نوآوری‌های مالی در طراحی اوراق رهنی

اوراق رهنی معمولاً به دو دسته اوراق مبتنی بر مانده تسهیلات رهنی واحدهای مسکونی و اوراق مبتنی بر مانده تسهیلات رهنی واحدهای تجاری تقسیم می‌شوند که حجم انتشار اوراق رهنی مسکونی معمولاً چند برابر اوراق رهنی تجاری است. طراحی اوراق رهنی در بازارهای توسعه یافته طی شش دهه اخیر، با نوآوری‌های مستمری همراه بوده است تا طیف گسترده‌ای از نیازهای ریسک، بازده و سررسید سرمایه‌گذاران را پوشش دهند.

از تمایزهای اوراق رهنی رایج نسبت به سایر اوراق تامین مالی، بازگشت بخشی از اصل و فرع آن، در پایان هر دوره است، در حالی که در اکثر اوراق تامین مالی اصل مبلغ فقط در سررسید قابل دریافت است. محل بازپرداخت اصل و سود این اوراق، جریان نقدی دریافتی مربوط به اقساط تسهیلات رهنی اعطایی است؛ از آنجا که مدل مالی وام‌های رهنی بانک‌ها و موسسات مالی ممکن است متنوع باشد، مدل مالی انتشار اوراق رهنی نیز بالطبع متفاوت خواهد بود.

وام رهنی ممکن است با نرخ ثابت یا متغیر باشد، ممکن است با اقساط ثابت یا تدریجی فرایند باشد، یا استهلاک اصل وام رهنی ممکن است با استهلاک ثابت یا نزولی باشد که در هر کدام از شرایط، نرخ‌ها و دوره‌های دریافت اصل یا فرع اوراق رهنی نیز متفاوت خواهد بود.

برخی از این اوراق با پشتوانه اصل تسهیلات منتشر می‌شوند و مبلغ ورودی و خروجی ثابتی دارند، اما زمان بازپرداخت اوراق متفاوت است. برخی اوراق با پشتوانه فرع تسهیلات و برای سرمایه‌گذارانی است که به جریان نقدی زیاد در اوایل عمر اوراق و جریان نقد کمتر در اواخر عمر اوراق نیاز دارند. حتی اوراق رهنی مشتقه‌ای طراحی شده‌اند که پشتوانه آن‌ها بسته‌بندی اوراق رهنی از طبقاتی با ویژگی‌های مختلف است.

ارکان انتشار اوراق رهنی

مطابق دستورالعمل مصوب سازمان، ارکان انتشار اوراق رهنی به شرح زیر است:

ناشر (نهاد واسط): یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار که می‌تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تامین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام کند.

بانی: بانک یا موسسه مالی و اعتباری که با انتشار اوراق رهنی تامین مالی می‌کند و مطالبات رهنی را به نهاد واسط واگذار می‌کند و می‌تواند همزمان نقش عامل وصول و ضامن را نیز ایفا کند. **ضامن:** شخص حقوقی مورد تایید سازمان مانند بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های تامین سرمایه و ... که در صورت عدم پرداخت اقساط به نهاد واسط در مواعد مقرر به هر دلیل، موظف است تمامی وجوه اقساط را طبق قرارداد ضمانت به نهاد واسط پرداخت کند.

متعهد پذیره نویسی: به پیشنهاد بانی و تایید سازمان انتخاب می‌شود و دارای مجوز پذیره نویسی و برخوردار از کفایت سرمایه لازم است.

بازارگردان: به پیشنهاد بانی و تایید سازمان انتخاب می‌شود و دارای مجوز بازارگردانی و برخوردار از کفایت سرمایه لازم است.

امین: از میان مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان انتخاب می‌شود.

عامل وصول: شخص حقوقی که به جمع‌آوری اقساط مطالبات رهنی و پرداخت آن به نهاد واسط می‌پردازد.

عامل فروش: کارگزاری عضو فراپورس ایران که نسبت به عرضه و فروش اوراق رهنی از طرف نهاد واسط اقدام می‌کند.

عامل پرداخت: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه

شرایط مطالبات رهنی

- از تاریخ ایجاد مطالبات، حداقل ۱۰ درصد مدت قرارداد سپری شده و اقساط سررسید شده وصول شده و در طبقه جاری قرار داشته باشد.
- بانی موظف به ارائه گزارش توجیهی تامین مالی از طریق انتشار اوراق رهنی به همراه اظهار نظر حسابرس است.
- بانی نباید هیچ‌گونه محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال مطالبات رهنی به نهاد واسط داشته باشد، در غیر این صورت مسئول جبران خسارات وارده به ارکان و دارندگان اوراق رهنی است.
- تمامی شرایط حاکم و مقررات ناظر بر قراردادهای مطالبات رهنی، پس از انتقال مطالبات به نهاد واسط کماکان به قوت خود باقی می‌ماند. نهاد واسط از کلیه حقوق بانی در خصوص مطالبات رهنی برخوردار است.
- قیمت واگذاری مطالبات به نهاد واسط براساس ساز و کار عرضه و تقاضا در بازار تعیین می‌شود.

شرایط اوراق رهنی

- خریداران ضمن خرید اوراق رهنی به نهاد واسط و کالت بلاعزل می‌دهند تا نسبت به خرید مطالبات رهنی از بانی اقدام کند. خرید اوراق رهنی در بازار اولیه و ثانویه به منزله قبول و کالت نهاد واسط بوده و وکالت نهاد واسط تا سررسید و تسویه نهایی اوراق رهنی معتبر و غیر قابل عزل است.
- سررسید مطالبات رهنی لزوماً همزمان با سررسید اوراق رهنی نبوده و انتشار اوراق بر مبنای بخشی از اقساط امکان پذیر است.
- چگونگی پرداخت اصل و متفرعات مرتبط با اوراق رهنی و زمان پرداخت آن باید در اعلامیه پذیر منویسی قید شود.
- وجوه حاصل از سرمایه‌گذاری اقساط دریافت شده و پرداخت نشده به دارندگان اوراق، متعلق به دارندگان اوراق بوده و در صورت لزوم برای پرداخت کارمزد ارکان انتشار اوراق رهنی، مورد استفاده قرار می‌گیرد.
- تمامی هزینه‌های مرتبط با انتشار اوراق رهنی از جمله هزینه انتقال مطالبات به نهاد واسط به عهده بانی است.
- نهاد واسط، ضامن و امین موظف به حفظ اسرار بدهکاران بانی هستند.



IFB IRAN FARA BOURSE
W W W . I F B . I R

تهران، بزرگراه حقانی، نرسیده به چهار راه جهان کودک،
نبش دیدار شمالی، پلاک ۱، ساختمان فرابورس ایران
تلفن: ۸۸۲۰۱۲۵۸ - ۴۲۱۵۰۰۰۰
پیامک: ۲۰۰۵۰۰ E-mail:pr@ifb.ir