



به نام آنکه جان را فکرت آموخت

تأمین مالی ساختاریافته از طریق مدیریت دارایی ها

پانزدهمین همایش سیاستهای توسعه مسکن در ایران
آذر ماه ۱۳۹۴

محمد هاشم بت شکن



بانک مسکن

بانک مسکن

تأمین مالی مگا پروژه ها

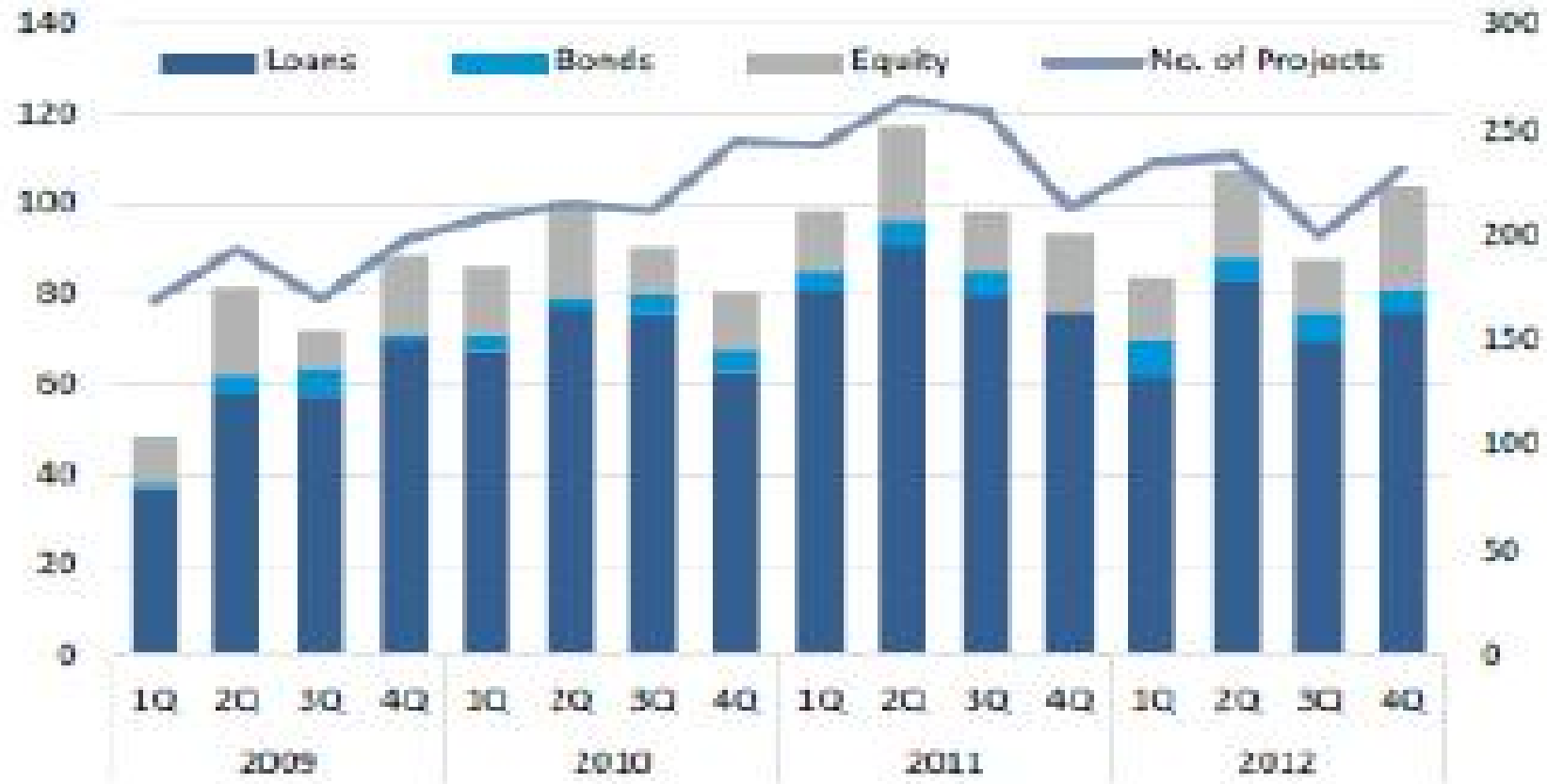
سرمایه تودיעی سهامداران (Equity)

وام و خطوط اعتباری بانکی (Bank loan and credit line)

اوراق بدهی (Debt Securities)

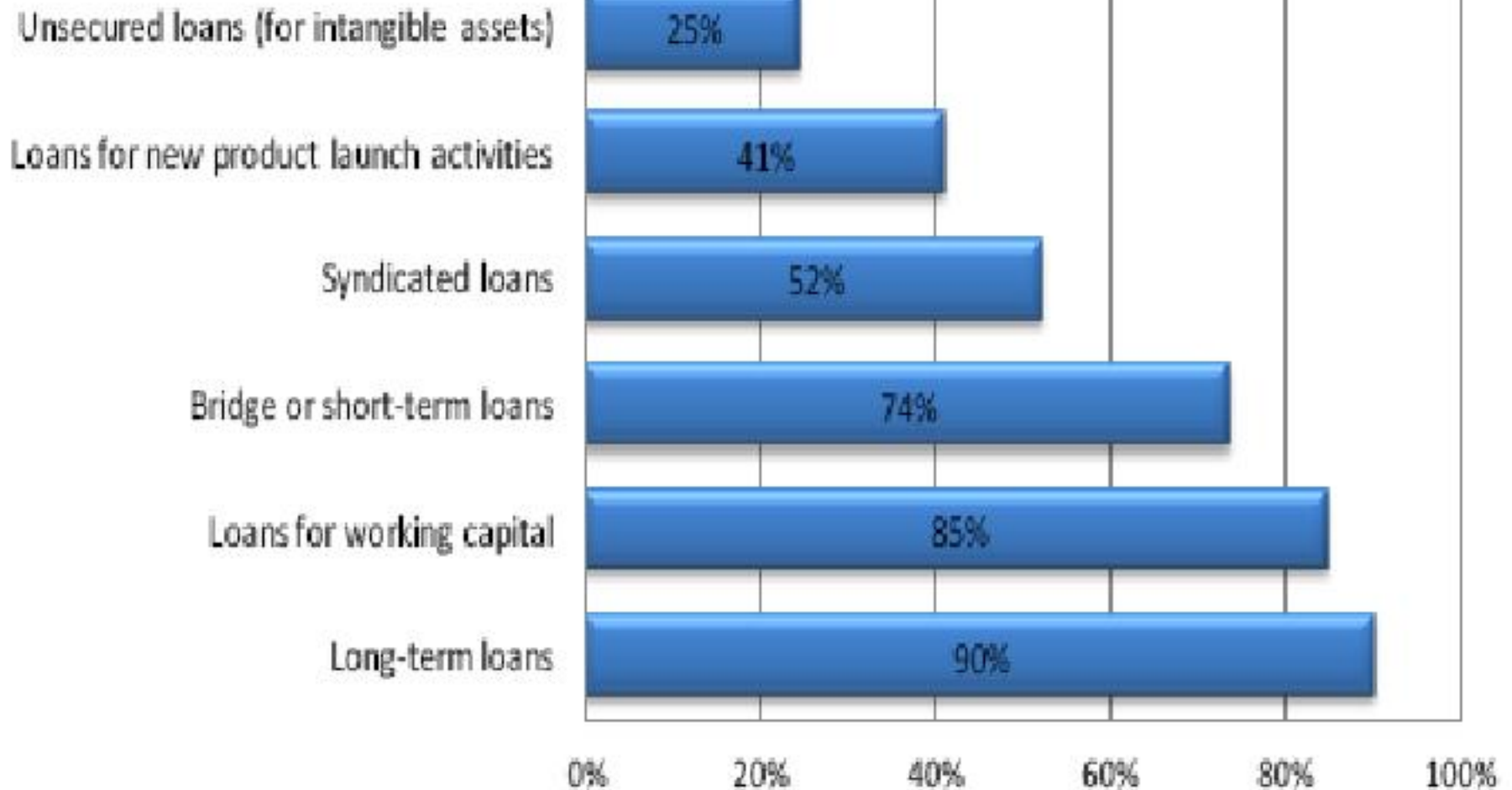
منابع نهادهای بین المللی (Multilateral Agencies)

Figure 16. Global Project Finance Volume \$Bn



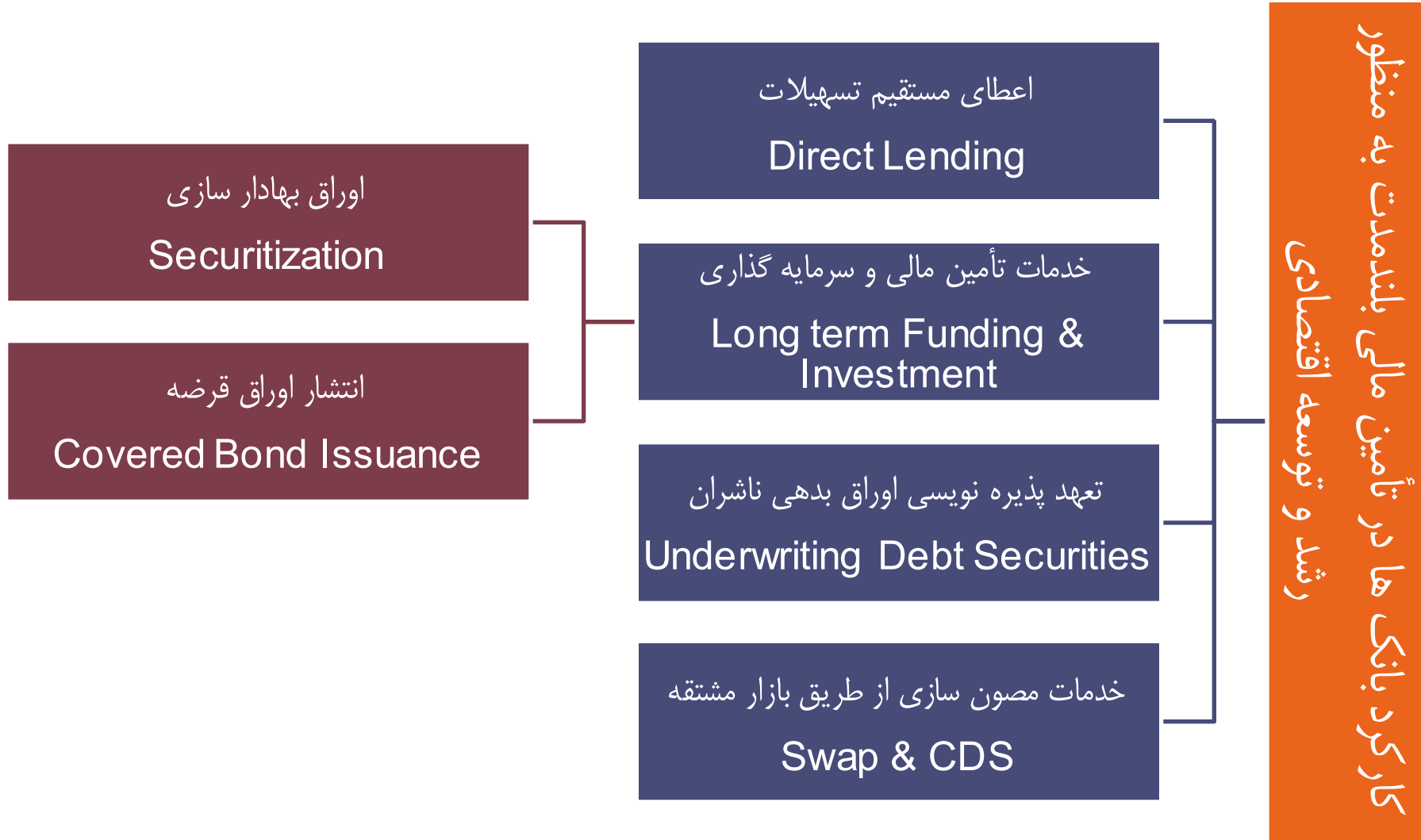
Source: Dealogic Global Project Finance.

محصولات اعطای وام برحسب سررسید توسط بانک های توسعه ای



Source: World Bank, Feb ۲۰۱۲

نگاه بین المللی در خصوص نقش آفرینی بانک ها



بستر حقوقی تأمین مالی پروژه ها

الف) قانون احداث پروژه های عمرانی بخش راه و ترابری از طریق مشارکت بانک ها و سایر منابع مالی و پولی کشور:

○ «وزارت راه و ترابری اجازه داده می شود تأمین منابع مالی و اجرا طرح ها و پروژه های عمرانی بخش راه و ترابری را به شرکت و یا شرکت هایی که به همین منظور با مشارکت **بانک های کشور** و شرکت ها و مؤسسات و اشخاص حقیقی و که طبق اساسنامه و قوانین مربوط مجاز به سرمایه گذاری و مشارکت می باشند و **سایر منابع پولی و مالی کشور** تأسیس می شوند، واگذار نماید».

ب) آیین نامه اجرایی قانون احداث پروژه های عمرانی بخش راه و ترابری از طریق مشارکت بانک ها و سایر منابع مالی و پولی کشور - ۱۳۹۴

○ بند ۱ ماده ۱: منابع مالی وجوهی است که به صورت **آورده نقدی** سهامداران شرکت، **تسهیلات دریافتی** یا **تعهد شده از بانک ها** یا مؤسسات سرمایه گذاری، **وجوه ناشی از فروش سهام پروژه** یا **فروش صکوک و سایر ابزارهای مالی** تأمین می شود.

○ ماده ۲: وزارت در اعمال اختیارات حاصل از قانون در واگذاری طرح یا پروژه به شرح زیر عمل می کند:

الف- **روش اول: تأمین مالی، اجرا، بهره برداری و انتقال**

ب- **روش دوم: تأمین مالی، اجرا، اجاره و انتقال**

○ تبصره- در قرارداد به روش (ب)، طرح عمرانی یا پروژه پس از احداث به صورت اجاره به شرط تملیک در اختیار وزارت قرار می گیرد.

بستر حقوقی تأمین مالی پروژه ها

▪ (ج) بند ۱ ماده ۱۴ قانون سازماندهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن (مصوب ۱۳۸۷)

○ ایجاد بازار رهن ثانویه، انتشار اوراق مشارکت به پشتوانه تسهیلات رهنی، راه اندازی شرکتهای تأمین سرمایه در حوزه مسکن، انتشار اوراق مشارکت و سایر ابزارهای مالی اسلامی مانند صکوک و استصناع با سررسیدهای مختلف و استفاده از صندوقهای سرمایه گذاری مشترک در داخل و یا خارج

▪ (د) قانون حمایت از احیاء، بهسازی و نوسازی بافتهای فرسوده و ناکارآمد شهری (مصوب ۱۳۸۹)

○ در تبصره دوم از ماده ۷ این قانون تصریح می شود که طرق مختلف تأمین منابع مالی اجراء این ماده و سایر مفاد قانون اعم از راه اندازی نهادهای تأمین سرمایه، انتشار اوراق مشارکت، جلب مشارکت سرمایه گذار خارجی یا داخلی، ایجاد صندوقهای توسعه سرمایه گذاری غیردولتی و راه اندازی شرکتهای سهام پروژه غیردولتی و نظایر آن به موجب آئین نامه ای است که توسط وزارتخانه های مسکن و شهرسازی، کشور و امور اقتصادی و دارایی حداکثر ظرف سه ماه پس از تصویب این قانون در چهارچوب قوانین بودجه و برنامه توسعه، تنظیم می شود و به تصویب هیأت وزیران می رسد. ایجاد صندوقهای توسعه سرمایه گذاری دولتی و راه اندازی شرکتهای سهام پروژه دولتی منوط به تصویب مجلس شورای اسلامی است.

بستر حقوقی تأمین مالی پروژه ها

▪ (ه) آیین نامه تبصره ۲ ماده ۷ قانون احیاء، بهسازی و نوسازی بافت های فرسوده و ناکارآمد شهری

○ ماده ۲- شورای پول و اعتبار و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران اقدامات لازم را مطابق قوانین و مقررات مربوط برای تأسیس و راه اندازی صندوق پس انداز مسکن، مؤسسه تسهیلات و پس انداز مسکن، اوراق گواهی حق تقدم استفاده از تسهیلات مسکن، حساب امین و گواهی سپرده را انجام می دهد.

○ ماده ۳- شورای عالی بورس و اوراق بهادار و سازمان بورس و اوراق بهادار مکلفاند در حدود قوانین و مقررات، ظرف نه ماه با پیشنهاد وزارت امور اقتصادی و دارایی شرایط تأسیس ابزارها و نهادهای مالی جدید و تسهیل در بهره گیری از ابزارها و نهادهای موجود موضوع بندهای (۹) الی (۲۰) ماده (۱) **{گواهی سپرده، شرکت تأمین سرمایه در حوزه مسکن، صندوق های سرمایه گذاری نیکوکاری در بافت فرسوده، صندوق سرمایه گذاری زمین و ساختمان، صندوق سرمایه گذاری تملک و تنظیم مجدد قطعه بندی زمین، شرکت سهامی پروژه ساختمانی، صندوق سرمایه گذاری مستغلات، اوراق سرمایه گذاری متری، اوراق قرض الحسنه بهسازی شهری ایران، اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق سفارش ساخت (صکوک استصناع)}** به ویژه در حوزه

خدمات مالی (در حوزه مسکن و زیرساختها)

خدمات مالی غیر بانکی

بازار سرمایه
و بیمه

خدمات مالی بانکی

بازار پول

تامین مالی بخش مسکن و زیرساختها از طریق بازار سرمایه

ابزارها

صکوک اجاره

اوراق سفارش ساخت

MBS - اوراق رهنی

اسناد خزانه اسلامی

نهادها

تامین سرمایه تخصصی

صندوقهای زمین و ساختمان

شرکت مدیریت دارائی ها

صندوق سرمایه گذاری

تامین مالی (در حوزه مسکن و زیرساخت)

ارائه راهکار جامع

Total Solution Method

ارائه راه حل جامع و نوآورانه متناسب با مقتضیات

اتکا به ظرفیت های اقتصادی

طیف مشتریان محدود و خدمات مالی منعطف و پیچیده

شرکت ها و طرح های بزرگ

تأمین مالی ساختار یافته

ترکیب تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار(نظیر مشارکت، اجاره، استصناع و...)، تسهیلات سندیکایی، صندوق زمین و ساختمان، صندوق املاک و مستغلات، سهام پروژه ، گواهی سپرده خاص، خدمات امانی، مدیریت دارایی ها و مشارکت عمومی و خصوصی

متعارف

Conventional Method

تسهیلات بانکی، افزایش سرمایه و انتشار محدود برخی اوراق

اتکا به منابع مالی درونی

طیف مشتریان انبوه و خدمات مالی استاندارد و ساده

افراد حقیقی و حقوقی

صندوق پس انداز مسکن ساخت، صندوق پس انداز مسکن یکم، سپرده ممتاز و اوراق حق تقدم، صندوق پس انداز جوانان، تسهیلات ساخت به اتکاء حساب جاری، تسهیلات ساخت با حساب های تعهدی، اعتبار در حساب جاری، خرید دین و

مشتری مداری

راهکار محوری

Solution Oriented

محصول محوری

Product Oriented

شرکتها و طرح های بزرگ

خلق راهکارهای متنوع بانکی و مالی برای طرح های ویژه

شرکت های ساختمانی

ارائه خدمات گسترده به کسب و کارها

افراد حقیقی

عرضه محصولات عمومی برای مشتریان پر تعداد

محصولات، خدمات و راهکارها

شرکت ها و طرح های بزرگ

تأمین مالی ساختار یافته شامل:
خدمات مدیریت دارایی
تأمین مالی پروژه
تسهیلات سندیکایی
انتشار اوراق مشارکت
تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه
خدمات مشاوره تأمین مالی
صندوق زمین و ساختمان
سهام پروژه
صندوق سرمایه گذاری مستغلات
اوراق سرمایه گذاری متری
انتشار اوراق بهادار مالی
مشارکت عمومی - خصوصی

شرکت های ساختمانی

تسهیلات ساخت به اتکاء حساب جاری
تسهیلات ساخت با حساب های تعهدی
گواهی سپرده خاص
اعتبار در حساب جاری
خرید دین
خدمات امانی

افراد حقیقی

صندوق پس انداز مسکن ساخت
صندوق پس انداز مسکن یکم
سپرده ممتاز و اوراق حق تقدم
صندوق پس انداز جوانان
صندوق پس انداز مسکن

تامین مالی ساختار یافته

Structured Finance

روش های نوین قابل ارائه توسط نهادهای مالی است که برای رفع نیازهای مالی منحصربفرد شرکت ها توسعه یافته است که با تأمین مالی نسبتاً پیچیده با کاربرد اوراق و ابزارهای مالی خاص، جهت تأمین نیازهای مالی پروژه ها شناخته می شود.

این نیازهای مالی معمولاً با ابزارهای مالی موجود در بازار مرتفع نمی شوند. بازار هدف این روش تأمین مالی برای شرکت های بزرگ و طرح های خاص است. به عبارت دیگر هنر ترکیب نوآورانه از ابزارها و نهادهای مالی متناسب با مقتضیات پروژه ها است .

انتخاب مجموعه ای از دارایی ها در قالب یک سبد دارایی

طبقه بندی تعهدات مرتبط با دارایی در طبقات مختلف سرمایه گذاری

تشکیل یک نهاد قانونی خاص به منظور ایجاد ساختار مستقل و پیگیری اجرای عملیات تأمین مالی

مراحل کلی

مزایای تأمین مالی ساختاریافته

تأمین مالی دارایی های منحصر بفرد که سابقاً به روش سنتی وام گیری تأمین مالی شده یا تأمین مالی آنها امکان پذیر نبوده است

فراهم کردن انعطاف پذیری قابل ملاحظه برای ناشران در مورد ساختار سررسید، طراحی اوراق بهادار و انواع دارایی

انتقال ریسک دارایی ها یا بدهی ها جهت انجام فعالیت کسب و کار بدون متورم کردن ترازنامه

کاهش هزینه های وام گیری و حل مشکل نقدشوندگی دارایی ها

بهبود کفایت سرمایه بانک ها برای استفاده بهینه از فرصت های سرمایه گذاری

روش های تأمین مالی ساختاریافته

تأمین مالی دریافتی ها
Receivable Finance

تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی
(CMBO, CDO, MBS, ABS)

تأمین مالی لیزینگ
Leasing Finance

تأمین مالی پروژه
Project Finance

تأمین مالی کسب مالکیت
Acquisition Finance

تأمین مالی خرید سهام
Buy out Finance

وام سندیکایی
Syndication Loan

تأمین مالی دارایی
Asset Finance

مشارکت عمومی - خصوصی

Public Private
Partnership

تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی

- تأسیس شرکت با منظور خاص و انتقال دارایی های دارای جریان نقدی آتی به منظور انتشار اوراق به پشتوانه آن دارایی ها

تأمین مالی دریافتی ها

- یک نوع تأمین مالی در شرکت-هایی است که حساب-های دریافتی خود را به کسر (برابر بهره به علاوه هزینه کارمزد) یعنی به قیمتی پایین تر از آنچه که باید دریافت نمایند، به یک موسسه مالی واگذار و یا فاکتور می نمایند و در عوض آن، در مدت زمان معین و کوتاهی وجه نقد دریافت می کنند

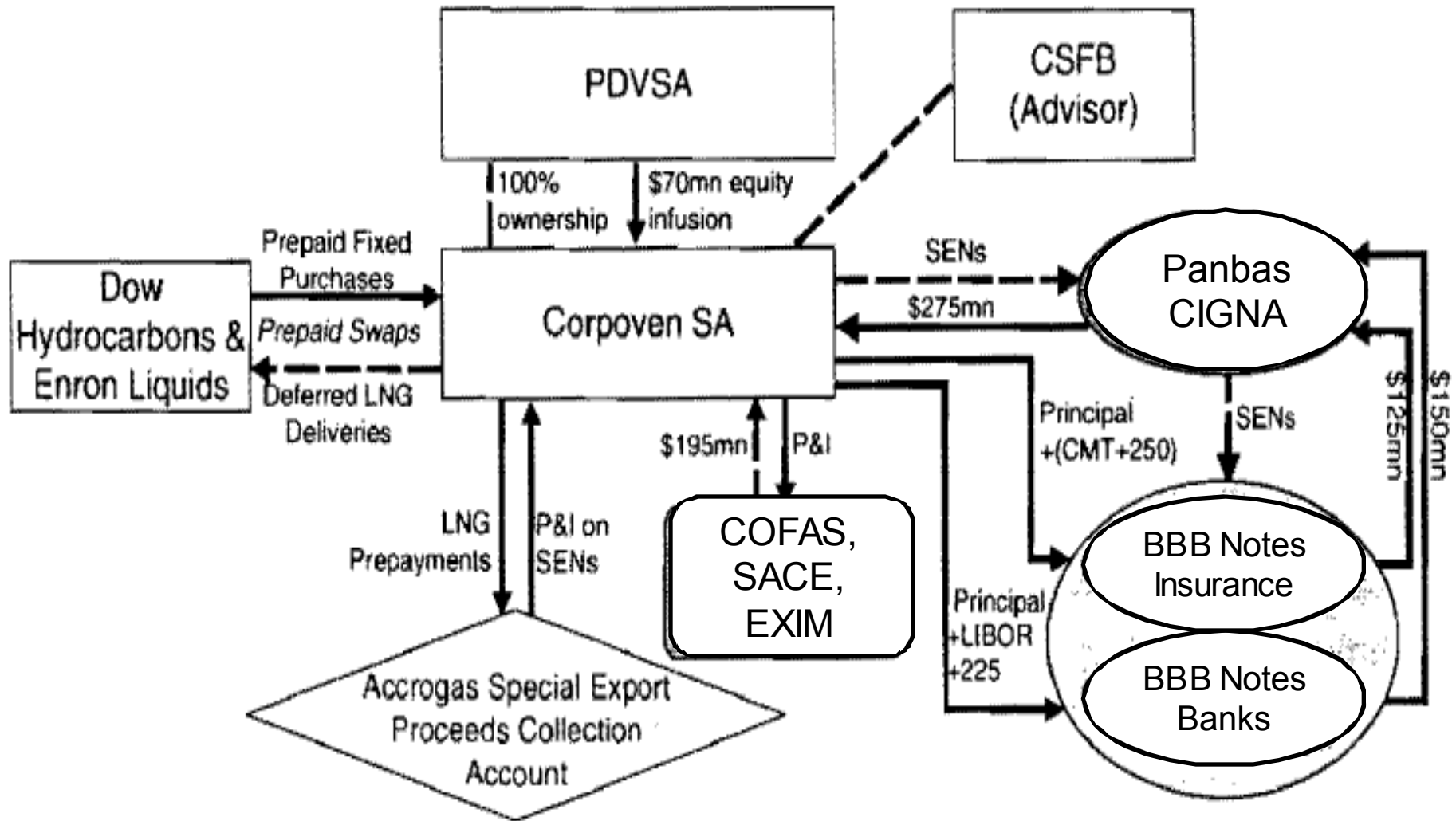
تأمین مالی لیزینگ

- شرکت های لیزینگ (موجر)، تجهیزاتی را خریداری می نمایند، معمولاً تجهیزاتی را که مستاجر انتخاب نموده است و امکان استفاده از تجهیزات توسط مستاجر برای یک دوره تعیین شده را فراهم می نماید. برای دوره لیزینگ، مستاجر پرداخت-هایی را به صورت دوره ای به موجر می پردازد که به همراه هزینه بهره تعهدی است

تأمین مالی پروژه

- تأمین مالی پروژه روش توسعه اعتبار است که جریان نقدی آتی یک پروژه به عنوان وثیقه اعتبار مذکور در نظر گرفته می شود. موسسه اس اند پی تأمین مالی پروژه را ترکیبی از **تأمین مالی ساختاریافته مبتنی بر دارایی (Asset Base Structured Finance)** و **تأمین مالی شرکتی (Corporate Finance)** تعریف می کند.
- تأمین مالی بلندمدت پروژه های زیربنایی و صنعتی **بر اساس جریان های نقدی پروژه** و نه جریان های نقدی ترازنامه بانی پروژه انجام می شود.
- تأمین مالی پروژه ای ساختار یافته می تواند به عنوان تلفیقی از دو برنامه و به شکل انتشار اوراق بهادار و مشتقات ساختاریافته برای تأمین مالی پروژه مطرح شود که به صورت متعارف شامل سه نوع زیر است:
 - اوراق بهادار سازی جریان آتی،
 - پیش پرداخت، تسویه و برنامه های پرداخت متناسب با تولید (ساخت)
 - تعهدات بدهی وثیقه دار (Collateralized Debt Obligation)
- کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و شفافیت از مزایای بارز تأمین مالی ساختار یافته پروژه است

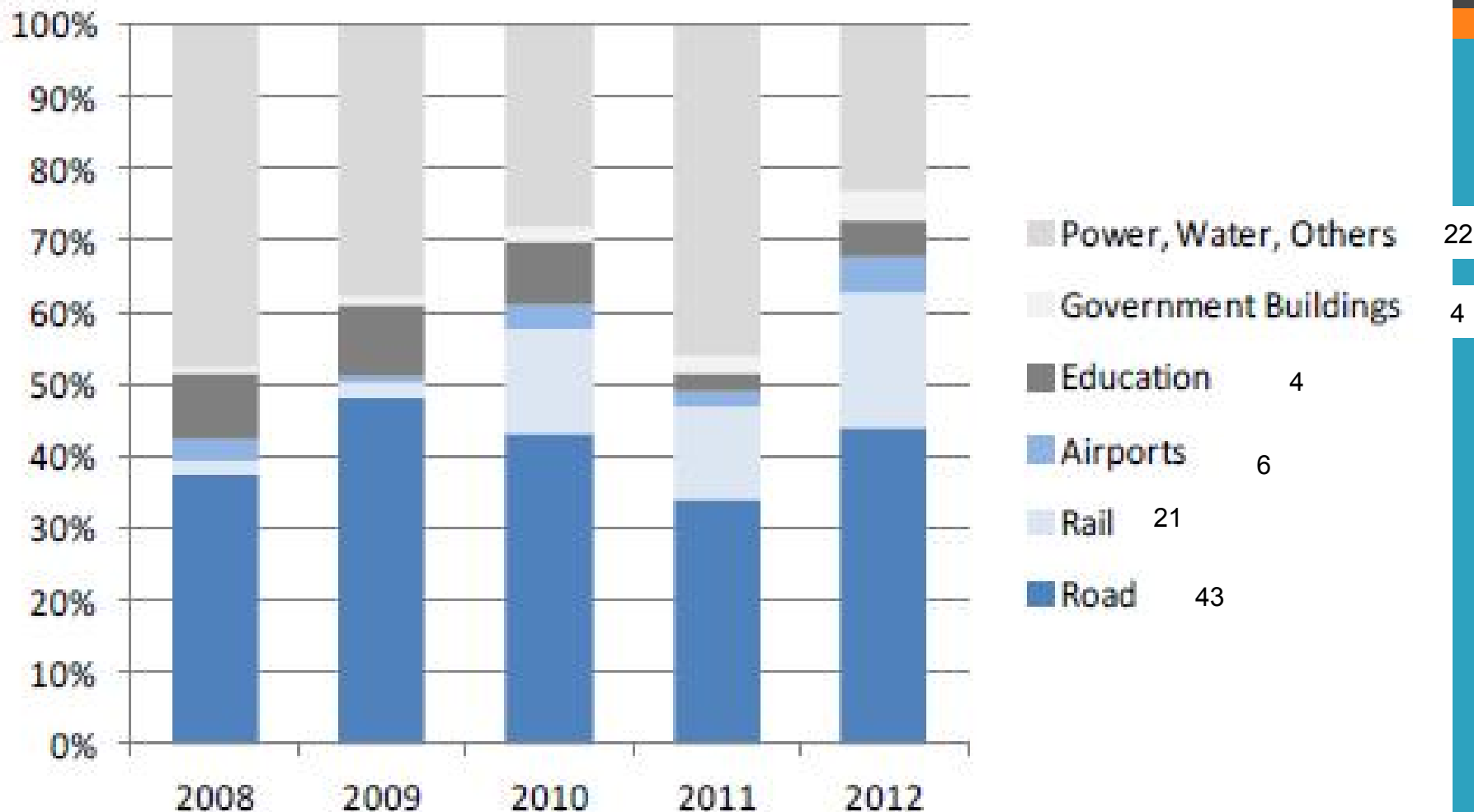
شماره‌های تأمین مالی ساختار یافته از طریق اوراق بهادار سازی جریان‌های آتی



تشریح شماتیک تأمین مالی ساختار یافته

- اوراق صادراتی تضمین شده (Secured Export Notes-SENS) یک برگه قرضه است که اصل و بهره آن به وسیله جریان آینده حاصل از حساب های دریافتی صادراتی تضمین می شود.
- در جولای ۱۹۹۳ شرکت کورپاون سا (شرکت گاز طبیعی مایع تابعه شرکت پدوسا) ونزوئلا مبلغ ۲۷۵ میلیون دلار اوراق تضمین شده صادراتی را در دو رشته با هدف تأمین منابع لازم برای توسعه مجتمع تولیدی گاز طبیعی آکروگاس انتشار داد.
- این انتشار اوراق با تزریق ۷۰ میلیون دلار از جانب حامی (PDVSAs) و ۱۹۵ میلیون دلار وام های اعتبار صادراتی توسط سه موسسه اعتبار صادراتی (کوفس فرانسه، ساچه ایتالیا و اگزیم) انجام گرفت.
- کورپاون، اوراق مذکور را با حساب های دریافتی از فروش گاز مایع را به شرکت های داو هیدروکربن و انرون لیکوئیدز تضمین کرد و ریسک قیمت بازار با استفاده از قرارداد سوآپ پوشش داده شد.
- پیش پرداخت های فروش گاز مایع در طول زمان در یک حساب ذخیره خاص به عنوان تضمین انتشار اوراق شرکت کورپاون سپرده گذاری می شد.
- اوراق منتشره شرکت شامل دو رشته متفاوت از اوراق شامل اوراق با حجم ۱۲۵ میلیون دلار با سررسید ۶.۵ ساله بود که با عاملیت فروش شرکت گیگنا به سندیکای شرکت های بیمه فروخته شد و دسته دیگر اوراق در حجم ۱۵۰ میلیون دلار با سررسید ۶ ساله و با عاملیت بانک پاریباس به سندیکای بانک ها واگذار شد. هر دو اوراق دارای درجه اعتبار BBB بودند.

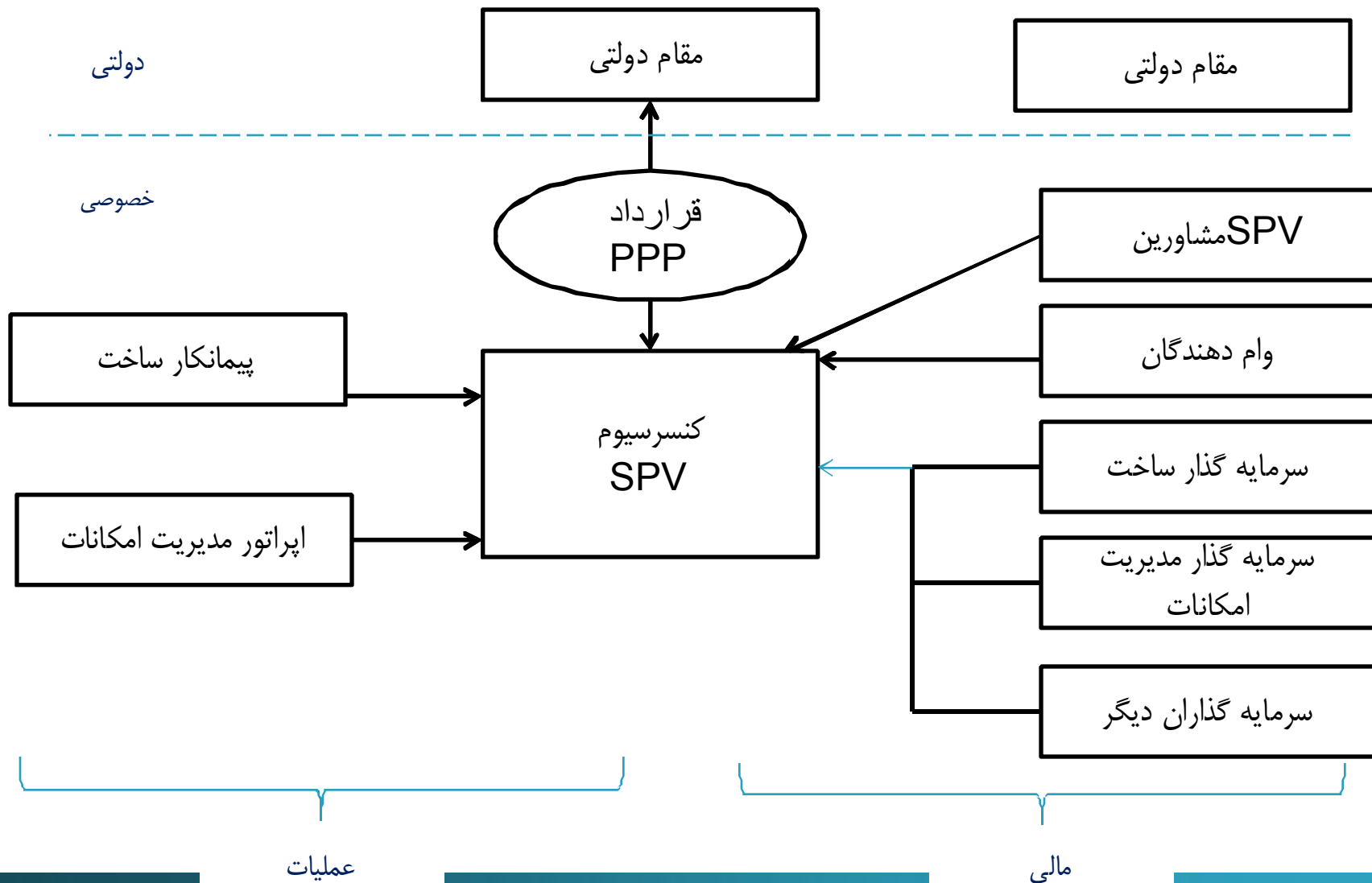
Figure 13. Infrastructure PFI/PPP Subsector Breakdown



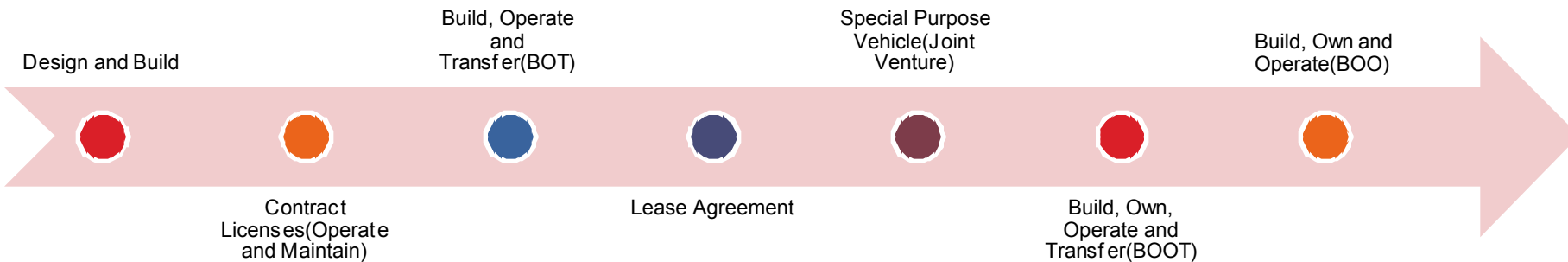
Source: Dealogic

نقش بخش های عمومی و خصوصی در پروژه های

مشارکت عمومی- خصوصی



طیف نقش آفرینی در مشارکت عمومی - خصوصی



نقش آفرینی
عمده دولت

نقش آفرینی
عمده بخش
خصوصی

افزایش مسؤلیت سرمایه گذاری بخش خصوصی

Public/Private Role in PPP Methods

PP Approach	Responsibility For Elements					
	Design	Construction	Maintenance	Operations	Financing	Ownership
Design, Build	Red	Red	Green	Green	Green	Green
Fee Base Contracting	Purple	Red	Mixture	Red	Green	Green
Construction Manager at Risk	Red	Purple	Green	Green	Green	Public
DB	Purple	Purple	Green	Green	Green	Green
DB-W	Purple	Purple	Red	Green	Green	Green
DBOM	Purple	Purple	Purple	Purple	Green	Green
DBFO	Purple	Purple	Purple	Purple	Purple	Green
BOT	Purple	Purple	Purple	Purple	Purple	Red
BOO	Purple	Purple	Private	Purple	Purple	Purple

هدف تامین مالی ساختار یافته

این روش به شرایط طرفین و اقتضای پروژه، نوع نیازها و نوع توافقات بستگی دارد و برای شرکت‌هایی که نیازهای مالی خاصی دارند که با روش‌های سنتی تأمین مالی مثل تسهیلات پاسخ داده نمی‌شود، انجام می‌گردد.

هدف تأمین مالی ساختار یافته را به طور خلاصه می‌توان «مدیریت

دارایی‌های غیربازار پذیر اما دارای ارزش اقتصادی» تعریف

کرد.

مدیریت دارایی

Asset Management

مدیریت دارایی به مجموعه‌ای از سیستم‌ها و فرآیندهای هوشمند برای نگهداری، بکارگیری و توسعه دارایی‌های یک نهاد، شرکت یا گروه، اطلاق می‌گردد.

به طور ساده هدف از این کار، افزایش سود و منفعت یک مجموعه، در جهت پیشبرد اهداف تعریف شده برای آن، بر پایه امکانات و منابع موجود است.

حوزه های مدیریت دارایی

مدیریت دارایی های تجاری (Enterprise Asset Management)

- مدیریت دارایی تجاری به فرآیندهای کسب و کار و توانمندی سیستم اطلاعاتی به منظور پشتیبانی از دارایی های شرکت اطلاق می شود که می تواند فیزیکی و یا غیرفیزیکی است. در این حوزه می توان چهار نوع مدیریت دارایی شامل مدیریت دارایی های فیزیکی، مدیریت دارایی های زیرساختی، مدیریت دارایی های ثابت، مدیریت دارایی های IT و دیجیتال را شناسایی کرد.

مدیریت دارایی های زیرساختی (Infrastructure Asset Management)

- مدیریت دارایی زیرساختی به ترکیبی از امور مدیریتی، مالی، اقتصادی و مهندسی بر روی دارایی های فیزیکی اطلاق می شود که هدف از آن فراهم سازی سطوح خدمات مورد نیاز با اثربخش ترین بهای تمام شده ممکن است. این عملیات شامل طراحی، ساخت، عملیات، نگهداری، تعمیر، تغییر، جایگزینی و اسقاط دارایی های فیزیکی است.

مدیریت دارایی های مالی (Financial Asset Management)

- مهمترین کاربرد عبارت مدیریت دارایی به مدیریت سرمایه گذاری اطلاق می شود که در صنعت خدمات مالی کاربرد دارد. در این حالت می تواند منظور مدیریت پرتفویی از اوراق بهادار باشد و یا اینکه خدمات مدیریت دارایی در قالب بانکداری اختصاصی (در قالب شرکت های تأمین سرمایه) به اشخاص ثروتمند، دولت ها و شرکت های بزرگ ارائه شود. دارایی های این حوزه می تواند شامل سهام، اوراق با درآمد ثابت، اوراق املاک، اوراق کالایی و سرمایه گذاری های بین المللی باشد.

خدمات مدیریت دارایی در مدل های بومی

تأمین شرکت با سرمایه مشترک

- شرکت مشترک دارای هیأت مدیره مستقل و مجامع مشخص در چارچوب قانون تجارت و قوانین موضوعه فعالیت نموده و از محل فروش یا تأمین مالی از طریق ابزارهای نوین نسبت به تکمیل پروژه های روبرنایی و زیربنایی اقدام می کند.
- در پایان مأموریت این شرکت (تکمیل پروژه های عمرانی، فروش و یا تبدیل کلیه دارایی ها)، سود حاصله براساس درصد مالکیت سهام تقسیم خواهد شد و درصد حق رأی برای تأمین کننده مالی از نوع ممتاز خواهد بود

انجام امور کارسازی مالی به صورت وکالتی

- توکیل در خصوص فروش، معاوضه یا تبدیل دارایی های مزبور و استفاده از ابزارهای نوین مالی
- در این مکانیسم کلیه تعهدات، ریسک و عایدات متوجه موکل بوده و وکیل صرفاً کارگزار و جانشین موکل در انجام عملیات است و مستحق دریافت حق الوکاله خواهد بود
- وکیل دارای کلیه اختیارات موکل در امر کارسازی و جوه تأمین شده از محل فروش یا تبدیل یا معاوضه دارایی ها در پروژه های عمرانی زیربنایی و روبرنایی

امور کارگزاری مالی

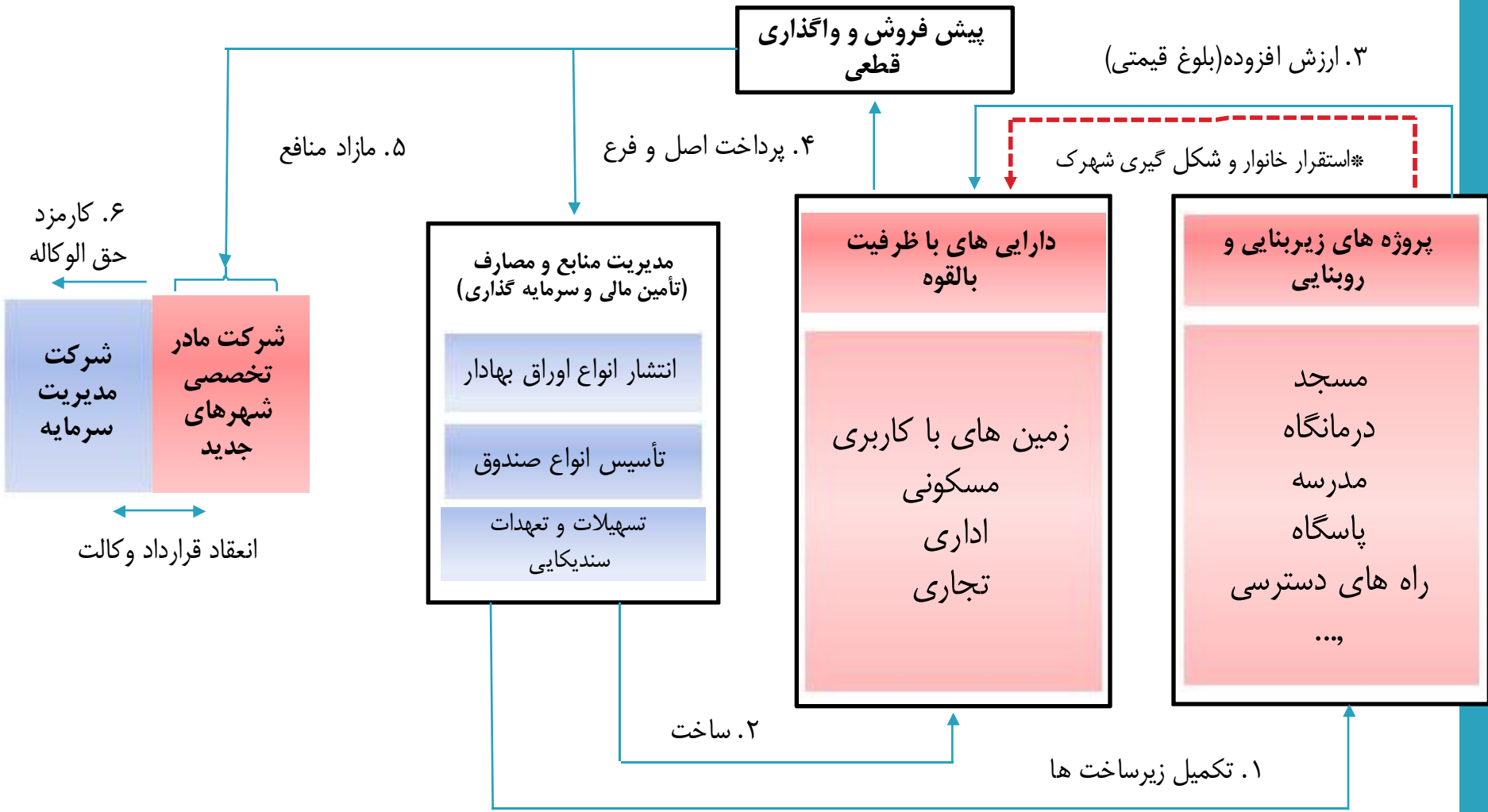
- تهیه طرح کسب و کار و گزارشات توجیهی مالی جهت ارائه به نهادهای مالی
- ارائه بسته های تأمین مالی از طریق انواع صکوک، صندوق و...
- انجام خدمات بازاریابی، پذیره نویسی و تعهد پذیره نویسی در خصوص اوراق مشارکت و صکوک منتشره
- تأمین منابع مالی سندیکایی از بازار سرمایه و بیمه
- کارسازی خدمات مشاوره مالی به منظور تأمین مالی از شبکه بانکی
- ارائه بسته های خدمات مالی حوزه مهندسی مالی و مدیریت ریسک پروژه

سایر نمونه ها

نمونه های در حال پیگیری

- شرکت عمران شهرهای جدید
- شرکت فرودگاه های کشور (در مورد شهرک فرودگاهی امام خمینی (ره))
- شرکت راه آهن برای توسعه مبتنی بر ترابری (Transit Development – TOD Oriented)
- شرکت ساخت و توسعه زیربنای حمل و نقل کشور (معاونت ساخت و توسعه آزادراه ها)

مدل تأمین مالی شهرک سازی با مکانیسم خدمات مدیریت دارایی ها



* نظارت بر نحوه هزینه کرد منابع به منظور هدایت آنها به سمت پروژه های احیا گر

برنامه ریزی جریان‌های نقدی

ارزیابی منابع ، مصارف و ریسک

منابع تأمین مالی پروژه

تسهیلات بین
المللی

انواع صندوق و
اوراق بهادار

تهاتر و پیش
فروش

وام کوتاه مدت

تنظیم ابعاد، هزینه
و ابزار پوشش
ریسک

تدوین نقشه راه
حل جامع

جریان نقدی
ورودی

جریان نقدی
خروجی

کنفرانس توسعه تأمین مالی مسکن آذر ماه ۱۳۹۴

پایان