



بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

مدیریت کل نظارت بر بانک‌ها و موسسات اعتباری

«اداره مطالعات و مقررات بانکی»

درآمدی بر عملیات

*Securitization*

و آشنایی با کارکردهای آن در بازارهای مالی

تحقیق و پژوهش: صدیقه رهبر شمس کار

گروه مطالعاتی: بانکی و اعتباری

بهمن ماه ۱۳۸۰ - ویرایش ۱۳۸۷

## فهرست مطالب

### ۱- تعریف Securitization

۲- بانک‌ها و شرکتها با انجام عملیات Securitization چه اهدافی را دنبال می‌کنند؟

الف - اهداف کلان

ب - اهداف استراتژیک

ج - اهداف مالی

- بهبود بخشیدن به توان بانک (شرکت) برای تطابق دارائی‌ها و بدهی‌ها
- ایجاد درآمد
- دستیابی به سرمایه‌گذاران جدید
- بهبود نسبت‌های مالی
- کاهش وابستگی به شرکت مادر

### ۳- اشخاص (Parties) فعال در عملیات Securitization

الف - مبتکران عملیات (Originators)

ب - سرمایه‌گذاران در عملیات Securitization چه کسانی هستند؟

ج - نقش SPV در عملیات Securitization چیست؟

- بهترین محل برای تاسیس شرکت خریدار دارائی‌ها (SPV) کجاست؟
- مدیریت شرکت خریدار وام‌های تجمیعی (SPV)
- مختصری در مورد رابطه بین شرکت خریدار دارائی‌های تجمیع شده با مبتکر عملیات

د - ارتقای اعتبار وام‌های تجمیع شده در عملیات Securitization به عهده کیست؟

- افزایش اعتبار وام‌ها توسط مبتکر عملیات
- افزایش اعتبار توسط شخص ثالث

ه - قراردادهای تضمین سرمایه‌گذاری GIC به چه دلیل در عملیات Securitization نقش

می‌یابند؟

• چه عواملی بر پرداختهای زودتر از موعد وام تاثیرگذار هستند؟  
و - موسسات رتبه‌بندی و جایگاهی که می‌توانند برای اعتبار بخشیدن به عملیات Securitization ایفاء نمایند.

- ارزیابی کیفیت رهن‌ها
- جریان نقد/ فزاینده‌های اعتباری وام‌ها
- چارچوب قانونی

۴- مراحل مختلف یک عملیات Securitization

۵- مخاطراتی که ساختار تامین مالی با پشتوانه رهن با آن مواجه است

- خطر اعتباری
- خطر پایه Basis Risk
- خطر سرمایه‌گذاری مجدد
- خطر اداره عملیات

۶- مباحثی که صرفنظر از نوع دارائی و حوزه قانونی عملیات Securitization توجه به آن‌ها ضروری است

۷- نگرشی بر مباحث قانونی و حقوقی مطرح در عملیات Securitization (ماده ۱۵ از مقررات بانک مرکزی انگلستان در مورد عملیات Securitization)

۸- مباحث حقوقی در خصوص انتقال دارائی‌ها

- تبدیل تعهد قدیم به تعهد جدید
- واگذاری یا انتقال قانونی
- انتقال برابر و قانونی
- پیش‌آگهی

۹- روشهای متداول برای ایمن‌سازی تامین مالی سازمان یافته (Securitization)

- وثیقه تضمینی
- تشریفات

• مقررات حاکم بر هر کشور

۱۰- ناتوانی شرکت خریدار وام‌ها (SPV) برای بازپرداخت بدهی‌ها

۱۱- ورشکستگی شرکت خریدار وام‌ها (SPV) یا ورشکستگی مبتکر عملیات و اثرات هر یک بر

عملیات

فهرست نمودارها:

شکل ۱- تصویر کلی از رابطه بین مبتکر عملیات و شرکت خریدار وام‌ها

شکل ۲- فروش دارائی‌ها و گردش نقد در عملیات Securitization

شکل ۳- ساختار خارج از ترازنامه عملیات Securitization

شکل ۴- ترازنامه شرکت SPV

شکل ۵- جریانات نقد در عملیات Securitization

شکل ۶- ساختار نمونه با پشتوانه رهن

جدول مقایسه‌ای درآمد و سود بانک، قبل و بعد از انجام عملیات Securitization

## ۱- تعریف Securitization

تعریف عامی که برای واژه Securitization وجود دارد به دهه ۱۹۸۰ باز می‌گردد. براساس آن تعریف، Securitization فرآیندی است که طی آن شکل استاندارد از فعالیتهای بانک، مثلاً "وام"، قابلیت جایگزینی با اوراق بهاداری مانند اوراق تجاری Commercial Paper و یا اوراق قرضه‌ای با نرخ ثابت را می‌یابد.

ولی آنچه به عنوان Securitization در این گزارش مطرح است اینکه وام‌ها و مطالبات مشخصی پس از ارتقای وضعیت اعتباری آنها، به صورت یک بسته (Package) درآورده می‌شوند و سپس به شکل اوراق بهادار یا وام‌هایی که در رهن این مطالبات و جریان‌های درآمدی آن قرار دارند، به سرمایه‌گذاران عرضه می‌شوند.

## ۲- بانک‌ها و شرکتها با انجام عملیات Securitization چه اهدافی را دنبال می‌کنند؟

بانک‌ها و شرکتها این عملیات را با اهداف عمده‌ای که در ذیل می‌آید و به سه بخش کلان، استراتژیک و مالی قابل تقسیم است، پی می‌گیرند.

### الف- اهداف کلان:

- شانس مشتریان جزء را برای دستیابی به منابع مالی افزایش می‌دهد.
- بستری ایجاد می‌کند که لازمه فعالیت در آن استاندارد نمودن و نیل به شرایط قابل قبول بازار است.
- خطرهای مالی را در بخشهای مختلف توزیع می‌نماید و به عبارت دیگر تنوع بخشی ایجاد می‌کند.
- برای کشورهای با مشکلات بازپرداخت بدهی و نیز موسسات مالی دچار مشکل جایگزینی برای دستیابی به منابع مالی فراهم می‌کند.

## ب - اهداف استراتژیک:

عملیات **Securitization** به وام دهنده این حق انتخاب را می‌دهد که دارائی‌های غیرنقد پیشین خود را تبدیل به وجه نقد نماید سپس از طریق جریان مجدد این وجه نقد، حجم داد و ستد خود را بدون اینکه متناسب با آن سرمایه خود را افزایش دهد، بالا ببرد. این موضوع بویژه زمانی اهمیت می‌یابد که ظرفیت بالقوه یک بانک یا شرکت، برای انجام فعالیت‌هایش بیش از ظرفیت موجود آن در ترازنامه‌اش باشد ولی برای گسترش فعالیت خود با موانعی مانند کنترل وام‌ها توسط شرکت مادر یا محدودیت‌هایی در زمینه الزام به رعایت نسبت‌های احتیاطی مواجه باشد. علاوه بر این عملیات **Securitization** به بانک یا شرکت کمک می‌کند که سهم خود را در بازار حفظ کند و یا افزایش دهد. با توجه به ثابت بودن هزینه اجرای این عملیات برای اکثر مبتکران آن، چنانکه حجم بالاتری از وام‌ها تحت پوشش این عملیات قرار گیرند، این امر می‌تواند برای انجام دهنده عملیات افزایش صرفه‌جویی‌هایی مقیاس را در پی داشته باشد.

## ج - اهداف مالی:

- عملیات **Securitization** هزینه‌های کلی تامین مالی را کاهش می‌دهد. در ظاهر، افزایش قابل ملاحظه تعداد اشخاص (**Parties**) درگیر عملیات مذکور، برای وام‌گیرندگان با کیفیت بالا، هزینه‌ها را بیش از هزینه‌های وام‌گیری مستقیم خواهد نمود. با این وجود، مثال ذیل توضیح می‌دهد که مشارکت در این عملیات به دلیل افزایش اتکای به وام\* (حاصل از عملیات **Securitization**) بازده سرمایه مبتکر عملیات را افزایش می‌دهد.
- فرض می‌کنیم یک بانک رهنی در کشور انگلستان عملیات **Securitization** را انجام می‌دهد. هزینه تامین مالی برای این بانک **4.0 pbs\*\*** و هزینه اداره دارائی‌ها **3.0 pbs** در سال است با

---

\* Leverage

\*\* Basis Point

به مفهوم ۱/۱۰۰ درصد است. برای وام‌دهی عمده به شرکتها و موسسات مالی در بازارهای بین‌المللی نرخها نسبت به یک شاخص که در لندن به طور متناوب **Libor** است بیان می‌شود.

توجه به اینکه حاشیه سود ناخالص\* بانک مذکور pbs ۱۲۵ در سال است، بنابراین خالص سود آن pbs ۵۰ در سال خواهد بود. براساس مقررات کمیته بال این بانک ملزم است که برای حمایت از وام‌های رهنی اعطایی ۴٪ سرمایه کنار بگذارد (با توجه به اینکه ضریب ریسک برای وام‌های رهنی ۵۰٪ است). بنابراین بازده سرمایه آن ۱۲/۵ درصد می‌شود.

زمانی که بانک مذکور تصمیم می‌گیرد که عملیات Securitization را انجام دهد حاشیه سود ناخالص آن کماکان pbs ۱۲۵ در سال و هزینه اداری آن pbs ۳۵ در سال است. ولی چنانکه در فوق نیز توضیح داده شد فرض بر این است که تامین مالی از طریق این عملیات تا pbs ۵۰ در سال بیش از هزینه‌های تامین مالی معمولی است. به این دلیل که در مورد عملیات Securitization می‌بایست هزینه‌هایی همچون، تطبیق سیستم‌های کامپیوتری، مدیریت زمانی که صرف اجرای این عملیات می‌شود و هزینه‌های مشاوره حقوقی و سایر هزینه‌های مشاوره نیز منظور گردد. با احتساب افزایش pbs ۱۵ در سال به هزینه‌های مذکور، هزینه‌های عملیات به pbs ۱۰۰ در سال می‌رسد. در این حالت سود خالص بانک pbs ۲۵ در سال می‌گردد.

ولی نکته‌ای که در اینجا حائز اهمیت است اینکه برای حمایت از دارائی‌هایی که در ساختار عملیات Securitization قرار دارند و بیمه‌نامه رهن تجمیعی به شکل فرانشیز ضرر اول دارند، صرفاً ۰/۵ درصد، سرمایه، برای حمایت لازم است\*\*، بنابراین در این حالت بازده سرمایه ۵۰٪ می‌شود که این مقدار بسیار بالاتر از حالتی است که بانک هنوز عملیات Securitization را انجام نداده بود. بدین ترتیب بانک یا شرکتی که این عملیات را انجام می‌دهد این امکان را می‌یابد حدود ۳/۵ درصد از سرمایه خود (مابه‌التفاوت بین ۴ درصد و ۰/۵ درصد سرمایه لازم برای حمایت از دارائی‌ها) را آزاد نموده تا بتواند وام‌های رهنی جدید اعطا کند.

---

\* در چند کشور اروپایی، مشروط بر اینکه دارنده بیمه‌نامه بپذیرد که بخش کوچکی از ضرر را متحمل شود، این امکان وجود دارد که بیمه‌نامه شرکت بیمه را بدست آورند. این بیمه‌نامه تا درصد مشخصی از یک مجموعه یا کل آن مجموعه را بیمه می‌کند. در کشور انگلستان از آنجا که ضررهای وام‌های رهنی طی سالیان متمادی، بسیار پایین بوده فرانشیز عموماً ۰/۵٪ اندازه وام‌های تجمیع شده تعیین گردیده است.

\*\* Gross profit margin

جدول مقایسه‌ای درآمد و سود بانک، قبل و بعد از انجام عملیات Securitization

بعد از انجام عملیات (pbs)		قبل از انجام عملیات (pbs)		
	۱۲۵		۱۲۵	
				حاشیه سود
۵۰		۴۰		هزینه تامین مالی
۳۵		۳۵		هزینه اداری
	۱۰۰		-	هزینه Up front
	۱۰۰/۲۵		۷۵/۵۰	سود خالص
	%۵۰		%۱۲/۵	بازده سرمایه

• بهبود بخشیدن به توان بانک (شرکت) برای تطابق دارائی‌ها و بدهی‌ها

بانک‌ها و یا شرکتهایی که در زمینه اعطای وام‌های رهنی فعالیت می‌کنند با این مشکل مواجهند که برای آن‌ها این امکان وجود ندارد که دارایی‌هایشان را تا سررسید مقرر، تامین مالی کنند. این مساله در واقع ناشی از دو علت است: ۱- معمولاً وام‌های رهنی، رهن‌های مسکونی دارای عمر طولانی هستند مثلاً در انگلستان وام‌های شخصی و وام‌های دست دوم ۱۵ سال و رهن‌های مسکونی ۴۰ - ۲۵ سال عمر دارند\* بدین ترتیب منابع مالی بانک به مدت طولانی مسدود می‌گردد. دلیل دوم، اینکه برای بانک‌ها و چنین شرکتهایی بازاری که آن‌ها متناسب با سررسید دارائی‌هایشان بتوانند به منابعی دسترسی یابند، وجود ندارد. عملیات Securitization بدلیل انعطاف‌پذیری ابزارهای در رهن گرفته شده (Securitized)، این دارایی‌ها را تامین مالی می‌کند و بدین ترتیب خطر تامین مالی مجدد (refinancing risk) از بین می‌رود.

• ایجاد درآمد (کارمزد)

از آنجا که مبتکر عملیات Securitization نقش خود را به عنوان اداره کننده عملیات حفظ می‌کند، این حق را دارد که پس از پرداخت هزینه‌های تامین مالی خود به سرمایه‌گذاران و نیز

\* با توجه به اینکه در انگلستان وام‌گیرندگان معمولاً برای تعویض مسکن، وام را زودتر از موعد پرداخت می‌کنند، در واقع

امر، متوسط عمر این وام‌ها بین ۶-۳ سال برآورد می‌گردد.



پوشش ضررها و معوقه‌ها، درآمد حاصله را به عنوان جریان سود مستمر، در حساب سود و زیان خود منعکس نماید.

#### • دستیابی به سرمایه‌گذاران جدید:

به دلیل محدودیت‌هایی که از طریق حدهای وامدهی (Limits) برای هر بانک و در سطحی محدودتر برای هر بخش اعمال می‌شود، شرکتهایی که با سرعت رشد می‌کنند، بسرعت نیز توان خود را برای تامین منابع مورد نیاز خود در بازارهای بانک داخلی از دست می‌دهند. در این حالت بازارهای سرمایه بین‌المللی یک منبع جایگزین وسیع‌تر برای تامین مالی محسوب می‌گردد، البته صرفاً شرکتهایی که از رتبه اعتباری خوبی برخوردارند می‌توانند به این بازارها روی آورند. ولی از طریق عملیات Securitization، دارائی‌های شرکتهایی که خود از رتبه مورد نیاز برخوردار نیستند، می‌تواند به نحوی بسته‌بندی مجدد (repackage) شود که بالاترین رتبه اعتباری را بدست آورد. به این ترتیب، دارائی‌های آن شرکتهای جذابیت لازم را برای سرمایه‌گذاران پیدا می‌کنند.

#### • بهبود نسبت‌های مالی

بهبود نسبت‌های مالی نتیجه عمده‌ای است که موسسات و بانک‌هایی که عملیات Securitization را انجام می‌دهند، کسب می‌کنند. بدین مفهوم که موسساتی که تحت نظارت بانک مرکزی و یا سایر قانونگذاران قرار دارند، با انجام عملیات Securitization از طریق ساختار خارج از ترازنامه (Off - balance sheet structure) ، این امکان را می‌یابند که نیازهای سرمایه‌ای خود را در رابطه با دارایی‌هایی که در چارچوب این عملیات قرار گرفته‌اند کاهش دهند اصولاً انجام این عملیات برای موسساتی که به افزایش بازده سرمایه به عنوان یک اقدام اساسی برای موفقیت توجه دارند، ابزار قدرتمندی است.

در رابطه با موسساتی هم که تحت نظارت قانونی قرار ندارند محدودیت‌های موجود در میزان اتکای آن‌ها به وام در زمینه ارائه اسناد تامین مالی (documentation) یا محدودیت‌های موجود در اساسنامه آن‌ها، بیانگر محدودیتی مشابه مقررات کفایت سرمایه در موسسات تحت نظارت

است. فروش دارائی‌ها به یک واسطه خارج از ترازنامه (Off - balance sheet vehicle) به این دلیل که با حذف آن دارایی نیاز به تامین مالی آن دارایی را از طریق وام‌گیری از بین می‌برد، اتکای به وام موسسه را کاهش می‌دهد. بنابراین شرکتی که تحت محدودیت‌های اتکای به وام قرار دارد با انجام فرآیند عملیات Securitization، بدون اینکه سرمایه‌اش را افزایش دهد، دارائی‌های جدیدی کسب می‌کند، وام‌گیرندگان خود را تجدید آرایش می‌نماید، به سود خود می‌افزاید، با افزایش بازده سرمایه، درآمد هر سهم را نیز افزایش می‌دهد.

- کاهش وابستگی به شرکت مادر:

از طریق انجام عملیات Securitization شرکت‌های تابعه‌ای که با تضمین شرکت مادر می‌توانستند منابع مورد نیاز خود را تامین کنند این امکان را می‌یابند که به سرمایه‌گذارانی که در بازار حائز رتبه هستند دسترسی یابند و بدین ترتیب نیاز آن‌ها به تضمین شرکت مادر از بین برود.

- عملیات Securitization فواید چند جانبه مالیاتی دارد. که این هم از نظر مالیات بر سود انجام دهنده عملیات و هم ارزان‌تر نمودن هزینه تامین مالی بسته (Package)، نسبت به اقلام بالای خط ترازنامه می‌باشد.

- از طریق استفاده از عملیات Securitization، مبتکر این عملیات می‌تواند یک دارائی یا یک شرکت را که خود بخود تامین مالی شده‌اند، به طور کامل به تملک خود در آورد.

آشنایی با طرفهای درگیر در عملیات Securitization موضوعی است که در این قسمت از گزارش به آن پرداخته می‌شود:

### ۳- اشخاص (parties) فعال در عملیات Securitization

#### الف - مبتکران عملیات (originators)

مبتکران عملیات Securitization را دو طیف گسترده تشکیل می‌دهند که عبارتند از شرکتها و موسسات مالی. به طور کلی دارائی‌هایی را که شرکتها برای عملیات Securitization

استفاده می‌کنند شامل مطالبات تجاری (trade receivables) یا دارائی‌های با ارزش بسیار زیاد مانند مجتمع‌ها\* یا هواپیما می‌باشند. موسسات مالی (که تحت نظارت بانک‌های مرکزی یا سایر موسسات قانونگذاری قرار دارند) نیز دارای طیف وسیعی هستند مثلاً بانک‌های تجاری و انواع گوناگون پرتفویهای جزئی، بانک‌های تخصصی مثل بانک‌های پس‌انداز که در بازار رهن متمرکز هستند یا موسسات تامین مالی خاص مثل بانک‌های تامین کننده منابع مالی برای خرید کشتی و ... . گروه دارائی‌هایی که مشمول عملیات Securitization می‌گردند شامل وام‌های اتومبیل، کارتهای اعتباری، وام‌های مصرف کننده، مطالبات آتی (future receivables)، پرداختهای اجاره‌ای (rental payments)، اجاره‌ها (Leases)، رهن‌ها (mortgages)، مطالبات تجاری (trade receivables) و ... هستند.

آنچه در مورد دارایی‌هایی که می‌توانند در شمول عملیات Securitization قرار گیرند حائز اهمیت است اینکه آنها باید از چند ویژگی مهم برخوردار باشند: ۱- همگن و متجانس باشند به این مفهوم که کلیه این وام‌ها باید دارای معیار تعهد خرید\* یکسان و مشابه باشند. ۲- معیار تعهد خرید وام‌ها نباید پس از اعطای وام تغییر کند زیرا این مساله می‌تواند سبب شود که موقوفه‌های واقعی، سطوح ضررها و روندها غیر شفاف گردند. ۳- اطلاعات تاریخی در مورد وام‌ها باید حداقل بین ۵ - ۳ سال باشد. این مساله از آن رو حائز اهمیت است که امکان ارزیابی آماری ضررهای مورد انتظار و موقوفه‌ها طی مدت باقیمانده از عمر وام فراهم شود. بنابراین تعیین روندهای آماری تحولات وام به پیش‌بینی‌هایی منجر می‌گردد که براساس آنها می‌توان عملکرد آتی دارایی‌ها را بررسی نمود. ۴- دارایی باید حجم لازم برای انجام این عملیات را دارا باشد.

---

\* buildings

\* underwriting criteria

این معیارها توسط وام‌دهنده تعیین می‌شود و براساس آن وام اعطاء می‌گردد. این معیارها شامل مفاهیمی همچون حداقل و حداکثر هر وام اعطایی اعم از اینکه تضمین شود یا تضمین نگردد، نوع وثیقه‌ای که قابل قبول است، حداکثر/ حداقل سررسید وام، ... است.

در انگلستان سررسید وام‌های رهنی مسکونی بین ۴۰ - ۲۵ سال است. البته هر فرد می‌تواند وام را زودتر از موعد مقرر بازپرداخت نماید. با توجه به اینکه در آن کشور هر فرد به طور متوسط هر هفت سال یکبار تمایل به جابه‌جایی دارد، متوسط عمر یک وام بین ۷ - ۵ سال برآورد می‌گردد.

مقدار وام رهنی به طور متوسط ۵۰,۰۰۰ پوند است. نرخ بهره این وام‌ها معمولاً ۲/۵ - ۱ درصد بیش از **Libor** است. وام‌گیرنده مختار است بهره وام را ماه به ماه پرداخت نماید و اصل وام را در پایان عمر وام یا وقتی مجدداً تقاضای وام نمود، پرداخت کند. معمولاً مقدار وام بین ۹۵ - ۷۵ درصد پایین‌ترین قیمت خرید مستغلات تعیین می‌گردد. مبتکر عملیات **Securitization** برای اینکه عملیات مذکور از نظر هزینه‌ای که دارد به صرفه باشد باید سطح هزینه‌های آن را در حدی پایین‌تر از حاشیه سودی که وی از این عملیات کسب می‌کند، نگه دارد بنابراین برای ایجاد عملیات **Securitization** در سطح کافی یعنی حدود ۲۵۰ - ۲۰۰ میلیون پوند لازم است. مبتکر عملیات تقریباً ۵۰۰۰ وام رهنی ۵۰۰۰۰ پوندی را تجمیع کند. شایان توجه است که طول عمر عملیات **Securitization** می‌بایست برابر با مجموع عمر دارائی‌های مورد نظر و یا به عبارتی آخرین سررسید وام رهنی در پرتفوی باشد.

#### ب - سرمایه‌گذاران در عملیات **Securitization** چه کسانی هستند؟

در یک عملیات **Securitization**، احتمالاً سرمایه‌گذاران از یک بازار به بازار دیگر متفاوت هستند ولی طیف گسترده سرمایه‌گذاران می‌توانند تحت عناوین ذیل باشند:

- |                       |                         |                     |
|-----------------------|-------------------------|---------------------|
| * سرمایه‌گذاران منفرد | * شرکتهای بیمه عمر      | * بانکهای تجاری     |
| * صندوقهای بازنشستگی  | * بانکهای تجاری         | * موسسات تامین مالی |
| * بانکهای رهنی        | * صندوقهای سرمایه‌گذاری |                     |

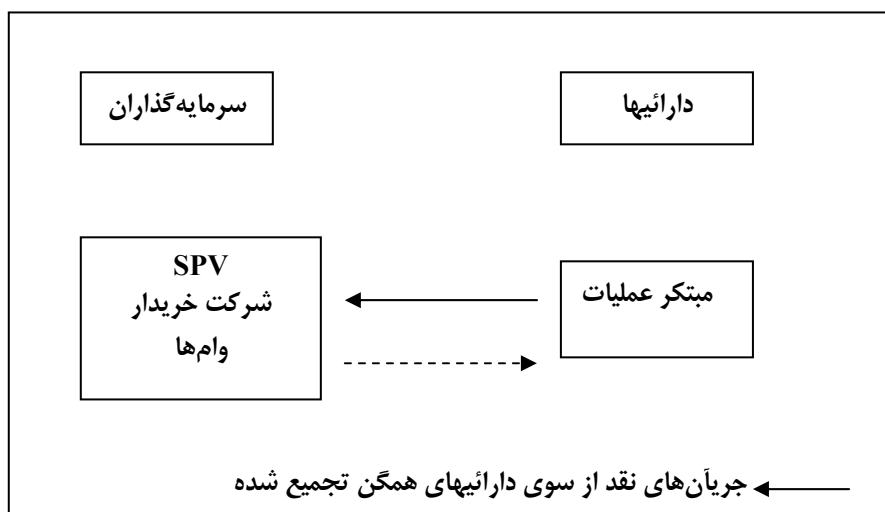
### سرمایه‌گذاران از شرکت در عملیات Securitization چه بهره‌ای می‌برند؟

- به طیف وسیعی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری دست می‌یابند.
- اوراق بهاداری که به پشتوانه این دارائی‌ها\* منتشر می‌شوند، نوعاً بازدهی بیش از ابزارهای بدهی معمول و با نرخهای قابل رقابت ارائه می‌کنند.
- اوراق بهادار با پشتوانه این دارائی‌ها، معمولاً در برابر مخاطرات اتفاقی و تنزل رتبه، به دلیل لایه‌های چندگانه افزایش دهنده اعتباری، از حمایت بیشتری برخوردار هستند.
- بسته‌بندی دارائی‌های جزئی برای سرمایه‌گذاران خرده یا عمده این فرصت را ایجاد می‌کند بدون نیاز به ایجاد بستری برای وامدهی مستقیم به وام‌گیرندگان منفرد، در یک بازار ویژه شرکت کنند.

### ج - نقش SPV (Special Purpose vehicle) در عملیات Securitization چیست؟

SPV شرکت خریدار وام‌های همگن تجمیع شده از مبتکر عملیات Securitization است. در اصل، مبتکر عملیات، دارائی‌های خود را به شرکتی که صرفاً با هدف انجام عملیات Securitization تاسیس شده می‌فروشد.

### شکل ۱ - تصویر کلی از رابطه بین مبتکر عملیات و شرکت خریدار وام‌ها

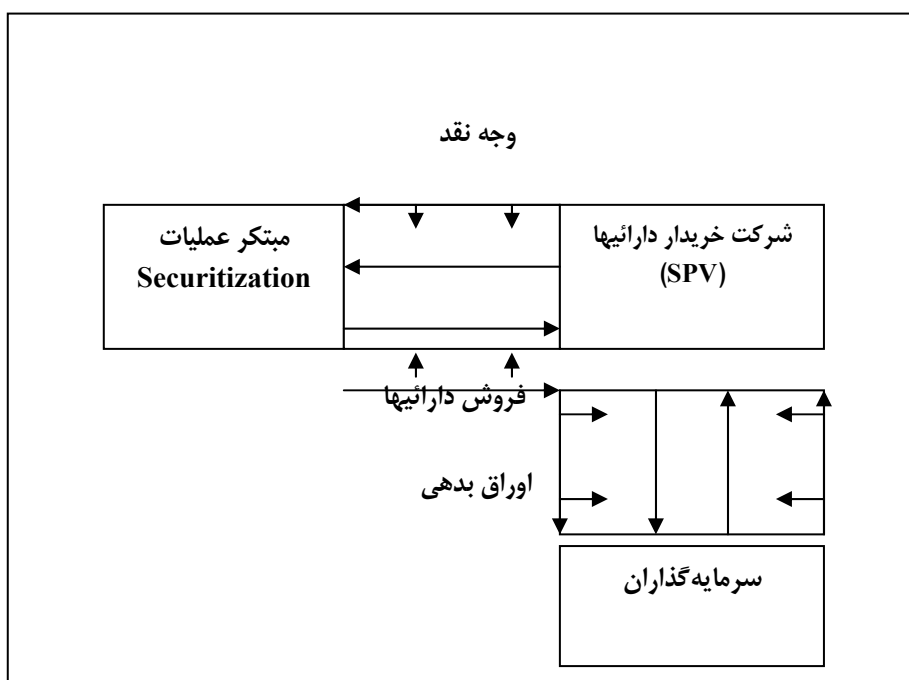


\* Asset Backed Securities

ساخت اساسی عملیات **Securitization** در شکل (۱) نمایش داده شده است. بنابراین مبتکر عملیات، دارائی‌هایش را به شرکت واسطه این عملیات، (SPV) که صرفاً برای انجام این عملیات ایجاد شده است، می‌فروشد. شرکت SPV وجوه خود را از دو طریق، فروش اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه و یا از طریق دریافت تسهیلات بانکی افزایش می‌دهد. البته مبتکر عملیات **Securitization** طی فرآیند این عملیات به عنوان اداره کننده وجوه (administrator) کماکان اصل و بهره مربوطه دارائی‌های تجمیع شده را از وام‌گیرندگان دریافت می‌دارد و این وجوه را به صورت یک جریان درآمدی در اختیار شرکت خریدار وام‌ها، (SPV)، قرار می‌دهد. SPV از طریق این جریان درآمدی اصل و بهره اوراق فروخته شده به سرمایه‌گذاران و بانک‌های وام‌دهنده را پرداخت می‌نماید. این دارائی‌ها خود تعهدات SPV را تضمین خواهند نمود ولی معمولاً توسط مبتکر عملیات اداره می‌شوند.

ساختار شرکتی شرکت خریدار وام‌های همگن تجمیع شده باید از حداکثر کارآیی مالیاتی و اقتصادی برخوردار باشد.

شکل ۲- فروش دارائی‌ها و گردش نقد در عملیات **Securitization**



آنچه در مجموع در مورد شرکت خریدار دارائی‌ها (SPV) قابل تامل است علاوه بر نوع رابطه آن با مبتکر عملیات\* (ترازنامه تعدیلی موسسه و جنبه‌های حسابداری آن رابطه)، ساختار عمومی شرکت خریدار، محل تاسیس و مدیریت آن می‌باشد.

ساختار کلی سهامداری شرکت خریدار دارائی‌ها، (SPV)، به صورت ساختار یک موسسه خیریه امانی است. با توجه به مقتضیات قانونی هر کشور، شرکت خریدار دارائی‌ها، به عنوان یک شرکت با موسسه مشابه یک بنیاد\*\* تاسیس می‌شود. سهام SPV توسط یک شرکت نگهدارنده سهام به شکل امانی (Share trustee) نزد ذینفع‌هایی که یک موسسه خیریه شناخته شده هستند، نگهداری می‌شود. این مساله حائز اهمیت است که هیات مدیره SPV مستقل از هیات مدیره مبتکر عملیات Securitization شناخته شوند. البته معمولاً یکی از مدیران شرکت SPV توسط مبتکر عملیات معرفی می‌شود. در صورتی که لازم نباشد عملیات Securitization از ترازنامه مبتکر عملیات حذف شود قابل قبول است که شرکت SPV به عنوان شرکت تابعه مبتکر عملیات تاسیس شود. در این صورت ضرورتی ندارد اکثریت اعضای هیات مدیره از مدیران مستقل تشکیل شوند. علاوه بر این انتقال سود از شرکت خریدار دارائی‌ها (شرکت SPV) به مبتکر عملیات می‌تواند از طریق سود سهام انجام گیرد.

• بهترین محل برای تاسیس شرکت خریدار دارائی‌ها، SPV کجاست؟

منطقی که محل تاسیس شرکت خریدار دارائی‌های تجمیع شده را حائز اهمیت می‌داند عمده دلیل آن را دلایلی مالیاتی می‌داند. بنابراین دلایل مالیاتی، موسسین SPV را به سمت آن سوی مرزها سوق می‌دهد. از سوی دیگر استدلالاتی نیز مطرح است. که براساس آن‌ها تاسیس این شرکت در خارج از مرزها غیرممکن است. مثلاً در کشور انگلستان رهن‌های مسکن از سیستم میراس (MIRAS) بهره‌مند می‌شوند و مقررات میراس از این مساله که مالکینی که از آن سیستم بهره‌مند شده‌اند به موسسه‌ای در خارج از مرزها منتقل شوند، جلوگیری می‌کند. علاوه بر این، مقررات حاکم بر

\* منظور شدن آن در اقلام زیرخط مبتکر عملیات یا در اقلام بالای خط

\*\* Foundation

بعضی از کشورها، محدودیت‌هایی برای نوع شرکتهایی که اوراق بهادار منتشر می‌کنند، قایل می‌شود. مثلاً در انگلستان فقط یک شرکت سهامی عام اجازه دارد، اوراق بهادار قادر به عرضه به عموم منتشر نماید. سرمایه چین شرکتی باید ۱۲۵۰۰ پوند باشد که حداقل سهام اسمی آن ۵۰۰۰ پوند است و حداقل، ۲۵ درصد آن باید پرداخت شود. این موضوع که هیات مدیره شرکت SPV تا چه حد باید از مبتکر عملیات مستقل باشند کاملاً به رابطه بین شرکت خریدار دارائی‌های تجمیع شده (SPV) و مبتکر عملیات بستگی دارد.

- مدیریت شرکت خریدار وام‌های تجمعی (SPV)

شرکت خریدار وام‌های تجمیع شده، SPV، یک شرکت هسته‌ای (Shell Company) است که فاقد کارمند و ساختمان می‌باشد. از این رو مجدداً مدیریت شرکت خریدار دارائی‌های تجمیع شده به مبتکر عملیات مرتبط می‌شود و نهایتاً این مبتکر عملیات است که از شناخت کاملی درباره این دارائی‌ها و عملیات برخوردار است و کلیه سیستم‌ها و نیز کارکنانی را که این عملیات را انجام می‌دهند در اختیار دارد. البته در بعضی از کشورها مانند اسپانیا در این مورد که هر بار که دارائی‌ها به شرکت خریدار SPV واگذار می‌گردد و این وجوه را در بازار فراهم می‌کند، مبتکر عملیات آن را اداره می‌کند، نگرانی‌های حقوقی وجود دارد. این مشکلات سبب شد که ساختارهایی شکل گیرد که به موجب آن‌ها مبتکر عملیات به ارائه خدمات درخصوص این دارائی‌ها ادامه دهد ولی شرکت خریدار وام‌های تجمیع شده، SPV با یک شرکت ثالث قرار ببندد تا برنامه تامین مالی را، خود، ادامه دهد.

- مختصری در مورد رابطه بین شرکت خریدار دارائی‌های تجمیع شده با مبتکر عملیات

چنانکه پیش‌تر نیز گفته شد، کاهش اتکای به وام و افزایش بازده سرمایه محرکه‌هایی هستند که مبتکران عملیات Securitization را به سوی انجام آن عملیات سوق می‌دهد ولی ناشرینی نیز وجود دارند که برای آن‌ها صرفاً این مساله اهمیت دارد که بتوانند دارائی‌هایشان را تا سررسید آن‌ها تامین مالی نمایند و هزینه تامین مالی خود را به نسبت وام‌گیری معمولی کاهش دهند،



حتی اگر این دارائی‌ها به طور کامل از ترازنامه مبتکر عملیات حذف نشود، آن‌ها تمایل دارند که این عملیات را انجام دهند. از نقطه نظر تجزیه و تحلیل اعتباری و ارزیابی آماری، بین این مورد که دارائی‌های تجمیع شده در فرآیند عملیات Securitization، (دارائی‌هایی که قرار است به اوراق بهادار تبدیل شوند)، در ترازنامه مبتکر عملیات باقی بمانند یا با فروش آن‌ها به یک شرکت جدید التاسیس (SPV) به زیرخط منتقل گردند، تفاوتی وجود ندارد. مبتکر عملیات، حتی اگر به دلایل حسابداری مجبور باشد این عملیات را در ترازنامه خود نگه‌دارد باید خود را در مقابل خطرهای مرتبط با این دارائی‌ها مثل ضررهای اعتباری و تامین مالی معوقه‌ها مصون سازد. به طوری که عملیات بالای خط (on - balance sheet) کماکان به شکل تامین مالی "با حق رجوع محدود\*" باشد.

بعضی از مبتکران عملیات Securitization مانند بانک‌ها، موسسات تامین مالی و ... ممکن است بتوانند به مقامات قانونی و نظارتی ثابت کنند که آن‌ها در حد کفایت خود را در برابر خطرهای مربوط به این عملیات مصون ساخته‌اند تا از این طریق مجوز آزاد سازی سرمایه خود را دریافت کنند. این مساله منجر به افزایش بازده سرمایه مبتکران عملیات می‌شود. با این وجود به دلیل اهداف حسابداری بعضی از مبتکران عملیات کماکان این دارائی‌ها را به صورت کامل یا جزئی در ترازنامه خود تلفیق می‌نمایند. برای اینکه عملیات Securitization جزء اقلام زیرخط منظور گردد لازم است که مبتکر عملیات، یک شرکت با هدف خرید دارائی‌های تجمیع شده (SPV) تاسیس کند. بر طبق قانون، مبتکر به شکل یک موسسه قانونی (حقوقی)\*\* مجزا عمل خواهد کرد. در انگلستان براساس قانون این هدف با تاسیس یک شرکت SPV با حداقل سرمایه لازم و تحت مالکیت یک شرکت خیریه امانی\*\*\*، قابل دستیابی است. اگر SPV می‌خواهد اوراق بهادار برای عرضه به عموم منتشر کند باید یک شرکت محدود عمومی باشد\*\*\*\* که یا

\* limited recourse

\*\* legal entity

\*\*\* charitable trust

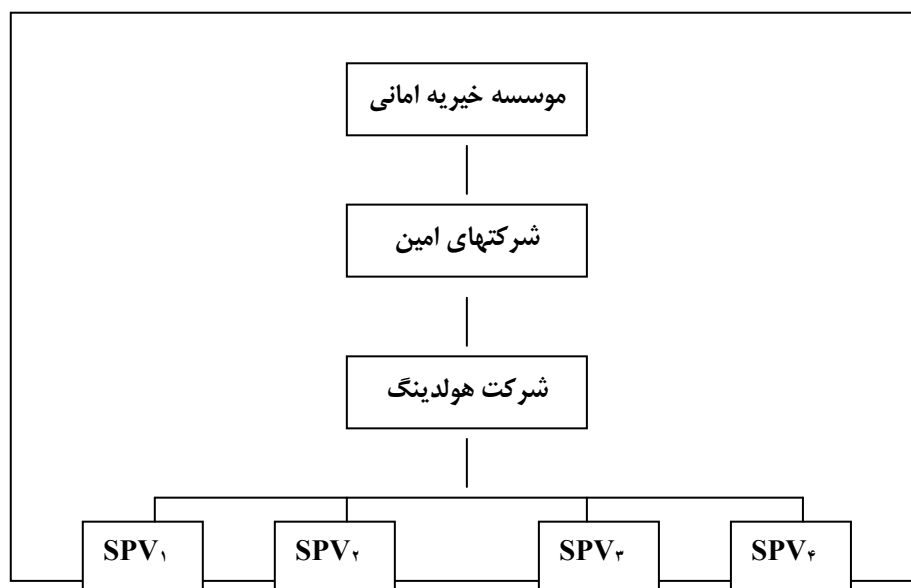
\*\*\*\* public limited co. شرکت محدود عمومی شرکتی است که نمی‌تواند قواعد مربوط به شرکت‌های محدود خصوصی را رعایت کند و در انگلیس از امتیازات زیر برخوردار است: الف - حداقل باید دارای هفت عضو باشد ولی دارای حداکثر نیست ب - می‌تواند عامه را به تعهد سهام خود و سهام قرضه دعوت کند و اگر شرکت بخواهد از تسهیلات بازار استفاده کند بورس باید اجازه دهد. پ - اگر سهام شرکت و بورس مظنه‌گذاری شود، انتقال آن‌ها نمی‌تواند محدود گردد. (فرهنگ علوم اقتصادی - دکتر منوچهر فرهنگ).

می تواند به همان عنوان و یا به عنوان یک شرکت خصوصی به ثبت برسد. اگر شرکت خریدار درصد است که با انجام عملیات **Securitization**، اوراق بهادار از نوع وام سندیکایی را منتشر کند در این صورت شرکت SPV باید به صورت یک شرکت با مسئولیت محدود به ثبت برسد.\* یک ساختار معمول عملیات **Securitization** انگلستان در حالتی که این عملیات در اقلام زیرخط مبتکر عملیات منظور می شود، به این ترتیب است (شکل ۳) دارائی ها به شرکتی فروخته می شود که تمامی سهام آن توسط یک شرکت هولدینگ نگهداری می شود و کلیه سهام در شرکت هولدینگ نیز توسط یک شرکت امین مستقل با صلاحدید شرکت خیریه امانی نگهداری می گردد. فایده چنین ساختاری و این که یک شرکت هولدینگ وارد این عملیات شود، این است که به این ترتیب مجموعه ای از عملیات **Securitization** قابل شکل گیری است و هر یک به طور جداگانه توسط یک شرکت تابعه این شرکت هولدینگ انجام خواهد شد بدون اینکه دیگر نیازی وجود داشته باشد که برای هر مورد یک موسسه خیریه امانی جداگانه ایجاد شود.

آنچه در همه اشکال مختلف ساختار عملیات **Securitization** مشترک است اینکه مبتکر

عملیات و سایر اعضاء گروه آن و نیز شرکت هولدینگ در هیچیک از سهام شرکت SPV اعم از سهام عادی یا سهام ممتاز ذینفع نباشد.

شکل ۳- ساختار خارج از ترازنامه عملیات **Securitization**



\* limited liability Company

ترازنامه شرکت خریدار وام‌های تجمیع شده (SPV) صرفاً از دارائی‌های تجمیع شده‌ای که توسط مبتکر عملیات به آن فروخته شده و افزایش دهنده‌های اعتباری مربوطه و سایر حقوق و امتیازات تعهد پرداخت نسبت به منافع اوراق بهادار مثل حقوق بیمه تشکیل می‌شود. طرف بدهی‌های ترازنامه از مبلغ بدهی که می‌تواند به اشکال متفاوتی مثل اوراق قرضه در رهن، عرضه شده به عموم یا سایر اشکال تامین مالی در رهن قرار گرفته مثل وام سندیکایی و اوراق تجاری باشد، تشکیل شده است. تشکیل سرمایه این شرکت عمومی یا شرکت با مسئولیت محدود در حد تامین نیازهای قانونی است. در شکل ۴ ترازنامه یک شرکت ترتیب دهنده (arranger) عملیات Securitization یعنی SPV آورده می‌شود.

شکل ۴ - ترازنامه شرکت SPV

بدهیها	دارائیهها
اوراق بهادار در گرو رهن	دارائیه‌های تجمیع شده
	+
حداقل سرمایه	افزایش دهنده‌های اعتباری*

\* Credit enhancement

#### د- ارتقای اعتبار وام‌های تجمیع شده در عملیات Securitization بر عهده کیست؟

در روز اول مبتکر عملیات Securitization مجموعه‌ای از دارائی‌های همگن را به یک شرکت SPV که یگانه هدف آن در اساسنامه‌اش نگهداری این دارائی‌ها و تامین مالی آن‌ها تا سررسید است، می‌فروشد. سپس شرکت مذکور اوراق بدهی منتشر می‌کند. تا با سررسید این دارائی‌ها تطابق داشته باشد. بنابراین دارائی‌هایی که در وهله اول به SPV فروخته می‌شود اصطلاحاً "ادا شده" (Performing assets) هستند. به عبارت دیگر هیچیک معوقه محسوب نمی‌شوند. تدریجاً، پس از گذشت مدتی، به این دلیل که بعضی از وام‌گیرندگان توان بازپرداخت بموقع وام را ندارند، تعدادی از این وام‌ها با تاخیر پرداخت مواجه می‌شوند.\* این اولین مشکلی است که در عملیات Securitization، امکان رخ دادن آن وجود دارد و می‌بایست در مورد آن چاره‌اندیشی شود.

در یک عملیات تامین مالی در گرو رهن، Securitization، سرمایه‌گذاران توقع دارند که در برابر خطر اعتباری و نیز سایر خطرهای محافظت شوند. بنابراین آن‌ها انتظار دارند جریان پرداخت بهره به اوراق آن‌ها، حتی اگر وام‌گیرنده اولیه در پرداخت بهره خود نکول نماید، ادامه یابد. در این بخش از عملیات است که نیاز به ارتقای اعتبار وام‌ها احساس می‌شود.

این که چه مقدار تضمین اضافی برای این وام‌های تجمیع شده لازم است به توافقی که بین مبتکر عملیات و شرکت مجری این عملیات SPV با در نظر گرفتن نیازهای سرمایه‌گذاران حاصل می‌شود، بستگی دارد. در حالی که موسسات رتبه‌بندی نیز در این عملیات شرکت دارند رتبه‌ای که آن موسسات اعطاء می‌نمایند در نحوه محاسبه مقدار تضمین لازم برای گروهها و طبقات مختلف دارایی موثر است.

به طور کلی سه منبع برای تضمین (ارتقای اعتبار وام‌های تجمعی) وجود دارد که عبارتند از:

- ارزش اضافی دارائی‌ها یا جریان نقد دارائی‌های تحت رهن (Underlying pool)
- تضمینی که توسط مبتکر عملیات ارائه می‌شود.
- تضمین شخص ثالث که توسط یک بانک یا یک شرکت بیمه ارائه می‌گردد.

\* علاوه بر این ممکن است بعضی از وام‌ها به طور کامل سوخت شده تلقی گردند یا د رمواردی ممکن است به دلیل اینکه وام‌گیرنده بازپرداخت وام را زودتر از موعد انجام داده است بین دریافت وجه و جریان نقد حاصل از دارایی اختلاف زمانی ایجاد شود.

دو روش برای منظور کردن ارزش مازاد دارائی به عنوان تضمین اضافی برای این دارائی‌ها وجود دارد. یکی از آن دو استفاده از مفهوم نسبت وام به ارزش دارائی (Loan - to Value)\*\* است. مبتکر عملیات در روز اول بخشی از ارزش دارایی را وام می‌دهد. بقای معیارهای اصلی وامدهی، شرکت خریدار وام‌های تجمیع شده (SPV) را در مقابل ضررها فقط تا ۷۵٪ ارزش تعریف شده دارائی‌هایی که وام داده شده‌اند، حمایت می‌کند. بنابراین زمانی ارزش اعتباری این وام‌های تجمیع شده به طور واقعی افزایش می‌یابد که مبتکر عملیات، با این دیدگاه که ارزش اضافی دارائی‌ها، ضررها و یا معوقه‌ها را تامین نماید، آن ارزش اضافی و مبالغی را که از طریق عملیات Securitization تامین مالی شده‌اند، ارائه نماید. بعنوان مثال مبتکر عملیات ۱۱۰ میلیون پوند از دارائی‌هایی را می‌فروشد که ۱۰۰ میلیون پوند آن تامین مالی می‌شوند و ۱۰ میلیون پوند به عنوان تضمین اضافی جهت ارتقای وضعیت اعتباری وام قابل استفاده است. روش دیگر اینکه به همه دارائی‌ها تا حد ۷۵٪ ارزش آن‌ها (نسبت وام به ارزش دارائی‌ها) وام تعلق نمی‌گیرد یا همه دارائی‌ها تضمین نمی‌شوند. در عوض مبتکر عملیات به بهره بسیار بالایی متکی است که وجه نقدی را در اختیار او قرار می‌دهد تا با این استدلال که سرانجام مجموعه دارائی‌ها (pool) زیان تولید خواهد نمود، ضررها را تامین کند.

این وجه اضافی یا Spread که طبیعتاً سود مبتکر عملیات است به جای اینکه به او پرداخت شود در یک حساب باقی می‌ماند و فقط در اختیار شرکت خریدار وام‌های تجمیع شده SPV قرار می‌گیرد تا از محل آن برای حمایت از ضررها استفاده نماید.

#### • افزایش اعتبار وام‌ها توسط مبتکر عملیات

مبتکر عملیات هم، خود، می‌تواند از دارائی‌های فروخته شده حمایت کند. البته میزان حمایت مبتکر عملیات Securitization از این دارائی‌ها، می‌تواند بر حدی که این عملیات جزء اقلام خارج از خط ترازنامه وی منظور می‌گردد تاثیر گذارد. با این وجود از دیدگاه قانونگذاران دو نوع حمایت توسط مبتکر عملیات قابل قبول است. اولین مورد ارائه تضمین‌هایی به شرکت خریدار وام‌ها SPV در این خصوص

---

\*\* LTV ratio

که قرارداد بین وام‌دهنده و وام‌گیرنده با رعایت کامل مواد قانونی مربوطه نوشته شده است. در انگلستان قانون اعتبار مصرف کننده (CCA)\* مقررات سختگیران‌های است که در پی حمایت از وام‌گیرندگان جزء می‌باشد. این مقررات فروش وام‌های مصرفی و مطالبات مربوط به وام‌های اتومبیل را کنترل می‌کند. بنابراین طبیعی است که در عملیات Securitization این گروه از دارائی‌ها، مبتکر عملیات اولاً باید به شرکت خریدار دارائی‌های تجمیع شده (SPV) در برابر هر نوع عدم تطابق قرارداد وام نوشته شده با مقررات CCA، تضمین بدهد و ثانیاً به مبتکر عملیات اجازه داده می‌شود که مجدداً دارائی‌هایی را که به طور اشتباه (عدم رعایت مقررات مربوطه) به SPV فروخته شده است و مجموعه معیارهای آن با آنچه در آغاز عملیات توافق شده تطابق ندارد، خریداری کند.\*\* البته این تعهد خرید دارایی پس از فروش آن در مورد دیگر هم صدق می‌کند و آن زمانی است که حجم آنچه پس از کاهش در پرتفوی دارایی باقی می‌ماند، (طبیعتاً ۱۰ درصد مانده واریز نشده اولیه)، بیش از اندازه کوچک باشد و نگهداری آن توسط سرمایه‌گذاران و نیز اداره آن‌ها از نظر اقتصادی به صرفه نباشد.

• افزایش اعتبار توسط شخص ثالث:

این روش افزایش اعتبار وام‌ها شامل اعتبارات اسنادی یا ضمانت‌هایی است که توسط یک بانک

ثالث یا شرکتهای بیمه ارائه می‌شود.

و – قراردادهای تضمین سرمایه‌گذاری\* GIC به چه دلیل در عملیات Securitization نقش می‌یابند؟

یکی از ویژگیهای وام‌های رهنی این است که وام‌گیرندگان تحت رهن این حق را دارند که بدهی‌های خود را پیش از موعد مقرر پرداخت نمایند و به این ترتیب در عملیات، خطر prepayment افزایش می‌یابد و به تبع این خطر، خطر سرمایه‌گذاری مجدد مطرح می‌شود. برای کنترل و اداره این خطر در فرآیند عملیات، قراردادهای GIC یکی از روشهای پیشنهادی است. بدین منظور، موسسه‌ای که از رتبه اعتباری خوبی برخوردار است (حداقل رتبه AAA برای دارایی‌های بلندمدت و A<sub>1+</sub> برای

\* Consumer Credit Act (CCA)

\*\* Buy back

دارایی‌های کوتاه مدت) با انعقاد قرارداد GIC که می‌بایست طی عمر وام‌گیری پایدار باشد، وجوه نقد اضافی را که حاصل بازپرداخت پیش از موعد اصل و فرع وام است و نزد آن سپرده‌گذاری شده است تضمین کند. برای مجموعه‌ای از دارایی‌های همگن (pool) که نرخ آن ثابت است نرخ تضمین باید بیش از حاشیه سود حاصل از نرخ ثابت وام‌گیری باشد. تعیین نوع نرخ بهره (ثابت یا شناور) برای قرارداد تضمین سرمایه‌گذاری (GIC) به ساختار اوراق بهادار بستگی دارد. مثلاً اگر برای مانده واریز نشده وام‌ها، یک معامله سوآپ انجام شود، قرارداد سرمایه‌گذاری تضمین شده، با نرخ شناور، حتی برای عملیات با نرخ ثابت نیز قابل قبول است. در این مورد تعهد صادرکننده تضمین با نرخ شناور بواسطه دارندگان اوراق بهادار این است که در ازای دریافت پرداختها با نرخ ثابت از طرف مقابل، به طرف مقابل قرارداد سوآپ نرخ بهره شناور پرداخت نماید.

#### • چه عواملی بر بازپرداختهای زودتر از موعد وام تأثیرگذار هستند؟

عواملی مانند اثرات کلان اقتصاد مثل اقتصاد قوی، بنیه مالی وام‌گیرندگان، بازارهای رهن مسکن و تحرک فزاینده وام‌گیرندگان منجر به نرخهای بالاتر پرداخت زودتر از موعد می‌گردد. بنابراین مدلی که در این مورد طراحی می‌شود باید به اطلاعات اقتصادی مثل تولید ناخالص ملی، آمار خانه‌سازی، درآمد تحت اختیار، نرخ بیکاری، فروشهای خانه، مهاجرت جمعیت و خالص پس‌انداز توجه داشته باشد تا نگرش پویایی نسبت به احتمال بازپرداخت زودتر از موعد وام کسب نماید.

مهم‌ترین متغیری که در مورد بازپرداخت پیش از موعد وام حائز توجه است هزینه تامین مالی است زمانی که هزینه تامین مالی افزایش می‌یابد، نرخ پرداختهای پیش از موعد وام کاهش می‌یابد ولی زمانی که هزینه تامین مالی کاهش می‌یابد تمایل بیشتری برای بازپرداخت پیش از موعد وام و دریافت وام جدید جهت استفاده از نرخهای بهره ارزان‌تر وجود خواهد داشت. علاوه بر این لازم است برخی ملاحظات عملی نیز در مدل منظور گردد از آن جمله حوادث خارج از کنترل وام‌دهنده (رهنی) مانند مرگ، فجایع طبیعی مثل سیل و آتش‌سوزی است که در جای خود، بویژه، چنانکه قراردادهای بیمه پشتوانه رهن قرار داشته باشد می‌توانند سبب بازپرداخت پیش از موعد وام گردند.

از دیگر عوامل موثر بر بازپرداخت پیش از موعد وام می‌توان به متغیرهای جمعیت شناختی، فصلی و اثرات جغرافیایی اشاره نمود.

**ه - موسسات رتبه‌بندی و جایگاهی که می‌توانند برای اعتبار بخشیدن به عملیات Securitization ایفاء نمایند.**

ناشرین اوراق بدهی و سرمایه‌گذاران از راههای مختلف از رتبه‌بندی بهره می‌برند. رتبه‌ها، امکان دسترسی به بازارهایی را که خارج از دسترس ناشرین است فراهم می‌کنند موسسه رتبه‌بندی اعتباری استاندارد اندپور رویکرد سه‌گان‌های را برای رتبه‌بندی این اوراق مدنظر قراردادده است که عبارتند از:

- ارزیابی کیفیت رهن‌ها
- جریان نقد/ افزایش دهنده‌های اعتبار وام‌ها
- چارچوب قانونی
  
- ارزیابی کیفیت رهن‌ها از طریق ارزیابی کیفیت هر پرتفوی رهن برای کمی کردن خطرهای اعتباری بالقوه و تعیین نیازهای حمایتی در برابر هرگونه زیان انجام می‌گیرد. در این خصوص اطلاعات مربوط به عملکرد تاریخی وام‌ها، شامل قصور، نکول، پرداخت زودتر از موعد و ضبط دارایی بررسی می‌شود. نوسانات قیمت مستغلات، اقامه‌های دعوی برای ضبط دارایی، زمان‌بندی و هزینه‌های آن تجزیه و تحلیل می‌شود ویژگیها و معیار وام‌دهی مطالعه می‌شود. وقتی در یک بازار، یک شکل استاندارد برای دستورالعمل وام‌دهی وجود ندارد موسسه رتبه‌بندی Standard and poor's ، برای اینکه به یک استاندارد برای تعهدات وام‌دهی دست یابد، معیار وام‌دهی مبتکران مختلف عملیات Securitization، را بررسی می‌کند. عواملی مثل انواع رهن، اندازه وام، سطوح درآمدی وام‌گیرندگان را شناسایی می‌کند. اگر نام یا شهرت یک ناشر در بازار داخلی یا خارجی آنچنان شناخته شده نباشد، رتبه‌ها می‌توانند به سرمایه‌گذاران این امکان را بدهند که شناختی، در سطح مورد نیاز، از وضعیت اعتباری یک ناشر کسب نمایند. علاوه بر این، رتبه‌ها یک ابزار مفید برای مقایسه وضعیت اعتباری یک ناشر با ناشر دیگر و نیز دستیابی به تامین مالی ارزان‌تر برای یک ناشر باشند.



در حال حاضر تقاضا برای رتبه‌بندی در حال گسترش است. رتبه‌ها به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهند که با دقت و سرعت خطراتی را که اوراق بهادار با آن مواجه هستند اندازه‌گیری کنند، بدون اینکه منابع با ارزش خود را حبس نمایند.

باتوجه به گسترش یکپارچگی جهان، رتبه‌ها، بویژه برای ناشرینی که درصدد وام‌گیری از بازارهای جدید و در راههای جدید هستند، اهمیت بیشتری خواهد یافت. بدیهی است ناشرین عملیات Securitization هم نمی‌توانند از این قاعده مستثنی باشند. بازاریابی برای آن اوراق به دلیل پیچیدگی ساختارشان، بدون داشتن رتبه مشخص، دشوار است. بویژه در مورد دارایی‌های رهنی (underlying assets)، جریان نقد و ساختار قانونی آن‌ها باید بدقت تحت بررسی قرار گیرد تا به طور خاص توانایی ناشر برای پرداخت بهره به سرمایه‌گذاران ارزیابی شود.

بدیهی است که انجام این تجزیه و تحلیل ضروری توسط سرمایه‌گذاران، بویژه وقتی آن‌ها اطلاعات لازم را برای ارزیابی خطر واقعی آن در اختیار نداشته باشند، دشوار است. به همین دلیل است که در حال حاضر رتبه‌ها اهمیت بسیار یافته‌اند. در ذیل به طور خلاصه به متدولوژی رتبه‌بندی این اوراق اشاره می‌شود.

اوراق بهادار با پشتوانه رهن ایزاری است که توسط مجموعه‌ای از رهن‌ها حمایت می‌شوند. برای صاحبان اوراق بدهی، رهن‌ها بیانگر منبع اصلی این اوراق هستند همانطور که در مورد بیشتر منابع تامین مالی سازمان یافته صدق می‌کند، اوراق بهادار با پشتوانه دارایی‌ها، بدین ترتیب از اوراق بدهی تضمین شده قابل تشخیص هستند، که در رهن مجموعه‌ای از دارایی‌هایی مشخص که توسط یک شرکت ناشر اوراق بهادار نگهداری می‌شوند، قرار دارند (به جای اینکه وضعیت اعتباری مبتکر عملیات تضمین کننده آن‌ها باشد). بازپرداخت این اوراق بدهی از جریان نقدی حاصل از رهن‌ها و از طریق افزایش دهنده‌های جریان نقدینگی و اعتبار که به ناشر ارائه می‌شود تضمین می‌گردد.

کنترل‌های اعتباری، پراکندگی جغرافیایی املاک رهنی، ارزش‌گذاریهای دارایی و بیمه‌های آن تحت بررسی قرار می‌گیرد.

براساس این ارزیابیها، موسسه رتبه‌بندی Standard and poors پارامترهایی را برای رهن‌ها و دستورالعمل‌های نوشتن قرارداد وام به عنوان یک معیار پایه دارایی‌های تجمیع شده (benchmark pool) استخراج می‌کند.

• جریان نقد / فزاینده‌های اعتباری وام‌ها

دومین بخشی که توسط موسسه رتبه‌بندی مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد ساختار جریان نقد عملیات است. با توجه به اینکه رتبه‌های اعتباری احتمال پرداخت کامل و به موقع اصل و بهره وجوه به صاحبان اوراق بهادار را مشخص می‌کند موسسه Standard and poor's باید در این مورد که آیا سرمایه‌گذاران در مورد وثایق در گرو رهن و قطع جریان نقدی که به طور مداوم می‌بایست به آن‌ها منتقل شود، حمایت می‌گردند اطمینان حاصل کنند. برای اطمینان یافتن از موارد فوق اوراق بهادار با پشتوانه دارایی‌ها (asset-backed securities) به حمایت‌های نقدی و اعتباری به شرح ذیل متکی است.

بیمه رهن

ساختار فرعی / اصلی Senior/Subordinated

بیمه اوراق بهادار

تسهیلات نقد

وجوه ذخیره

• وجه اضافی حاصل از مابه‌التفاوت بهره

آنچه مسلم است هیچوقت یک مجموعه دارایی کاملاً با ویژگیهای معیار پایه دارایی‌های تجمیع شده انطباق نمی‌یابد. در مقایسه با هر مجموعه دارایی (pool) دیگر، معیار پایه (benchmark pool)، توانایی آن مجموعه دارایی‌های رهنی را برای ایجاد جریان درآمدی لازم (به منظور بازپرداخت بدهی‌هایش به صاحبان اوراق بهادار که پشتوانه آن‌ها این رهن‌هاست) نشان می‌دهد.

به منظور حمایت از ضررهای اعتباری باید دو عامل مهم تحت بررسی قرار گیرد:

- ۱- تواتر نکول که به مفهوم درصد وام‌های نکول شده در مجموعه دارایی‌های در گروه رهن (pool) است.
- ۲- شدت ضرر که به مفهوم متوسط ضرری است که هر وام نکول شده، موجب آن گردیده است.

• چارچوب قانونی:

چارچوب قانونی سومین بخشی است که Standard and poor's در مورد اوراق بهادار با پشتوانه رهن تحت بررسی قرار می‌دهد. رهن‌ها در واقع برای صاحبان اوراق بهادار تضمین ایجاد می‌کنند. بنابراین هر نوع خطر مربوط به ادعای شخص ثالث، منافع یا حقی نسبت به رهن باید مشخص شود. ناتوانی\* و ورشکستگی\*\* فروشنده رهن نباید باعث مطالبه رهن‌های در گرو گردد، یا به پرداخت به موقع بدهی خدشه وارد نماید. علاوه بر این ناشر اوراق بهادار باید شرکت SPV باشد که صرفاً به منظور خرید و نگهداری این دارایی‌ها برای اوراق رتبه‌بندی شده، تاسیس گردیده است. شرکت SPV نباید بجز تعهداتی که توسط رهن‌ها پرداخت می‌شود تعهد اصلی دیگری داشته باشد. از همین رو ادعای اشخاص ثالث نسبت به این دارایی‌ها می‌تواند امنیت صاحبان اوراق بهادار را به خطر بیندازد. ناشر اوراق بهادار باید فاقد هر نوع شرکت تابعه باشد و مجاز نیست که با موسسه دیگری ادغام شود. با محدود نمودن اعتباردهندگان به ناشر و نیز دامنه دید تجاری آن، خطر ناتوانی ناشرین به طور موثری محدود می‌گردد.

موارد دیگری که Standard and poor's به آن توجه دارد مستندسازی وام و نحوه اداره تامین مالی سازمان یافته است. این موسسه رتبه‌بندی با این مطالعات انتظار دارد که با نظر کارشناسی حقوقی اطمینان یابد که اسناد قانونی، بر حسب شرایط، معتبر و الزام‌آور و قابل اجرا است. نظر کارشناسی حقوقی موارد دیگری مثل ماهیت فروش دارایی‌ها، اعتبار و قابلیت اجرای واگذاری دارایی‌ها، کناره‌گیری یک ناشر ورشکسته و اثر هر نوع ورشکستگی مبتکر عملیات بر ناشر را مشخص می‌نماید. بقیه مباحث، شامل تضمینی که به امین داده می‌شود، فرعی بودن و اولویت پرداخت ذخایر بدهی و توافقات بین اعتباردهندگان و اثربخشی ساختارهای مالیاتی را شامل می‌شود.

#### ۴- مراحل مختلف یک عملیات Securitization

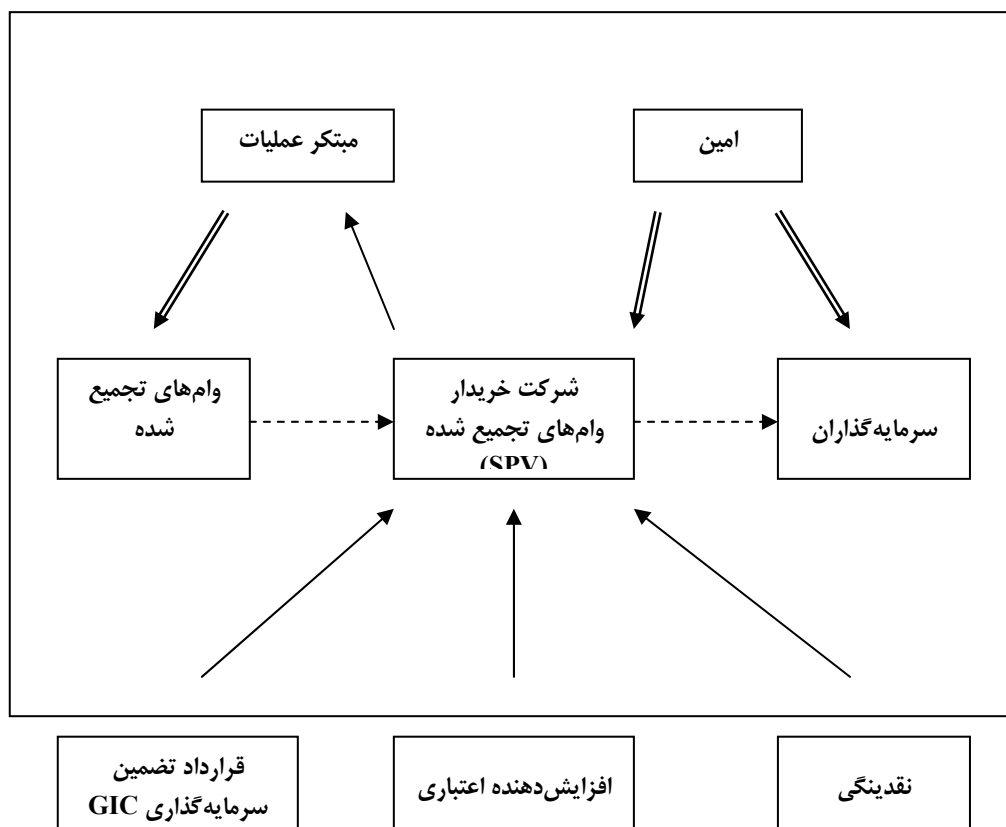
شکل ۵- این مراحل را به طور کامل نشان می‌دهد.

\* Insolvency

\*\* Bankruptcy

- ۱- مبتکر عملیات در ایفای نقش خود به عنوان مجری عملیات به جمع آوری اصل و بهره‌ای که وام‌گیرندگان اولیه به او بدهکار هستند ادامه می‌دهد. سپس وجوه دریافت شده را به عنوان درآمد به موسسه خریدار وام‌های تجمیع شده ارائه می‌نماید. (اولین مرحله)

شکل ۵- جریان نقد در عملیات Securitization



برای این منظور مبتکر عملیات برای اداره وام‌ها و باقیمانده سود پس از کسر هزینه‌ها و ضررهایی که تحقق می‌یابد، کارمزد دریافت می‌کند. (مرحله ۲)

موسسه خریدار وام‌های تجمیعی با توجه به اصل و فرع دریافتی از محل وام‌ها طی یک دوره این وجوه نقد را تا زمانی که سررسید اصل و بهره بازپرداختها می‌رسد یا پرداختهای زودتر از موعد را نزد یک ارائه دهنده قرارداد تضمین سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری می‌کند. (مراحل ۳ و ۴)

بعضی از این وام‌ها با تاخیر پرداخت مواجه می‌شوند و یا بهره آن‌ها زمانی که سررسید آن‌ها فرا می‌رسد به طور کامل پرداخت نخواهد شد. در اینجا لازم است خریدار وام‌های تجمیع شده SPV تسهیلات نقدی توسط یک بانک دریافت کند سقف این تسهیلات، در صورتی که تسهیلات اعتباری گردان باشد باید مجموع بهره‌هایی باشد که به سرمایه‌گذاران بدهکار هستند. (مرحله ۵)

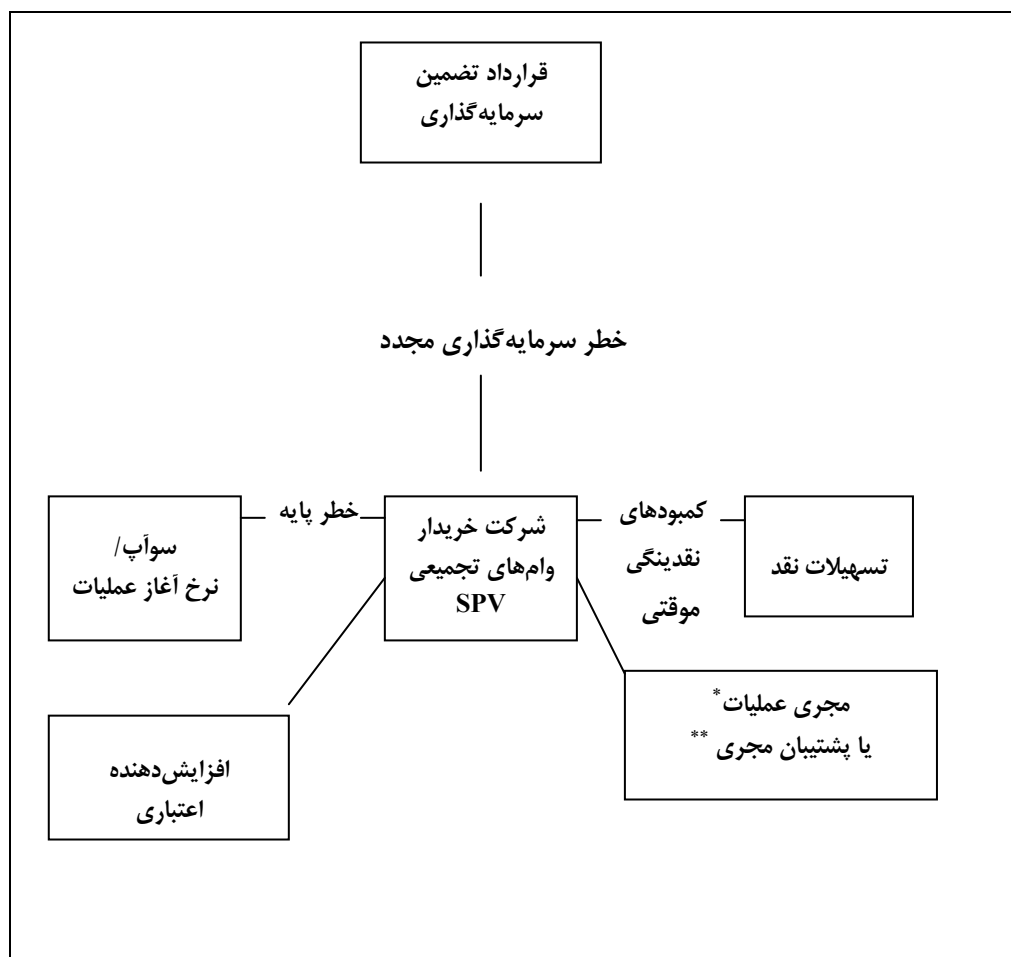
در اصل، بعضی از این وام‌ها سوخت می‌شوند و ضرر حاصل از اصل آن از طریق موسسه‌ای که آن را تضمین کرده، پرداخت می‌شود بنابراین کل مبلغ اصل وام می‌تواند به سرمایه‌گذاران پرداخت شود. (مرحله ۶)

موسسه امین، هزینه‌ای بابت تضمین دارایی‌های SPV دریافت می‌کند و آن را از طرف کلیه صاحبان اوراق بهادار نگهداری می‌کند. امین این عملیات را کنترل می‌کند تا اطمینان پیدا کند که همه چیز به خوبی پیش می‌رود. چنانکه امین ضروری تشخیص دهد در صورتی که مبتکر عملیات ورشکسته شود برای حمایت از اداره‌کننده عملیات، نقش تعیین‌کننده نرخ بهره دارایی‌ها و کنترل آن را ایفاء خواهد نمود و به این ترتیب وکالتی را که به او تفویض شده، اعمال می‌کند.

۵- مخاطراتی که ساختار تامین مالی با پشتوانه رهن با آن مواجه است.

شکل ۶ این مخاطرات و مکان وقوع آن‌ها را به دقت مشخص می‌نماید.

شکل ۶- ساختار نمونه با پشتوانه رهن\*



• خطر اعتباری:

واقعیت این است در فرآیند عملیات Securitization، بعضی از معوقه‌ها سوخت می‌شوند و اگر در مورد آن‌ها اقدامی انجام نگیرد، یک سرمایه‌گذار اوراق بهادار بخشی از اصل سرمایه خود را از

\* administrator

\*\* back up administrator

دست خواهد داد. آنچه مسلم است اینکه، باید در ساختار این عملیات پشتوانه کافی ایجاد شود و این اطمینان حاصل گردد که سرمایه‌گذار، اصل و بهره خود را دریافت خواهد کرد. این پشتوانه یا توسط مبتکر عملیات بوجود می‌آید، بدین ترتیب که بخشی از مازاد سود خود را برای ایمنی این وجوه اختصاص می‌دهد، یا اعتبار این وام‌ها توسط یک شخص ثالث، به شکل تضمین یا اعتبار اسنادی افزایش می‌یابد.

- خطر پایه (Basis Risk)

خطر پایه به این مساله باز می‌گردد که مثلاً درآمد حاصل از یک دارایی یا بازده آن به یک نوع شاخص قیمت ارتباط می‌یابد درحالی‌که این تامین مالی (عملیات Securitization) شاخص قیمت متفاوتی دارد. مثلاً پرتفوی رهن را در نظر می‌گیریم. رهن‌ها با نرخ وام‌های داخلی\* قیمت‌گذاری می‌شوند که تقریباً نرخ بهره بین بانکی لندن به اضافه ۲/۵ - ۱/۵ درصد است. ولی این قیمت‌گذاری لزوماً نمی‌تواند سبب شود که مجموعه دارایی‌های تحت عملیات Securitization را با آن رویه قیمت‌گذاری کنیم. در مثال دیگر عملیات Securitization برای فروش دارایی‌های تجمیع شده (وام اتوموبیل) را در نظر می‌گیریم. وام اتوموبیل براساس نرخ ثابت است ولی این نرخ ثابت معمولاً شامل spread قابل ملاحظه‌ای برای هزینه تامین مالی مبتکر عملیات است که شدیداً به نرخ بهره بین بانکی Libor مرتبط است. در هر دو مثال لازم است که بازده این دارایی‌ها طی زمان نسبت به نوسانات نرخ Libor شناور ارزیابی شود. چون Libor یک پایه تامین مالی برای اوراق در رهن می‌باشد بنابراین با توجه به اینکه بازده دارایی‌ها همیشه بیش از هزینه تامین مالی است لازم است شرکت SPV که درآمدش فقط منوط به درآمد حاصل از دارایی‌هایی است برای پرداخت هزینه‌های بهره از محل آن دارایی‌ها تدابیر لازم را بیندیشد.

- خطر سرمایه‌گذاری مجدد

شرکت SPV، در عملیات Securitization مربوط به وام‌های مسکن و اتوموبیل، به طور ماهیانه بهره دریافت می‌کند درحالی‌که بهره اوراق بهادار به دارندگان اوراق بهادار در گرو رهن را هر

---

\* Home Loan Rate

سه ماه یک بار پرداخت می‌کند. در کلیه محیط‌های عملیاتی، به ویژه در محیط‌هایی که نرخ بهره در آن‌ها در حال افزایش است بهتر است این مبالغ دریافتی تا زمانی که قرار است بهره به صاحبان اوراق بهادار پرداخت شود سرمایه‌گذاری گردد به همین دلیل این وجوه نزد یک ارائه‌کننده قرارداد تضمین سرمایه‌گذاری، یا یک بانک با رتبه اعتباری خوب، سپرده‌گذاری می‌شود. ارائه‌کننده این خدمت باید در آغاز عملیات موافقت کند که وجه نقد دریافتی از محل بهره و نیز بازپرداخت اصل وجوه را دریافت نموده آن را با نرخ تضمین شده که اغلب با هزینه تامین مالی مجموعه دارایی‌ها (Pool) مرتبط است مجدداً سرمایه‌گذاری کند مثلاً برای سه ماه و با نرخ  $Libor + 30bps$ .

البته بسیار بعید است که ارائه‌کننده GIC بتواند ابزارهای رتبه‌بندی شده با کیفیت مناسب پیدا کند که نزد آن وجه نقد را برای یک مدت کافی با نرخ  $libor + 50bps$  سرمایه‌گذاری کند. واقع بینانه‌ترین راه این است که نرخ سرمایه‌گذاری مجدد نزدیک به هزینه کلی دارایی‌های تجمیعی (Pool) باشد.

#### • خطر اداره عملیات

مبتکر عملیات طی عمر عملیات به اداره پرتفوی ادامه می‌دهد. این بدین مفهوم است که مبتکر عملیات، نرخ بهره دارایی‌ها را تعیین می‌کند، معوقه‌ها و مسائل مربوط به آن‌ها از جمله موارد دادخواهی و توقیف دارایی، فروش دارایی‌ها پس از ضبط آن‌ها به منظور تحقق درآمد آن‌ها و ارائه گزارش به مدیریت را انجام می‌دهد. شرکت خریدار دارایی‌ها SPV از این جریان‌ها نقد استفاده می‌کند تا به صاحبان اوراق بهادار بهره پرداخت کند. مدیریت گزارش می‌کند که چه مقدار باید نزد ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری شود و قبل از اینکه سود اضافی به مبتکر عملیات برگشت داده شود چه مقدار از آن سود باید برای پوشش زیان استفاده شود. این مساله که آیا مبتکر عملیات توان اداره عملیات را دارد توسط شرکت SPV، موسسات رتبه‌بندی (در صورت رتبه‌بندی عملیات) مورد بررسی قرار می‌گیرد. در غیراینصورت یعنی چنانکه مبتکر عملیات یک بانک با وضعیت مالی ضعیف باشد یا وضعیت اعتباری نامناسبی داشته باشد SPV می‌تواند با پرداخت کارمزد یک پشتیبان *back up administrator* را برای اجرای عملیات طی عمر آن در نظر گیرد.



۶- مباحثی که صرفنظر از نوع دارایی و حوزه قانونی عملیات Securitization توجه به

آن‌ها ضروری است:

۱- اولین مساله ماهیت مبتکر عملیات است که می‌خواهد دارایی‌های همگن و تجمیع شده را به

منظور تبدیل آن به اوراق بهادار به فروش رساند و نیز محدودیت‌هایی که برای آن (اعم از

حقوقی و قانونی) وجود دارد.

۲- مبتکر عملیات باید مشخص کند که می‌خواهد این عملیات چه تاثیری بر ترازنامه وی

بگذارد.

۳- ساختار شرکتی، شرکت خریدار وام‌های تجمیع شده (SPV) که به منظور انجام این

عملیات تاسیس شده است باید از حداکثر کارایی مالیاتی و اقتصادی برخوردار باشد.

۴- انتقال دارایی‌ها از مبتکر عملیات به شرکت خریدار SPV با مسائل قانونی و حقوقی متعددی

سروکار دارد. چنانکه وثیقه‌گیری برای عملیات نیز با این مسائل مواجه است.

۵- امانتداری (trusteeship) مفهومی است که در برخی از حوزه‌های قانونی

(jurisdictions) به رسمیت شناخته نمی‌شود ولی می‌تواند برای ساختار فروش

دارایی‌های تجمیع شده یک مبنای اساسی تلقی شود.

۶- نگرانی‌های مربوط به ناتوانی بازپرداخت بدهی همیشگی است و بخصوص همیشه مورد توجه

موسسات رتبه‌بندی قرار خواهد داشت.

۷- نگرشی بر مباحث قانونی و حقوقی مطرح در عملیات Securitization

در اینجا به نظر می‌رسد که مطالعه مجموعه مواد قانونی که بانک مرکزی انگلستان برای

عملیات Securitization مقرر نموده است مفید باشد. در ذیل مفاد دستورالعمل ۱۵ ماده‌ای بانک

مرکزی انگلستان ارائه می‌گردد.

- ۱- پس از انتقال وام‌ها، شرایط و توافقیهای انجام شده درخصوص وام‌های تحت رهن و کلیه توافقیهای حاصله (بین مبتکر عملیات و وام‌گیرنده اولیه) کماکان به قوت خود باقی خواهدماند.
- ۲- برای مبتکر عملیات در مورد اصل وام انتقال یافته (یا بخشی که منتقل شده است)، پس از انتقال، هیچگونه منافی باقی نمی‌ماند، در ضمن شرکت خریدار وام‌ها حق رجوع رسمی به فروشنده بابت زیان‌ها را ندارد.
- ۳- فروشنده وام‌های تجمیع شده هیچگونه تعهدی برای بازخرید وام‌ها ندارد. مگر تعهدی که فروشنده به صورت buy - back پذیرفته است. بدین مفهوم که چنانکه در زمان انتقال وام‌ها فروشنده تعهدی را که در رابطه با وام‌ها داده است نقض نماید باید وام‌ها را مجدداً خریداری کند. البته مبتکر عملیات می‌تواند این حق را برای خود محفوظ دارد که وام‌ها را مشروط بر اینکه کاملاً ادا شده (performing loan) باشد خریداری کند.
- ۴- مبتکر عملیات باید برای بانک مرکزی انگلستان این اطمینان را ایجاد کند که وی برای شرکت خریدار اطلاعیه‌ای ارسال نموده مبنی بر اینکه وی هیچگونه تعهدی برای خرید وام‌ها یا جبران زیان‌هایی که SPV متحمل شده است ندارد و SPV نیز به نداشتن تعهد وی اذعان نموده است.
- ۵- شرایط مستند انتقال وام به این ترتیب است که چنانکه وام‌های رهنی مجدداً زمان‌بندی شوند یا مجدداً تحت مذاکره قرار گیرند صرفاً شرکت خریدار وام‌ها (SPV) تابع شرایط تجدید زمان‌بندی یا مذاکره مجدد قرار خواهدداشت و از این بابت مسئولیتی متوجه مبتکر عملیات نخواهدبود.
- ۶- زمانی که پرداختها از طریق مبتکر عملیات انجام می‌شود هیچگونه مسئولیتی برای تامین وجوهی که می‌بایست به SPV شرکت خریدار وام‌ها پرداخت شود، متوجه مبتکر عملیات نیست. مبتکر عملیات، صرفاً پس از دریافت وجوه از وام‌گیرندگان آن را به شرکت خریدار وام‌ها پرداخت خواهدنمود. چنانکه مبتکر عملیات، داوطلبانه براساس پیش‌بینی

پرداختهای وام‌گیرنده، وجوه را به شرکت خریدار پرداخت نماید. در صورت نکول وام‌گیرنده شرکت خریدار (SPV) موظف است نسبت به بازیافت وام اقدام نماید. علاوه بر شش مورد مذکور در فوق، بانک مرکزی انگلستان شرایط ذیل را مقرر نموده و بانکی که ارائه دهند خدمات مربوط به این عملیات است باید این شرایط را تامین کند تا اطمینان حاصل شود که نقش چنین بانک‌هایی صرفاً عاملیت است.

۷- بانک مرکزی انگلستان انتظار دارد که ارائه‌دهندگان خدمات Securitization در جایی که سهل‌انگاری انجام گرفته است شواهدی ارائه نمایند تا حساب‌برسان و مشاوران قانونی اطمینان حاصل نمایند که شرایط طرح، آنان را از هر مسئولیتی نسبت به سرمایه‌گذاران مصون می‌سازد.

۸- ارائه‌دهنده خدمات مربوط به عملیات Securitization باید ثابت کند که اقدامات احتیاطی لازم را انجام داده و این اطمینان را ایجاد کند با ارائه این خدمات هیچگونه مسئولیتی متوجه او نیست. یا مجبور به تحمل ضررهای ناشی از طرح یا سرمایه‌گذاران نمی‌باشد. ارائه بخشنامه‌های این عملیات باید بسیار روشن و خالی از ابهام باشد تا مبتکر عملیات یا خریدار دارایی‌ها به پشتوانه این ابهامات نتواند زیان پرتفوی را موجه جلوه دهند.

۹- ارائه‌دهنده خدمات عملیات Securitization (یا هر موسسه دیگری که تحت نظارت بانک مرکزی است و ارائه‌دهنده خدمت بخشی از آن گروه است) نمی‌تواند دارای "سرمایه سهام\*" در هر شرکتی که به عنوان شرکت خریدار وام‌های تجمیعی ایجاد شده، باشد و نباید به هیچ شکل دیگری نیز منافع مالکانه در کنترل این شرکت (به طور مستقیم یا غیرمستقیم) داشته باشد. منظور از سرمایه سهام همه نوع سهام اعم از عادی و ممتاز است.

۱۰- نام شرکتی که به عنوان خریدار وام‌های همگن تجمیع شده (SPV) تاسیس می‌شود نباید نام ارائه‌دهنده خدمات را شامل شده و نیز نباید هیچگونه ارتباطی با آن را تداعی نماید.

---

\* share capital

۱۱- هیات مدیره شرکت خریدار وام‌های تجمیع شده (SPV) باید مستقل از ارائه دهنده خدمات باشد، البته این امکان وجود دارد که ارائه‌دهنده خدمات Securitization فقط یک عضو در هیات مدیره شرکت (SPV) داشته باشد.

۱۲- ارائه‌دهنده خدمات Securitization نباید هیچگونه هزینه‌ای در این طرح متحمل شود. البته وی می‌تواند با ارائه تضمین وضعیت اعتباری شرکت خریدار وام‌ها (SPV) را افزایش دهد.

علاوه بر این ارائه‌دهنده این خدمات می‌تواند وام بلندمدت تضمین نشده به شرکت خریدار وام‌های تجمعی (SPV) پرداخت نماید. مشروط بر اینکه این وام صرفاً پس از تسویه عملیات قابل بازپرداخت باشد. هر نوع عملیاتی تحت این سرفصل‌ها باید در ابتدای عملیات Securitization پذیرفته شود و بخشنامه‌های ارائه شده باید شفاف باشد. برای محاسبه کفایت سرمایه این اقلام باید از سرمایه کسر گردند.

۱۳- ارائه‌دهنده خدمات فروش دارایی‌های تجمعی در فعالیتهای بین‌المللی نمی‌تواند هیچگونه ضرری از محل تغییرات نرخ بهره در این طرح متحمل شود. البته ارائه‌دهنده این خدمات می‌تواند با شرکت خریدار وام‌های تجمیع شده، توافقهایی سوابق نرخ بهره را انجام دهد. در این مورد باید برای زیان‌های موقتی غیرمترقبه ناشی از تاخیرهای عادی اجرایی مربوط به تغییرات نرخهای رهن، که به محض وقوع می‌بایست توسط ارائه‌دهنده خدمات تامین شود، ذخیره کافی منظور نماید.

۱۴- یک ارائه‌دهنده خدمات Securitization نمی‌تواند یک شرکت خریدار وام‌های تجمعی یا عملیاتی را (بجز شرایط منظور شده در ماده ۱۲) تامین مالی کند و به ویژه او نمی‌تواند موقتاً یک عملیات را برای جبران کمبودهای نقدینگی ناشی از تاخیر پرداختها یا عدم پرداخت وام‌هایی که توسط او اداره می‌شود، تامین مالی کند.

۱۵- یک ارائه‌دهنده خدمات نمی‌تواند این اختیار را داشته باشد که وام‌ها را بازخرید (یا تامین مالی مجدد) نماید. مگر در موردی که پرتفوی وام به کمتر از ۱۰ درصد حداکثر ارزش آن کاهش یابد. این اختیار نیز صرفاً در مورد وام‌های جاری (performing loans) وجود خواهد داشت.

#### ۸- مباحث حقوقی در خصوص انتقال دارایی‌ها:

اولین گام برای انجام عملیات Securitization فروش دارایی‌های همگن و انتقال آن‌ها از یک شرکت مبتکر این عملیات به شرکت خریدار این وام‌ها تحت عنوان SPV است. از نظر تئوری این کار می‌تواند از دو طریق انجام گیرد.

۱- تبدیل تعهد قدیم به تعهد جدید (Novation)

۲- واگذاری یا انتقال قانونی (assignment)

#### • تبدیل تعهد قدیم به تعهد جدید

متضمن جایگزینی قرارداد اصلی بین مبتکر عملیات و مشتری آن با یک قرارداد جدید بین مشتری و SPV است. اگرچه احتمالاً این روش ممکن است براساس مقررات حاکم بر هیچ کشوری ممنوعیت نداشته باشد ولی در مجموع می‌تواند غیرعملی باشد. این عملیات با پرتفوی حجیمی سروکار دارد و اغلب، مبتکران عملیات خواهان این هستند که در مورد رابطه آن‌ها با مشتریانشان مداخله‌ای وجود نداشته باشد. نتیجتاً انتقال، عموماً از طریق واگذاری یا فروش انجام می‌شود.

#### • واگذاری

در اسنادی که این دارایی‌های رهنی متکی به آن‌هاست نباید هیچگونه ممنوعیتی در مورد واگذاری این دارایی‌ها وجود داشته باشد. علاوه بر این، این دارایی‌ها براساس قوانین و مقررات حاکم بر کشور، باید خود از ظرفیت واگذاری برخوردار باشند.

این نکته که آیا مبتکر عملیات با موافقت یا بدون موافقت وام‌گیرنده بتواند حقوق خود را در رابطه با این دارایی‌ها به SPV منتقل کند یک مساله اساسی است که در این عملیات مطرح است. لازم است مبتکر عملیات این اطمینان را حاصل کند که شرایط حاکم بر دارایی‌های رهنی این اجازه را می‌دهد که آن‌ها به راحتی منتقل شوند. شرایط نوشته شده در قرارداد بعضی از وام‌های رهنی هیچگونه اشاره‌ای به فروش آن‌ها ندارد. اگر شرایط قرارداد درباره واگذاری آن مسکوت باشد حقوق مبتکر عملیات قابل واگذاری است. البته شرایطی، که تحت آن مبتکر عملیات از فروش دارایی‌ها، بدون کسب موافقت وام‌گیرنده منع می‌شود. جای تامل و بحث وجود دارد.

اگر شرایط حاکم بر دارایی‌ها متضمن تعهداتی از جانب مبتکر عملیات است این تعهدات به طور کلی بدون موافقت وام‌گیرندگان نمی‌توانند به SPV منتقل شوند.

در بعضی از کشورها نگرانیها صرفاً قانونی و حقوقی نیست. مثلاً در انگلستان تعدادی از وام‌دهندگان رهنی، داوطلبانه یک تعهد قانونی مربوط به Securitization در رابطه با رهن‌ها را ارائه می‌نمایند. چنانکه دارایی‌های رهنی نرخ بهره متغیری داشته باشند ساختار Securitization می‌تواند انعطاف‌پذیر باشد تا نرخ بهره را در سطحی که مناسب باشد تعیین کند و هزینه‌های SPV یعنی تامین هزینه بهره اوراق بهادار و سایر هزینه‌های آن در هر لحظه را تامین نماید.

پس از اینکه قانونی بودن انتقال دارایی‌ها محرز گردید باید بررسی شود که این دارایی‌ها چگونه

به SPV شرکت خریدار وام‌های رهنی تجمیعی فروخته شود:

• انتقال برابر\* و قانونی

• پیش آگهی

• انتقال برابر و قانونی:

در کشورهایی که مقررات حاکم بر آن‌ها تفکیک مالکیت قانونی و مالکیت منافع را به رسمیت می‌شناسند. شرکت خریدار وام‌های رهنی SPV می‌تواند حق مالکیت قانونی دارایی‌های مربوطه را از

\* equitable transfer

مبتکر عملیات بدست آورد یا می تواند فقط حق مالکیت سهام را کسب کند. این روش بیشتر رایج است که دارایی‌ها صرفاً از نظر سهام به شرکت خریدار وام‌ها منتقل شوند.

برای اینکه در شرایط خاص مثل ورشکستگی مبتکر عملیات، حق مالکیت خریدار وام‌های رهنی تقویت شود می توان شرطی نیز به قرارداد افزود. اگرچه انتقال برابر\* این دارایی‌ها در بیشتر کشورها از حق مالکیت قانونی کامل، از امنیت کمتری برخوردار است ولی بازار، به ویژه موسسات رتبه‌بندی حاضرند بپذیرند که با توجه به ساختار غیرعادی یک عملیات Securitization و رابطه بین مبتکر عملیات و SPV مخاطرات عملی که SPV با پذیرش انتقال برابر قبول می کند معمولاً ناچیز است.

#### • پیش آگهی:

در شرایط عادی، معقول این است که کسی که به طور قانونی یا منصفانه یک دارایی را به خود منتقل می کند طی یک اطلاعیه به وام‌گیرنده، مساله انتقال دارایی را اطلاع می دهد. خطر اصلی این است که اگر این اطلاعیه به وام‌گیرنده داده نشود و وی به بازپرداخت وام به مبتکر عملیات ادامه دهد، در صورتی که مبتکر عملیات این پرداختها را به SPV منتقل نکند، وام‌گیرنده تعهدی برای پرداخت مجدد آن وام نخواهد داشت. البته اصولاً چنانکه مبتکر عملیات مرتکب اختلاس یا اشتباه نشده باشد وقوع این مساله بعید است.

در پی بررسی جزئیات فرآیندها و سیستم‌های اجرایی مبتکر عملیات، موسسات رتبه‌بندی حاضرند قبول کنند که هیچ طرفی در این عملیات مرتکب اختلاس نمی شود.

در بعضی از کشورها دادن اطلاعیه مذکور به وام‌گیرنده جزء تشریفات لازم در انتقال انواع دارایی‌هاست ولی در بیشتر سیستم‌های اروپایی فروش وام‌ها با یک قرارداد ساده مجاز است. البته در صورت ورشکستگی مبتکر عملیات، روش مطلوب آن است که اطلاعیه واگذاری به وام‌گیرنده ارائه شود.

## ۹- روشهای متداول برای ایمن‌سازی تامین مالی سازمان یافته Securitization

### • وثیقه تضمینی

شرکت خریدار وام‌های همگن تجمیع شده، برای ایجاد اطمینان در مورد اجرای تعهدات خود در برابر سرمایه‌گذاران و اوراق بهاداری که صادر نموده و به آنان فروخته است، یک وثیقه تضمینی (security) در مورد دارایی‌های مذکور به نفع یک شرکت امین و برای صاحبان اوراق بهادار یا وام‌دهندگان بانکی و سایر شرکت‌کنندگان در عملیات ایجاد می‌کند.

عموماً وام‌ها یا تضمین شده هستند یا فاقد تضمین می‌باشند. چنانکه تضمین شده نباشند تضمینی که روی بسته وام‌ها (package) ارائه می‌شود همه آن‌ها را پوشش می‌دهد. علاوه بر این شرکت خریدار، حسابهای بانکی خواهدداشت و با مانده نقد آن، سرمایه‌گذارهای دیگری انجام می‌دهد که می‌تواند ایمنی عملیات را افزایش دهد. ولی در این عملیات اسنادی وجود دارند که به افزایش بیشتر ایمنی SPV کمک می‌کنند از آن جمله:

- تضمین‌هایی که در رابطه با دارایی‌های رهنی توسط شرکت خریدار از مبتکر عملیات دریافت نموده و نیز تعهد بازخرید دارایی‌هایی که با این تضمین‌ها انطباق ندارند.
  - تعهدات مبتکر عملیات در رابطه با اداره پرتفوی دارایی.
  - هر نوع وام تضمین شده یا تسهیلات دیگری که توسط وجه نقد یا اعتبار عملیات تضمین می‌شوند.
  - بیمه‌نامه‌های شرکت‌های بیمه.
- کلیه منافع شرکت خریدار وام‌های تجمیع شده به منظور ایمنی عملیات به امین منتقل خواهدشد.

### • تشریفات:

در رابطه با کلیه تضمین‌ها، لازم است بررسی شود که تشریفات لازم برای ایجاد هر نوع تضمین در هر کشور با توجه به مقررات آن چیست؟ مثلاً در انگلستان تحت یک محدوده زمانی باید هزینه‌های قابل ثبت مراحل قانونی خود را طی نمایند. اگر یک تضمین ثبت نشود، بی اعتبار است.



• مقررات حاکم بر هر کشور:

در عین حال که مقرراتی که حاکم بر وام‌های اعطایی است، باتوجه به محل نگهداری آن وام‌ها تعیین می‌شود. این امکان وجود دارد عملیات به نحوی طراحی شود که وثیقه‌ای که برای این وام‌های تجمیعی ارائه می‌گردد تحت مقررات یک کشور خارجی قرار داشته باشد که از قابلیت اصلاح بیشتری برای ارائه تضمین لازم به سرمایه‌گذاران برخوردار باشد. در مورد انتخاب چنین کشوری ضروری است این اطمینان حاصل شود که اگر زمانی لازم باشد که سرمایه‌گذاران وثیقه خود را به اجرا گذارند و اقدامی علیه اعتباردهندگان مورد نظر در کشور اصلی وام‌ها انجام دهند. دادگاه آن کشور اعتبار حقوق سرمایه‌گذاران را به رسمیت بشناسد. این مساله ضروری است که عملیات به نحوی سازمان داده شود که انتقال وام‌های خارج از حوزه مقرراتی کشور میزبان نسبت به یک کشور خارجی که از نظر تضمین‌پذیری اصلاح‌پذیرتر است، با هیچ محدودیتی مثل قوانین مالیاتی و مقررات کنترل مبادله مواجه نباشد.

۱۰- ناتوانی شرکت خریدار وام‌ها برای پرداخت بدهی‌ها

اوراق بهاداری که برای تامین مالی از طریق Securitization برای عرضه به عموم مطرح است و شرکت صادرکننده این اوراق از موسسات رتبه‌بندی اعتباری رتبه‌ای دریافت می‌دارند که اوراق صادره وی را در محدوده رتبه‌های خوب با صرفه اقتصادی برای سرمایه‌گذاری قرار می‌دهد، بیانگر این مفهوم است که عملیات مذکور به نحوی سازمان یافته است که خطر ورشکستگی شرکت خریدار وام‌های تجمیعی اساساً صفر است.

بهر حال موسسات رتبه‌بندی باید اطمینان حاصل کنند که فروش دارایی‌های رهنی به شرکت خریدار وام‌های تجمیعی و اعطای وثیقه تضمینی برای این دارایی‌ها به نفع شرکت امین، در صورتی که براساس قوانین محلی ورشکستگی، شرکت مبتکر عملیات مجبور به تصفیه گردد، شرکت خریدار وام‌ها (SPV) را در معرض خطر قرار نمی‌دهد.

۱۱- ورشکستگی شرکت خریدار وام‌ها یا ورشکستگی مبتکر عملیات و اثرات هر یک بر عملیات

وضعیت مالی شرکت خریدار وام‌ها SPV باید از طریق تطبیق دارایی‌های اصلی آن (که عبارتست از اصل وام‌ها و درآمد حاصل از دارایی‌های تجمیع شده) و بدهی‌های آن (که عبارتست از تعهدات وی به دارندگان اوراق بهادار) کاملاً متوازن گردد در سراسر عمر اوراق بهادار، سایر بدهی‌های شرکت خریدار SPV، مانند کارمزد اجرا و کارمزد امین باید حداقل با بهره جاری حاصل از دریافتی‌ها منطبق باشد. به عبارت دیگر باید دقت شود که ساختار عملیات شرکت خریدار وام‌ها، وی را به سوی ورشکستگی سوق نمی‌دهد.

علاوه بر این موسسات رتبه‌بندی مقرر می‌کنند که شرکت خریدار وام‌های تجمیع شده باید توانایی پرداخت بدهی خود را داشته باشد و نباید در معرض بدهی‌های شخص ثالث خارج از ساختار عملیات قرار داشته باشد. به همین دلیل است که SPV از داشتن هر نوع مابملک، کارکنان و نیز عملیاتی بجز آنچه که کاملاً با ساختار Securitization منطبق است منع شده است و توصیه می‌شود که برای فروش مجموع دارایی از شرکت خریدار SPV مجزایی استفاده شود.

در ضمن ساختار عملیات باید این اطمینان را ایجاد کند که جریان نقد شرکت خریدار به هر دلیل، که حتی ممکن است اصولاً به عملیات ارتباطی نداشته باشد، قطع نخواهد شد. وجهی نیز که بابت شروع عملیات به صورت یک وام تضمین نشده توسط مبتکر عملیات به SPV پرداخت می‌گردد، صرفاً زمانی قابل پرداخت خواهد بود که سرمایه‌گذاران وجوه خود را دریافت نموده باشند.

این مساله برای شرکت خریدار وام‌های تجمیعی SPV بسیار ضروری است که شرکت خریدار دارایی‌ها از خطر ورشکستگی طرفهای دیگر عملیات، به ویژه مبتکر عملیات مصون باشد. نگرانی اصلی این است که اگر مبتکر عملیات مشمول انحلال یا مسائلی مانند اقامه دعوی گردد یک مسئول تصفیه یا هر فرد دیگری با مسئولیت مشابه، این امکان را بیابد که بعضی از حقوق شرکت SPV نسبت به شرکت مبتکر عملیات را متزلزل نماید.\* چنانکه در پیش نیز توضیح داده شد جریان وجوه از دارایی‌های رهنی، به مبتکر عملیات به عنوان مجری عملیات پرداخت می‌شود و وی هم با فواصل زمانی مناسب

\* anti avoidance

می‌بایست این وجوه را به حساب SPV پرداخت نماید. تا زمانی که لازم است این روند ادامه داشته باشد، خطر ناتوانی پرداخت بدهی نسبت به وامدهی متقابل وجوهی که توسط مبتکر عملیات نگه‌داری می‌شود، وجود دارد. به همین دلیل است که همیشه لازم است این اطمینان حاصل شود که فروش دارایی‌ها به شرکت خریدار دارایی‌ها، SPV، یک فروش واقعی است (true - sale) در غیراینصورت یک شق دیگر که روش نامطلوبی هم به شمار می‌رود اینکه فروش دارایی‌ها به عنوان وامی محسوب شود، که به میزان ارزش خرید دارایی‌ها توسط SPV به مبتکر عملیات پرداخت گردیده و در این حالت دارایی‌های رهنی، در صورت ورشکستگی یا تصفیه مبتکر عملیات، با اهداف قانونی یا اهداف ترازنامه، به صورت بخشی از مایملک مبتکر عملیات محسوب خواهد شد.

دارایی‌هایی که توسط شرکت خریدار دارایی‌ها SPV، از مبتکر عملیات خریداری می‌گردد نمی‌بایست به دلیل اینکه به قیمت پایین ارزش‌گذاری شده است از اولویت بازپرداخت برخوردار باشد (زیرا به این مفهوم است که با ورشکستگی مبتکر عملیات این دارایی‌ها کنار گذاشته خواهند شد). عموماً این نوع مقررات تنزل حقوق دارای دوره زمانی خاصی هستند، که طی این دوره که عموماً دو سال است، چنین خطری متوجه تعهدات می‌گردد. ولی در کشور اسپانیا هر بار که مبتکر عملیات اعلام ورشکستگی نماید چنانکه دادگاه متقاعد گردد که ورشکستگی به طور واقعی تحقق یافته اجازه می‌دهد که تاریخ ورشکستگی (بدون هیچگونه محدودیتی) به گذشته برگردانده شود. اگر دادگاه تاریخ ورشکستگی را زمان قبل از زمان فروش دارایی‌ها به SPV تعیین کند، در این صورت فروش این دارایی‌ها و هر عملیاتی که در پی ورشکستگی انجام گرفته باشد باطل تلقی شده و لغو می‌گردد.

فهرست مأخذ:

**Euromoney/DC Gardner Workbook, Practical Introduction To Securitization:**

- ١- **Introduction and the Issuers' Perspective.**
- ٢- **The Rating Agency Approach to Credit Risks.**
- ٣- **Credit Enhancement And Cash Flow Analysis.**
- ٤- **Structural Risks And Innovations.**
- ٥- **Legal And Regulatory Considerations.**
- ٦- **Tax And Accounting Issues.**